



KUVEYTTÜRK Yatırım

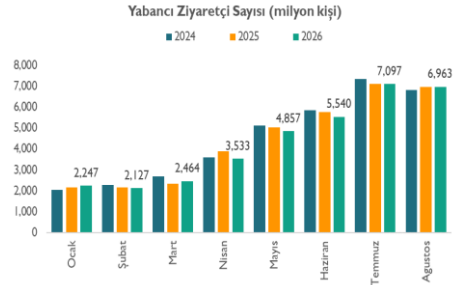
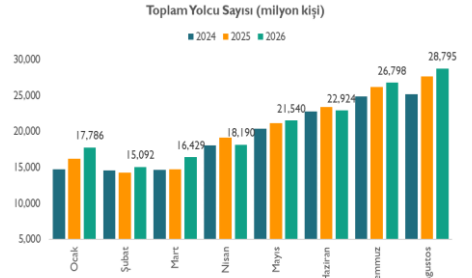
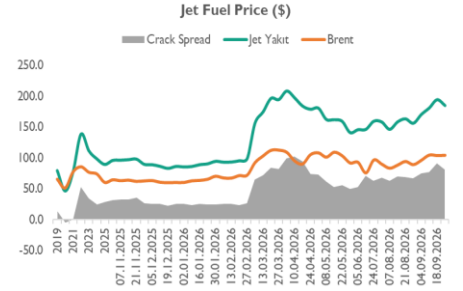
HAVACILIK SEKTÖR RAPORU



kuveytturkyatirim.com.tr

Havacılık Sektör Değerlendirmesi – Ağustos

- Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMi) Genel Müdürlüğü verilerine göre, Ağustos ayında toplam yolcu trafiği (direkt transit yolcular dahil) yıllık %4,1 artışla 28,8 milyon olarak gerçekleşti. İç hat yolcu trafiği yıllık %6,8 artışla 11,1 milyon olurken, dış hat yolcu trafiği %2,7 artışla 17,6 milyon seviyesine yükseldi. Aynı dönemde toplam yük trafiği (kargo+posta+bagaj) 0,57 milyon ton ile yıllık %0,9 artış kaydetti.
- İlk 8 Ayda Toplam Yolcu Trafiği 167 Milyonu Aştı.** Ocak-Ağustos döneminde toplam yolcu trafiği yıllık %2,8 artışla 167,5 milyon seviyesine ulaştı. Bu dönemde iç hat yolcu trafiği %6,8 artışla 71,6 milyon olurken, dış hat yolcu trafiği %0,3 artışla 95,9 milyon olarak gerçekleşti. Toplam yük trafiği ise %2,2 artışla 3,6 milyon ton seviyesine yükseldi.
- İstanbul Havalimanı Ağustos'ta 8,6 Milyon Yolcu Ağırladı.** Havalimanı bazında bakıldığında, Ağustos ayında Antalya dışındaki büyük havalimanlarında büyüme eğiliminin korunduğunu gözlemliyoruz. İstanbul Havalimanı'nın yolcu trafiği yıllık %2,9, Sabiha Gökçen'in %9,5, Ankara Esenboğa'nın %13,4 ve İzmir Adnan Menderes'in %3,8 arttı. Ocak-Ağustos döneminde ise özellikle Esenboğa (%8,6) ve İzmir (%7,5) yolcu büyümeleriyle öne çıktı.
- Jet Yakıtı Fiyatlarındaki Yükseliş Karlılık Üzerinde Baskı Oluşturuyor.** Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) verilerine göre, Ağustos ayında ortalama jet yakıtı fiyatı 156,6 dolar/varil seviyesinde gerçekleşirken, 25 Eylül haftasında fiyat 185,4 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde jet yakıtı crack spreadi yaklaşık 65 dolar/varil seviyesinde bulunuyor. IATA'nın 11 Eylül tarihli Chart of the Week çalışmasında da jet yakıtı-Brent crack spreadinin COVID-19 öncesi döneme kıyasla ortalama yaklaşık 12 dolar/varil daha yüksek seviyelerde seyrettiğine ve fiyat oynaklığının arttığına dikkat çekiliyor.
- Bu çerçevede, havayolu şirketleri açısından yalnızca Brent petrol fiyatının değil, jet yakıtı crack spreadinin de yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Crack spread'in yüksek seviyelerde kalıcı hale gelmesi, yakıt maliyetleri üzerinden sektör marjları üzerinde ilave baskı oluşturabilir.
- Değerlendirme;** Yaz sezonunun etkisiyle Ağustos ayında toplam yolcu trafiği, Mart 2026'dan bu yana en güçlü yıllık büyümesini kaydetti. Büyümenin özellikle iç hat yolcu trafiğinden desteklenmesi, sektör açısından olumlu bir görünüm sunarken, dış hat trafiğinde Orta Doğu'daki gelişmelerin etkisiyle daha dalgalı bir seyir dikkat çekiyor. Bununla birlikte, yolcu talebindeki toparlanma ve Avrupa-Asya koridorundaki güçlü trafik görünümü sektörü desteklerken, yüksek jet yakıtı fiyatları ve crack spreadlerin seyri marjlar açısından temel risk unsuru olmaya devam ediyor. **Bu çerçevede, trafik büyümesinin yanı sıra kapasite disiplininin ve artan yakıt maliyetlerinin fiyatları yansıtabilme kabiliyetinin sektör karlılığı açısından belirleyici olacağını düşünüyoruz. Ağustos'ta Türk Hava Yolları %3,74, Pegasus ise %3,92 değer kaybetti.**



Kaynak: Bloomberg, IATA, Eurocontrol, DHMi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

	Ağustos 26	Ağustos 25	y/y (%)	Oca - Ağu 2026	Oca - Ağu 2025	y/y (%)
Yolcu Sayısı (Toplam)*	28.79	27.66	4.1%	167.55	162.93	2.8%
İç	11.14	10.44	6.8%	71.63	67.06	6.8%
Dış	17.64	17.19	2.7%	95.86	95.58	0.3%
Havalimanları						
İstanbul	8.58	8.34	2.9%	56.65	55.56	2.0%
İstanbul Sabiha Gökçen	5.14	4.70	9.5%	33.16	31.20	6.3%
Antalya**	6.03	6.09	-1.1%	25.72	26.73	-3.8%
Ankara Esenboğa	1.59	1.40	13.4%	9.92	9.14	8.6%
İzmir	1.52	1.46	3.8%	8.93	8.31	7.5%
Kargo (Ton)						
Yük Trafiği (Bagaj+Kargo+Posta)	0.57	0.56	0.9%	3.59	3.52	2.2%

Kaynak: DHMi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

* Rakamlar milyon kişidir.

** Antalya+ Gazipaşa toplamını ifade etmektedir.

Analist:
Muhammet Çakmak
muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

Analist:
Furkan Atas
furkan.atas@kuveytturkyatirim.com.tr



Küresel Havacılık Görünümü - IATA

- Toparlanma Ağustos'ta Kesintiye Uğradı...** IATA'nın Ağustos verilerine göre küresel hava yolcu talebi, Temmuz'daki %0,2'lik büyümenin ardından Ağustos'ta yıllık bazda %0,8 geriledi. Orta Doğu hariç tutulduğunda ise küresel talep %0,6 arttı. Ancak bu oran, Temmuz'daki %1,2'lik büyümenin altında kaldı. Uluslararası yolcu talebi de Ağustos'ta %0,9 gerilerken, Orta Doğu hariç uluslararası talep %1,3 arttı. Kapasite tarafında ise küresel arz edilen koltuk kilometresi (ASK/AKK) %0,3 yükseldi. Yolcu doluluk oranı (PLF) %85,1'e gerilerken, Ekim ayı için açıklanan ileriye dönük kapasite programları küresel koltuk arzında %2,0'lik artışa işaret ediyor. Dolayısıyla Temmuz ayında görülen toparlanmanın Ağustos'ta aynı hızla devam etmediği, özellikle Orta Doğu'daki trafik kaybının küresel sonuçlar üzerinde belirleyici olmaya devam ettiği görülüyor.
- Avrupa-Asya Koridorunda Talep Güçlü Kalmaya Devam Ediyor...** IATA verilerine göre Ağustos ayında Avrupa-Asya arasındaki yolcu trafiği, yıllık bazda %12,2 artarak dünyanın en hızlı büyüyen uluslararası hava koridorlarından biri olmaya devam etti. Bu performans, aynı dönemde küresel uluslararası yolcu trafiğinin %0,9 gerilemesiyle karşılaştırıldığında daha da dikkat çekici. Haziran ayında Avrupa-Asya trafiği %11,0, Temmuz ayında ise %12,1 artmış ve yine büyük uluslararası koridorlar arasında en hızlı büyümeyi kaydetmişti. Dolayısıyla yaşanan bu yükselişin tek aylık bir hareket olmadığını söyleyebiliriz. Avrupa tarafında uluslararası RPK %3,1, AKK ise %3,2 artarken yolcu doluluk oranı (PLF) %87,1 seviyesinde kaldı. Bu noktada, Avrupa-Asya koridorundaki bu büyüme Avrupa ve Asya havayollarının genel performansından belirgin biçimde ayrılan bir koridor dinamiği olarak değerlendirilebilir. Üç ay üst üste %10'un üzerinde gerçekleşen RPK büyümesi, hattaki talebin mevcut kapasite yapısı içerisinde güçlü seyrettiğini gösteriyor.
- Türkiye Açısından Yakından İzlenmesi Gereken Bir Koridor...** Avrupa ile Asya arasındaki hava bağlantılarının kesişiminde yer alan Türkiye için Avrupa-Asya trafiğindeki bu güçlü büyüme, İstanbul'un transit yolcu ve bağlantı trafiği açısından yakından izlenmesi gereken bir pazar dinamiğine işaret ettiğini düşünüyoruz. Avrupa-Asya talebinin kapasiteden daha hızlı büyüyüp büyümediği ise önümüzdeki dönemde hem bağlantı merkezleri hem de bu koridorda kapasite planlayan havayolları açısından kritik bir gösterge olacaktır.
- Yılın İkinci Yarısında Talep Görünümü Daha Temkinli...** IATA'nın Haziran ayında yayımladığı rapora göre, 2026 yılında küresel yolcu talebinin RPK bazında %2,1 büyümesi ve toplam yolcu sayısının 5,1 milyara ulaşması öngörülmüyor. Kapasite artışının talep büyümesinin altında kalması beklenirken, Ağustos ayına ilişkin son veriler küresel talepte Temmuz ayında görülen toparlanmanın aynı hızla devam etmediğini gösteriyor. Küresel koltuk kapasitesinin ise yılın son çeyreğinde yaklaşık %2 artırılması planlanıyor.
- Arz Tarafında Kontrollü Büyüme Bekleniyor...** 2026 görünümüne dair bir diğer beklenti ise küresel kapasite artışının, RPK bazında öngörülen %2,1'lik talep büyümesinin altında kalması. Bölgesel tahminlere göre Avrupa'da 2026 RPK büyümesinin %2,8, ASK büyümesinin ise %1,3 olması bekleniyor. Asya-Pasifik'te ise RPK'nin %5,1, ASK'nin %3,6 büyümesi öngörülmüyor. Bu tahminler, özellikle Avrupa ve Asya-Pasifik pazarlarında talep ile kapasite arasındaki farkın devam edebileceğine işaret ediyor. Ağustos ayına ilişkin veriler küresel kapasitenin sınırlı artış gösterdiğini ortaya koyarken, yılın ikinci yarısında özellikle Asya bağlantılı pazarlardaki talep performansı yakından izlenmeye devam ediyor.
- Yılın Geri Kalanında Maliyetler Ön Planda...** IATA, 2026'da küresel havayolu sektörünün 839 milyar dolar yolcu geliri ve 162 milyar dolar kargo geliri elde etmesini bekliyor. Yolcu gelirindeki yaklaşık %9,2'lik artış, beklenen %2,1'lik RPK büyümesinin oldukça üzerinde. IATA bu durumu yüksek yakıt maliyetlerini telafi etmeye yönelik uygulanan yüksek ücret politikasıyla ilişkilendirdiğini gözlemliyoruz. Buna karşın toplam sektör gelirlerinin %9,4 artarak 1,165 trilyon dolara ulaşması beklenirken, işletme giderlerinin %13 artması öngörülmüyor. Bunun sonucunda sektör net karının 2025'teki 45 milyar dolardan 2026'da 23 milyar dolara, net kar marjının ise %4,2'den %2,0'ye gerilemesi bekleniyor. Yani IATA'nın mevcut görünümü, yolcu talebinin ve gelirlerin güçlü kalacağı ancak yüksek maliyetlerin bu büyümenin önemli bir bölümünü absorbe edeceği bir yıl öngörüyor.

Tablo 1: Tarihsel IATA Havacılık Sektör Beklentileri

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Ücretli Yolcu Koltuk (ÜYK-RPK)	8,688	2,974	3,623	5,973	8,171	9,039	9,520	9,719
y/y - %	4.1%	-65.8%	21.8%	64.9%	36.8%	10.6%	5.3%	2.1%
Yolcu Trafiği	4,560	1,779	2,304	3,452	4,414	4,774	4,967	5,085
y/y - %	2.1%	-61.0%	29.5%	49.8%	27.9%	8.2%	4.0%	2.4%
ASK, yıllık değişim - %	3.4%	-56.6%	18.7%	40.1%	31.1%	8.9%	5.2%	1.6%
Yolcu Doluluk Oranı - %	82.6%	65.2%	66.9%	78.7%	82.2%	83.5%	83.5%	84.0%
Yolcu Gelirleri	607	189	242	437	648	687	768	839
Kargo Gelirleri	101	140	210	206	139	151	151	162
Net Kar	26.4	-137.7	-40.4	-3.5	40.5	37.7	45	23
Net Kar Marjı - %	3.1%	-35.8%	-7.9%	-0.5%	4.3%	3.7%	4.2%	2.0%

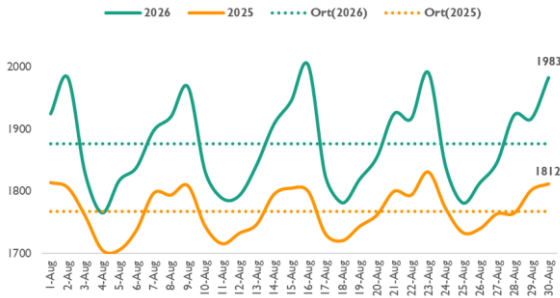
Kaynak: IATA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



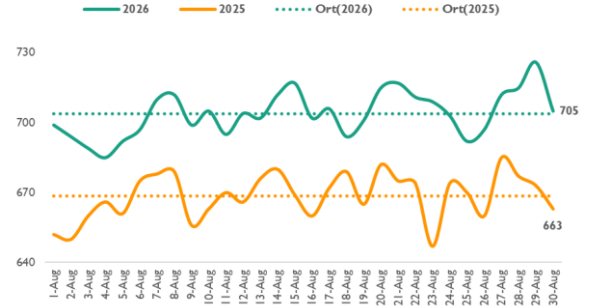
Küresel Havacılık Görünümü - Eurocontrol

- Avrupa Genelinde Veriler Temmuz Ayında Zirvede...** Avrupa hava sahası ağındaki aylık ortalama günlük uçuş sayısı Ocak ayında 24.665 uçuşun ardından, Temmuz ayında 36.409 ile yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Ağustos ayında günlük ortalama 36.309 uçuş olarak kaydedilen trafik, Nisan ayında kaydedilen %1,2'lik düşüş dışında, yıl boyunca her ay artış gösterdi. Haziran-Ağustos döneminde ise hava trafiği geçen yılın aynı dönemine göre %2,4 artarak günlük ortalama 35.959 uçuşa yükseldi.
- İstanbul Havalimanı Ağustos Ayında Avrupa'nın Zirvesinde...** Eurocontrol'un Ağustos 2026 Aylık Ağ Operasyonları Raporu'na göre Avrupa genelinde Ağustos ayında toplam 1,126 milyon uçuş gerçekleşti. Günlük ortalama uçuş sayısı yıllık bazda %2,6 artışla 36.309 oldu ve trafik üst üste ikinci ay 36 binin üzerinde kaldı. Havalimanları sıralamasında İstanbul Havalimanı, günlük ortalama 1.671 uçuş ve yıllık %2,2 artışla Avrupa'nın en yoğun havalimanı oldu. İstanbul'u 1.424 uçuş ile Paris-Charles de Gaulle ve 1.418 uçuş ile Amsterdam Schiphol izledi. İlk beşteki diğer dört havalimanında trafik geçen yılın altında kaldı. İstanbul Havalimanı ve Sabiha Gökçen, ağustosta günlük trafik rekoru kıran 11 Avrupa havalimanı arasında yer aldı.
- Avrupa'da Uçuş Trafiği Yıllık Bazda Artışını Sürdürüyor...** Eurocontrol verilerine göre 24 - 30 Eylül tarihleri arasında Avrupa genelinde günlük ortalama uçuş sayısı yıllık bazda %3 artarak 34,879 seviyesinde gerçekleşti. Yaz sezonunun sona ermesiyle bir önceki yedi günlük döneme kıyasla %2'lik mevsimsel bir gerileme görülse de, geçen yılın aynı dönemindeki 34,260 seviyesinin ve 2019'daki 33,646 seviyesinin üzerinde seyretmeye devam etti. Türkiye ise, son yedi günde günlük ortalama 3,981 uçuş ile geçen yılın aynı dönemine göre yatay seyirle Avrupa'nın en yoğun 6'ncı ülkesi oldu.
- Türk Hava Yolları Avrupa'nın En Yoğun İlk Üç Havayolu Grubu Arasında...** Havayolu grupları bazında bakıldığında, Türk Hava Yolları son yedi günlük dönemde günlük ortalama 1,715 uçuş ile Ryanair ve easyJet'in ardından Avrupa'nın en yoğun üçüncü havayolu grubu oldu. Pegasus ise aynı dönemde günlük ortalama 692 uçuş ile Avrupa'nın en yoğun ilk 10 havayolu arasında yer aldı. Ağustos ayı genelinde de benzer tablo korunuyor. Türk Hava Yolları, ay genelinde günlük 1.875 uçuş ve %6,0 artışla Ryanair (3.932) ve easyJet'in (1.887) ardından üçüncü sırada yer aldı. THY Grubu ve Pegasus, ağustosta günlük trafik rekoru kıran sekiz havayolu grubu arasında yer aldı.
- İstanbul Havalimanı Zirvedeki Yerini Koruyor...** Havalimanı tarafında İstanbul Havalimanı, son yedi günlük dönemde günlük ortalama 1,582 uçuşla Amsterdam (1,413) ve Paris-Charles de Gaulle Havalimanının (1,368) önünde Avrupa'nın en yoğun havalimanı konumunu korudu. Sabiha Gökçen Havalimanı'nda uçuş sayısı 839 olarak gerçekleşirken, sezonun son haftalarına girilen Antalya'da günlük ortalama 922 uçuş gerçekleştirildi.

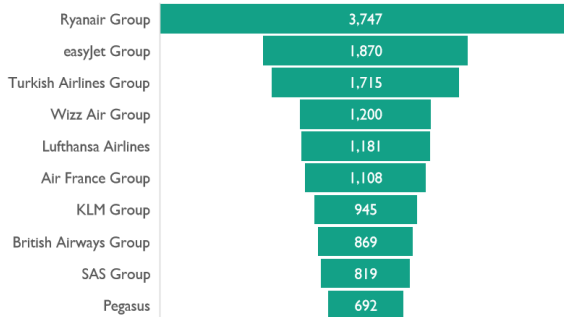
Grafik 1: THYAO Günlük Uçuş Sayısı



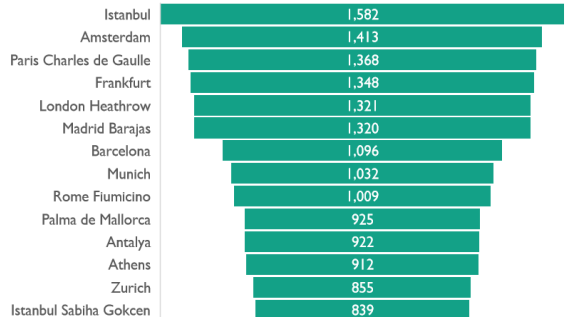
Grafik 2: PGSUS Günlük Uçuş Sayısı



Grafik 3: Avrupa Havayolları Sıralama



Grafik 4: Avrupa Havalimanı Sıralama



Türkiye Turizm İstatistikleri – 2Ç26

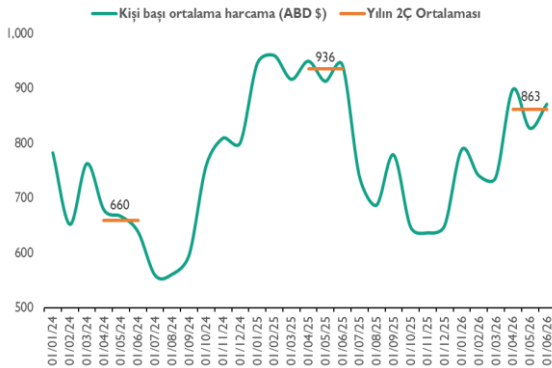
- Turizm Geliri İkinci Çeyrekte Geriledi...** TÜİK verilerine göre 2026'nın ikinci çeyreğinde toplam turizm geliri yıllık %2,6 azalarak 15,9 milyar dolar oldu. İlk çeyrekte %4,1 artışla 9,9 milyar dolar olan gelir, ikinci çeyrekte geçen yılın altında kaldı. Ziyaretçi turizm geliri %2,7 düşüşle 15,7 milyar dolara gerilerken, transfer yolcu geliri ise %10,8 artışla 209 milyon dolara yükseldi. İlk yarı itibarıyla toplam turizm geliri ise yıllık %0,1 düşüşle 25,7 milyar dolar oldu. Böylece ilk çeyrekteki artış, ikinci çeyrekteki düşüşü büyük ölçüde dengeledi. Transfer yolcu geliri de ilk yarıda %14,6 artarak 411 milyon dolara ulaştı. Gider tarafında ise vatandaşların yurt dışı turizm harcamaları ikinci çeyrekte %7,4 artarak 3,0 milyar dolara yükseldi. İlk yarı itibarıyla ise harcamalar yıllık %0,4 düşüşle 5,2 milyar dolar oldu. Gelirdeki düşüş ve giderlerdeki artış sonucunda, gelir/gider karşılama oranı ve net turizm dengesinde de düşüş gerçekleşti. Net turizm dengesinin yıl içindeki en yüksek seviyesine genellikle üçüncü çeyrekte ulaşması nedeniyle, yıl geneli görünüm açısından Temmuz-Eylül dönemi verileri belirleyici olacak.
- Yolcu Trafiği Artarken Yabancı Ziyaretçi Sayısı Geriledi...** Havalimanlarında toplam yolcu sayısı yılın ilk sekiz ayında geçen yılın üzerinde gerçekleşti. Nisan ve Haziran aylarında bayram tatillerinin farklı dönemlere denk gelmesinin etkisiyle yatac ve hafif negatif bir seyir izlenirken, Ağustos ayında yolcu sayısı 28,795 milyon ile yıllık %4,1 arttı. Böylece Ocak-Ağustos döneminde toplam yolcu sayısı %2,8 artışla 167,553 milyon kişiye ulaştı. Yabancı ziyaretçi sayısında ise yıl genelinde zayıf seyir hakim oldu. Ağustos ayında 6,963 milyon olarak gerçekleşen yabancı ziyaretçi sayısı, Ocak-Ağustos döneminde yıllık %1,8 düşüşle 34,827 milyon kişiye geriledi.
- Vatandaş Seyahati Artarken Kişi Başı Harcama Düştü...** Türkiye'de ikamet eden ve yurt dışından dönen vatandaş sayısı, ikinci çeyrekte %16,5 artışla 3,4 milyon kişiye ulaşırken, yılın ilk altı ayındaki toplam sayı %14,9 artışla 6,4 milyon oldu. Kişi başı ortalama harcama 2025'in ikinci çeyreğindeki 936 dolardan 2026'nın aynı döneminde 863 dolara gerilese de, 2024'teki 660 doların üzerinde kaldı.
- Uzun Vadede Turizm Gelirinde Artış Beklentisi...** 2026 için daha önce 68 milyar dolar olarak öngörülen turizm geliri, yeni OVP'de 65 milyar dolara revize edildi. Buna karşılık 2027 için 70 milyar, 2028 için 73,5 milyar ve 2029 için 78,5 milyar dolar turizm geliri öngörülüyor. 2025'te 65,2 milyar dolar ile tarihi yüksek seviyeye ulaşan turizm gelirinin, 2029'a kadar yaklaşık %20 artması bekleniyor. Böylece 2015'te 31,5 milyar dolar olan turizm gelirinin, pandemi dönemindeki gerilemenin ardından 2022'den itibaren yeniden yükseliş trendine girdiği ve OVP hedefleri doğrultusunda bu trendin önümüzdeki dönemde de devam etmesinin öngörüldüğü görülüyor.

Tablo 2: Turizm İstatistikleri (\$)

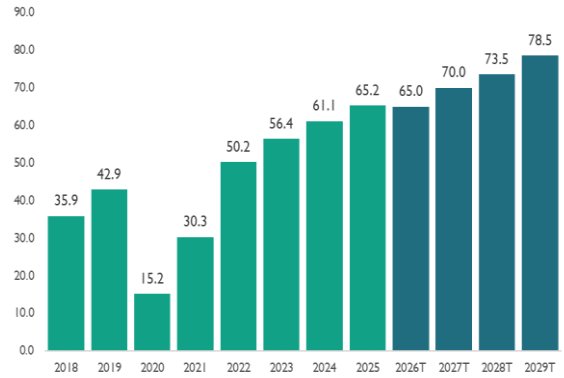
Turizm İstatistikleri	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Turizm geliri (Toplam)	15,865	16,284	-2.57%	25,746	25,778	-0.12%
Transfer yolcu turizm geliri (milyon \$)	209	189	10.8%	411	359	14.6%
Ziyaretçi turizm geliri (milyon \$)	15,656	16,095	-2.7%	25,335	25,419	-0.3%
Turizm gideri (milyon ABD \$)	2,963	2,760	7.4%	5,188	5,208	-0.4%
Vatandaş ziyaretçi sayısı (bin kişi)	3,434	2,948	16.5%	6,370	5,544	14.9%
Kişi başı ortalama harcama (ABD \$)	863	936	-7.8%	-	-	-

Kaynak: Turizm ve Kültür Bakanlığı, TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 5: Kişi Başı Ort. Harcama (\$)



Grafik 6: Toplam Turizm Geliri Beklentileri (milyar \$)



Kaynak: Rasyonet, Bloomberg, IATA, Eurocontrol, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Türk Hava Yolları Trafik Sonuçları - Ağustos

- Yolcu Trafikinde Güçlü Büyüme...** Şirket, Ağustos ayında yıllık bazda %5,6 artışla 10 milyon yolcu taşıdı. Yurt içi yolcu sayısı %6,8 artışla 3,6 milyon seviyesine yükselirken, yurt dışı yolcu sayısı ise %5 artışla 6,4 milyon seviyesine yükseldi. Bölgesel kırılımda Uzak Doğu %17,1 artışla pozitif ayrışırken, en sert düşüş %11,7 ile Orta Doğu'da kaydedildi. Ağustos ayında arz edilen koltuk kilometre (AKK) yurt içinde %5,9, yurt dışında %4,0 ve toplamda %4,2 artışla 26,4 milyar AKK seviyesine yükseldi. Bu gelişmelerle birlikte yolcu doluluk oranı yurt içinde 0,4 puan düşüşle %91,3, yurt dışında ise 1,5 puan artışla %87,6 olurken, toplam doluluk oranı yıllık bazda 1,4 puan artışla %88 olarak gerçekleşti. Kapasite artışlarında %19,7 artışla Uzak Doğu öne çıkarken, Orta Doğu'da ise %23,2 ile daralmanın sürdüğü gözlemlendi.
- Kargo Tarafında Güçlü Görünüm Sürüyor...** Kargo tarafında ise Ağustos ayında taşınan hacim %6,1 artışla 204,3 bin ton oldu; yurt dışı kargo hacmi %6,3 artışla 198,9 bin tona ulaşırken, yurt içi kargo hacmi ise %0,6 gerileyerek 5,5 bin ton seviyesinde yatay seyretti. Uçak sayısı ise yıllık bazda %13,0 artışla 566 adede ulaştı; uçulan nokta sayısı da %1,4 artışla 358'e yükseldi. Konma sayısı (yolcu seferleri) toplamda %4,6 artışla 57.696 seviyesine çıktı.
- Yılbaşından Bu Yana Büyüme Devam Ediyor...** Yılbaşından bu yana (Ocak-Ağustos) kümülatif verilere bakıldığında, şirket 64,0 milyon yolcu taşıyarak yıllık bazda %5,4 büyüme kaydetti. Toplam AKK %4,6 artışla 187,6 milyar seviyesine ulaşırken, kümülatif doluluk oranı 2,0 puan artışla %84,7'ye yükseldi. Bölgesel bazda Uzak Doğu %19,1 ile en güçlü yolcu büyümesini gösterirken, Orta Doğu'da ise %16,7 gerileme dikkat çekti. Kümülatif kargo+posta hacmi ise %11,2 artışla 1.565,0 bin tona ulaştı; bu artışın büyük kısmı %11,7 ile yurt dışı hacim artışından kaynaklandı.
- Özetle;** Açıklanan trafik verilerine baktığımızda, uçak sayısında yıllık bazda yaşanan %13'lük yükseliş göze çarpıyor. Filo hacmindeki artış sebebiyle kapasite kullanım oranlarındaki artışı da olumlu bir sinyal olarak değerlendiriyoruz. Bölgesel kırılıma baktığımızda ise, Orta Doğu'daki kapasite daralmasının devam eden jeopolitik risklerden, Uzak Doğu'daki güçlü artışın ise şirketin bölgesel kapasite kullanım stratejisinden kaynaklandığını değerlendirirken, trafik verisini sınırlı pozitif olarak yorumluyoruz. **Şirket hisseleri 2026 yıl sonu tahminlerimize göre 5,4x F/K ve 6,5x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

Tablo 3: Türk Hava Yolları Trafik Verileri

Toplam	Ağu.26	Ağu.25	y/y	Tem.26	a/a	8A26	8A25	y/y
Konma Sayısı (bin)	57.7	55.2	4.6%	55.9	3.3%	387.4	375.2	3.3%
Yurt İçi	22.3	20.9	6.4%	21.69	2.6%	144.1	140.6	2.5%
Yurt Dışı	35.4	34.2	3.5%	34.16	3.8%	243.3	234.6	3.7%
Arzedilen Koltuk Km (milyar)	26.4	25.4	4.2%	25.7	2.7%	187.6	179.4	4.6%
Yurt İçi	2.6	2.4	5.9%	2.53	1.6%	17.2	16.7	2.8%
Yurt Dışı	23.9	23.0	4.0%	23.22	2.8%	170.4	162.6	4.8%
*Ücretli Yolcu Km (milyar)	23.3	22.0	5.8%	22.3	4.4%	159.0	148.3	7.2%
Yurt İçi	2.3	2.2	5.4%	2.25	4.2%	14.9	14.4	3.3%
Yurt Dışı	20.9	19.8	5.9%	20.03	4.5%	144.1	133.9	7.6%
Yolcu Doluluk Oranı (%)	88.0%	86.6%	1.4bps	86.5%	1.4bps	84.7%	82.7%	2.0bps
Yurt İçi	91.3%	91.7%	-0.4bps	89.1%	2.2bps	86.5%	86.1%	0.4bps
Yurt Dışı	87.6%	86.1%	1.5bps	86.3%	1.4bps	84.5%	82.3%	2.2bps
Yolcu Sayısı (milyon)	10.0	9.5	5.6%	9.5	5.7%	64.0	60.7	5.4%
Yurt İçi	3.6	3.4	6.8%	3.42	4.9%	22.2	21.3	4.3%
Yurt Dışı	6.4	6.1	5.0%	6.04	6.1%	41.8	39.5	6.1%
Kargo + Posta (bin ton)	204.3	192.5	6.1%	203.2	0.6%	1,565.0	1,407.5	11.2%
Yurt İçi	5.5	5.5	-0.6%	5.19	5.8%	40.4	42.4	-4.7%
Yurt Dışı	198.9	187.0	6.3%	198.02	0.4%	1,524.6	1,365.1	11.7%

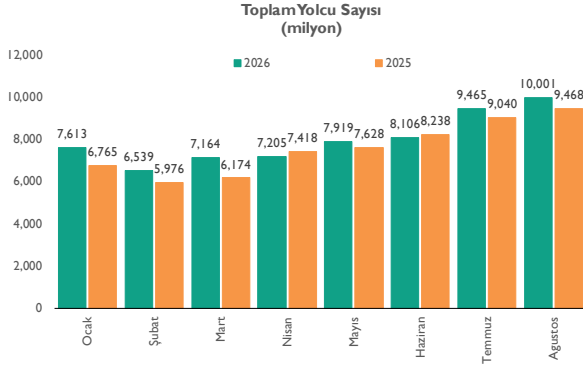
Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

*ÜYK tahmini hesaplanmıştır.

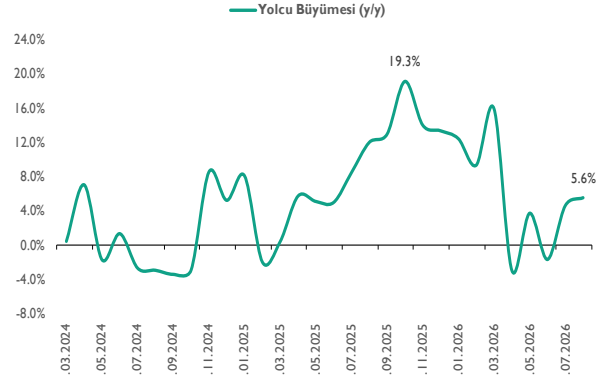


Grafikler

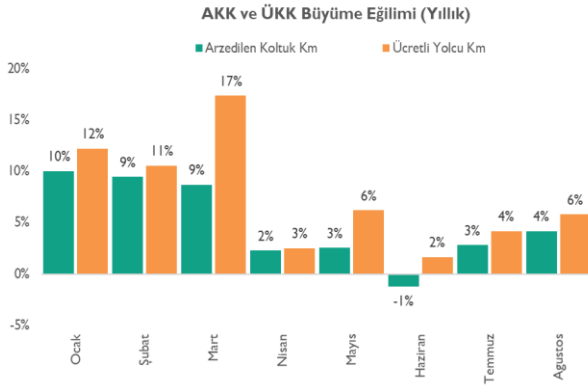
Grafik 7: Yolcu Sayısı (mn)



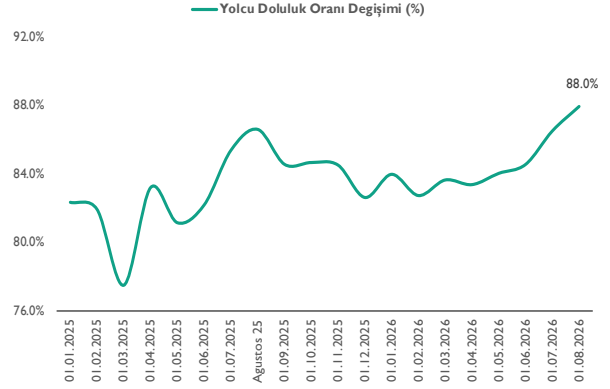
Grafik 8: Yolcu Büyümesi (%)



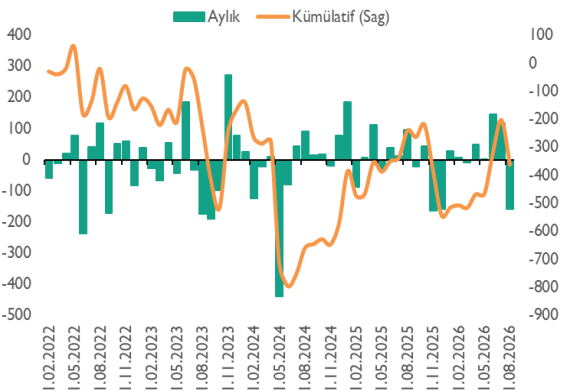
Grafik 9: AKK ve ÜKK Büyümesi (%)



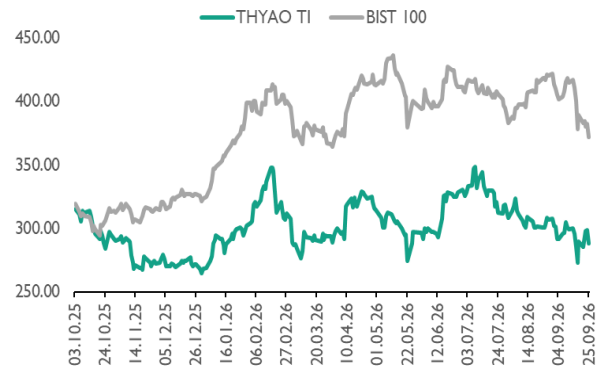
Grafik 10: Yolcu Doluluk Oranı (%)



Grafik 11: Yabancı İşlemleri (mn\$)



Grafik 12: Karşılaştırmalı Performans



Türk Hava Yolları Piyasa Çarpanları

Türk Hava Yolları'nı küresel ölçekteki havacılık sektörü hisseleriyle karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 6,5x FD/FAVÖK ve 5,4x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar, küresel benzerlerine göre sırasıyla %11 ve %56 iskontoya işaret etmektedir.

Tablo 4: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		26T	27T	26T	27T
ABD		9.8	6.0	13.1	8.6
American Airlines	8,851	11.6	6.6		7.2
United Airlines	36,020	7.3	5.5	12.2	7.7
Delta Air Lines	54,885	8.0	6.3	14.0	10.2
Alaska Air Group	4,319	15.3	5.8		9.5
Avrupa		3.6	3.1	8.6	6.0
Deutsche Lufthansa AG	10,430	3.6	3.1	8.6	6.0
Air France-KLM	3,467	2.8	2.6	3.9	2.9
Flughafen Wien AG	6,619	9.7	7.9	17.3	14.4
Asya		4.7	4.2	14.1	18.3
China Airlines Ltd	3,945	3.8	3.0	9.9	8.9
Singapore Airlines LTD	16,636	5.6	5.5	18.3	27.8
Genel Medyan		7.3	5.5	12.2	8.9
Türk Hava Yolları	7,975	6.5	5.5	5.4	4.1
Prim/İskonto		-11%	-1%	-56%	-54%

Kaynak: Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

THY tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.

Grafik 13: THYAO Tarihsel F/K



Grafik 14: THYAO Tarihsel FD/ FAVÖK



Kaynak: Rasyonet, Bloomberg, IATA, Eurocontrol, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Pegasus Trafik Sonuçları - Ağustos

- Misafir Trafiğinde Büyüme Sürüyor...** Pegasus, Ağustos ayına ilişkin trafik verilerini açıkladı. Şirket, Ağustos ayında yıllık bazda %5 artışla 4,51 milyon misafir taşıdı. Aynı dönemde iç hat misafir sayısı %5 artışla 1,61 milyon seviyesine yükselirken, dış hat misafir sayısı ise %5 artışla 2,90 milyon seviyesine ulaştı. Ağustos ayında arz edilen koltuk kilometre (AKK) %6 artışla 8.085 milyon km seviyesine yükseldi. Kapasitedeki bu artış iç hatlarda %8, dış hatlarda ise %5 olarak gerçekleşti. Buna karşın koltuk sayısındaki %7'lik artışın misafir büyümesinin üzerinde kalması, doluluk oranını yıllık bazda 1,4 puan gerileyerek %89,5'e indirdi. İç hat doluluk oranı 1,7 puan düşüşle %94,0'a, dış hat doluluk oranı ise 1,3 puan düşüşle %87,1'e geriledi. Konma başına misafir sayısı da toplamda %1 azalarak 190'a indi. Bu durum, kapasite artışının yolcu talebinin biraz önünde seyrettiğine işaret etmektedir.
- Kümülatif Büyümede İç Hatlar Öne Çıkıyor...** Yılbaşından bu yana (Ocak-Ağustos) kümülatif verilere bakıldığında, şirket 29,15 milyon misafir taşıyarak yıllık bazda %4 büyüme kaydetti. Kümülatif AKK %4 artışla 52.772 milyon km'ye ulaşırken, kümülatif doluluk oranı 1,6 puan gerileyerek %85,6 seviyesinde gerçekleşti. İç hatlarda kümülatif misafir sayısı %13 gibi güçlü bir artış gösterirken, dış hatlarda ise misafir sayısı %1 daralma kaydetti; bu ayrışma, şirketin büyümesinin ağırlıklı olarak iç hat talebinden desteklendiğini göstermektedir.
- Karbon Emisyonlarında İyileşme Dikkat Çekiyor...** Karbon emisyonu tarafında ise Ağustos ayında CO2 gram/RPK değeri yıllık bazda 56,1'den 55,5'e gerileyerek iyileşme kaydederken, kümülatif bazda da değer 57,3 ile geçen yılın aynı seviyesinde sabit kaldı.
- Özetle;** misafir sayısında yaşanan %5'lik artışa rağmen, doluluk oranındaki 1,4 puanlık daralma dikkat çekiyor. Ayrıca, koltuk sayısındaki yükselişin misafir sayısındaki artışa göre pozitif ayrışması sebebiyle oluşan makas farkı zayıf bir sinyal olarak değerlendiriyoruz. **Şirket hisseleri 2026 yıl sonu tahminlerimize 9,2x FDIFAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

Tablo 5: Pegasus Trafik Verileri

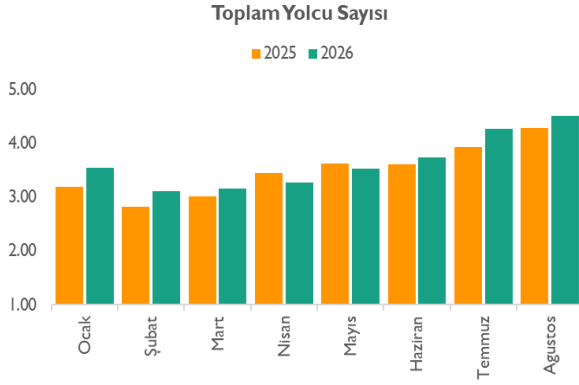
Toplam	Ağu.26	Ağu.25	y/y	Tem.26	a/a	8A26	8A25	y/y
Konma Sayısı (bin)	23,790	22,450	6%	23,155	3%	161,057	152,262	6%
Yurt İçi	8,064	7,406	9%	7,816	3%	60,149	51,418	17%
Yurt Dışı	15,726	15,044	5%	15,339	3%	100,908	100,844	0%
Arzedilen Koltuk Km (milyar)	8,085	7,642	6%	7,887	3%	52,773	50,856	4%
Yurt İçi	1,323	1,225	8%	1,286	3%	9,949	8,329	19%
Yurt Dışı	6,762	6,417	5%	6,601	2%	42,824	42,527	1%
Misafir Sayısı	4.51	4.30	5%	4.27	6%	29.15	27.93	4%
Yurt İçi	1.61	1.53	5%	1.54	5%	11.37	10.06	13%
Yurt Dışı	2.90	2.77	5%	2.73	6%	17.78	17.87	-1%
Koltuk Sayısı	5.04	4.72	7%	4.91	3%	34.05	32.04	6%
Yurt İçi	1.71	1.59	8%	1.66	3%	12.78	10.99	16%
Yurt Dışı	3.33	3.13	6%	3.24	3%	21.27	21.05	1%
Doluluk Oranı	89.5%	90.9%	-1.4 bps	87.0%	2.5 bps	85.6%	87.2%	-1.6 bps
Yurt İçi	94.0%	96.2%	-2%	92.3%	2%	89.0%	91.6%	-3%
Yurt Dışı	87.1%	88.5%	-2%	84.2%	3%	83.6%	84.9%	-2%
Konma Başına Misafir Sayısı	190	192	-1%	184	3%	190	192	-1%
Yurt İçi	200	206	-3%	197	2%	189	196	-4%
Yurt Dışı	185	184	1%	178	4%	176	177	-1%

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

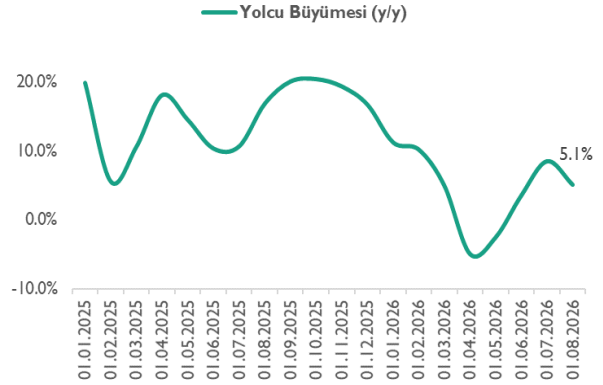


Grafikler

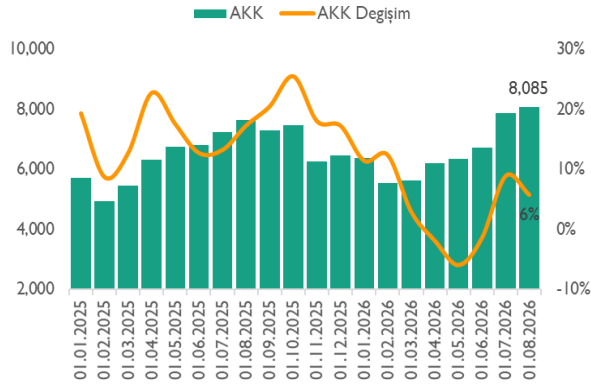
Grafik 15: Yolcu Sayısı (mn)



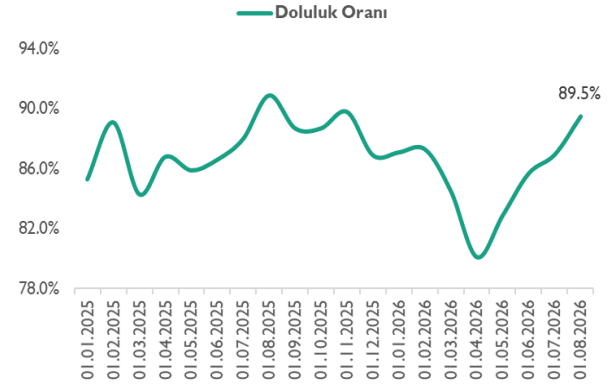
Grafik 16: Yolcu Büyümesi (%)



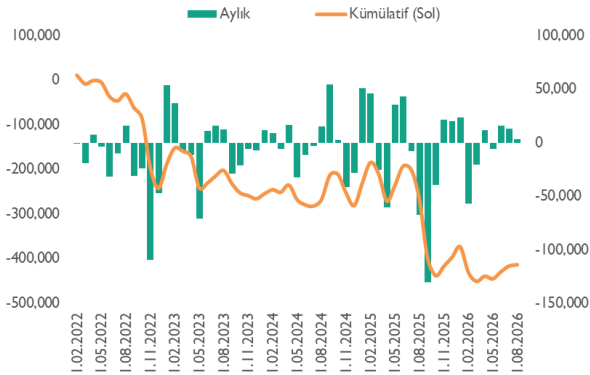
Grafik 17: AKK ve ÜKK Büyümesi (%)



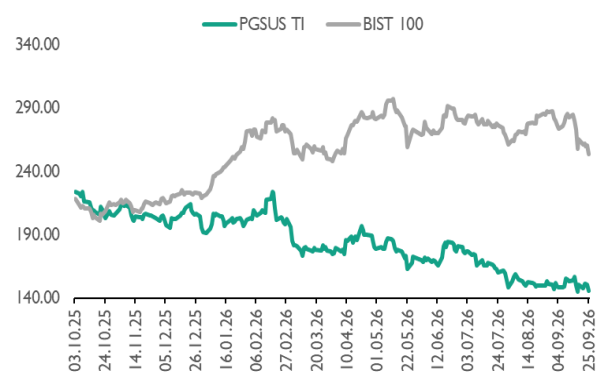
Grafik 18: Yolcu Doluluk Oranı (%)



Grafik 19: Yabancı İşlemleri (mn\$)



Grafik 20: Karşılaştırmalı Performans



Pegasus Piyasa Çarpanları

Pegasus'u küresel ölçekteki havacılık sektörü hisseleriyle karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 9,2x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Bu çarpan, küresel benzerlerine göre %56 prime işaret etmektedir.

Tablo 6: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon EUR	FD/FAVÖK		F/K	
		26T	27T	26T	27T
ABD		29.3	8.4	13.1	8.9
Southwest Airlines	17,965	6.5	5.1	13.1	8.9
Jetblue Airways	1,408	52.1	11.6		
Avrupa		5.4	6.0	30.8	17.4
Ryanair Holdings	24,337	5.9	6.3	11.2	14.0
EasyJet PLC	6,008	5.4	4.6	50.4	20.8
Wizz Air	1,275	5.3	6.0		
Asya		8.3	6.3	14.4	11.5
Eva Airways Corp	6,406	3.5	2.7	10.4	9.1
Air Arabia	5,423	13.2	9.9	18.4	14.0
Genel Medyan		5.9	6.0	14.8	14.0
Pegasus Hava Taşımacılığı	1,224	9.2	7.1		

Prim/İskonto **56%** **18%**

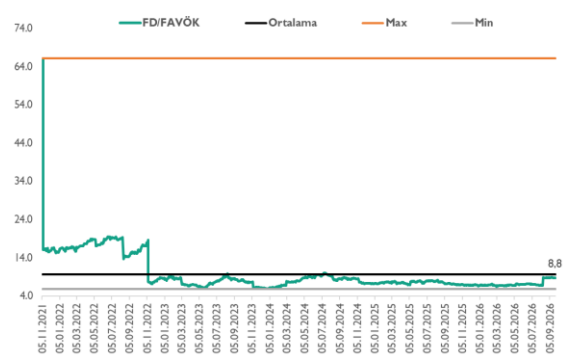
Kaynak: Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Pegasus tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.

Grafik 21: PGSUS Tarihsel F/K*



Grafik 22: PGSUS Tarihsel FD/ FAVÖK



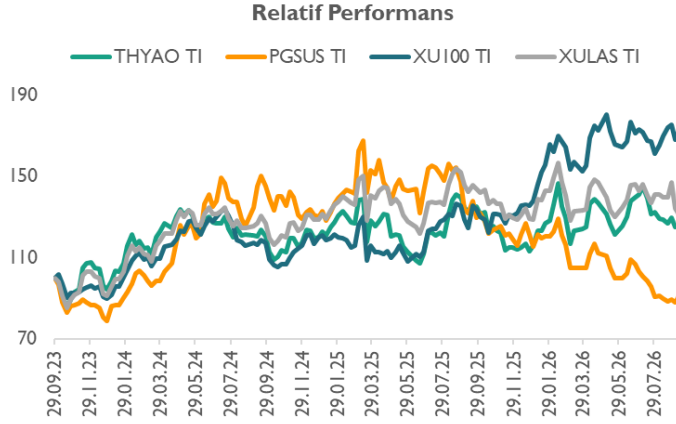
Kaynak: PGSUS, Rasyonet, Bloomberg, IATA, Eurocontrol, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

* Net zarar pozisyonu nedeniyle F/K hesaplanmamaktadır.

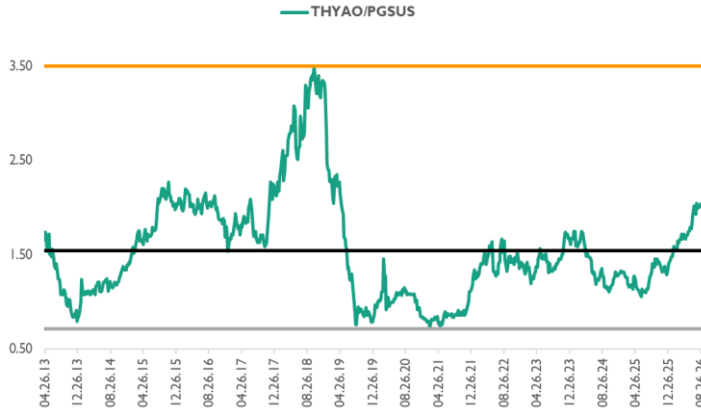


Performans Karşılaştırma

Grafik 23: THYAO, PGSUS, XU100 ve XULAS Relatif Görünüm



Grafik 24: THYAO / PGSUS Çarpanı



Grafik 25: PGSUS / THYAO Çarpanı



Kaynak: THYAO, PGSUS, Rasyonet, Matriks, Bloomberg, IATA, Eurocontrol, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Ağustos ve Eylül Gelişmeleri

Havacılık Sektör Haberleri

- Türkiye ile Kazakistan Arasında Havacılık Alanında Yeni Mutabakat Zaptı imzalandı. ([SHGM](#))
- Siirt Havalimanı yenilendi: Yeni terminal binası hizmete girdi. ([TRT Haber](#))
- Airbus Ocak-Ağustos döneminde 475 uçak teslim etti, yıllık %9 artış. ([Airbus](#))
- İstanbul Havalimanı'nın yeni pisti 18 Eylül'de açıldı. ([BloombergHT](#))
- Çin, Boeing'e yönelik 200 uçaklık sipariş taahhüdünün yaklaşık 140'ını ilerletiyor. ([Boeing](#))
- Avrupa'da 4Ç26 jet yakıtı açığı 510 bin varil/gün seviyesine ulaşabilir. ([Jet Yakıt](#))

Türk Hava Yolları Haberleri

- Royal Brunei Airlines ile Türk Hava Yolları, uzun süredir devam eden kod paylaşımı iş birliğini genişletti. ([AirportHaber](#))
- Türk Hava Yolları, 2027/28 Sezonundan itibaren Liverpool FC'nin Ana Partneri Olacak. ([THY](#))
- Türk Hava Yolları ve Air China Kod Paylaşım Anlaşmasını Genişletti. ([THY](#))
- Türk Hava Yolları 100 Kesin ve 50 Opsiyonlu Boeing 737 MAX Siparişini Kesinleştirdi. ([THY](#))

Pegasus Haberleri

- Pegasus'un 154 milyon euroluk Smartwings satın alma anlaşmasını şartlı olarak onayladı. ([AirportHaber](#))



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
KIDEMLİ UZMAN
Perakende, Sanayi, Savunma,

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

YASAL UYARI

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

