



KUVEYTTÜRK Yatırım

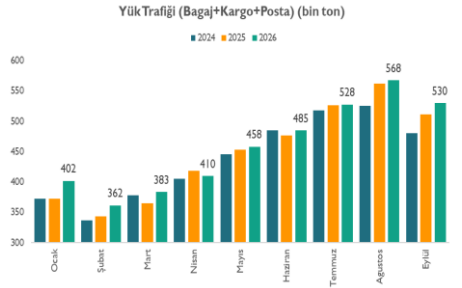
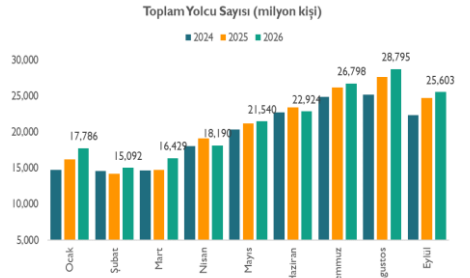
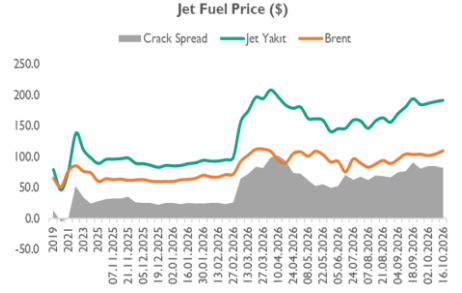
HAVACILIK SEKTÖR RAPORU



kuveytturkyatirim.com.tr

Havacılık Sektör Değerlendirmesi – Eylül

- Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMI) Genel Müdürlüğü verilerine göre, Eylül ayında toplam yolcu trafiği (direkt transit yolcular dahil) yıllık %3,4 artışla 25,6 milyon olarak gerçekleşti. İç hat yolcu trafiği yıllık %5,9 artışla 10,1 milyon olurken, dış hat yolcu trafiği %2,0 artışla 15,5 milyon seviyesine yükseldi. Aynı dönemde toplam yük trafiği (kargo+posta+bagaj) 0,53 milyon ton ile yıllık %3,6 artış kaydetti.
- İlk 9 Ayda Toplam Yolcu Trafiği 193 Milyonu Aştı.** Ocak-Eylül döneminde toplam yolcu trafiği yıllık %2,9 artışla 193,1 milyon seviyesine ulaştı. Bu dönemde iç hat yolcu trafiği %6,7 artışla 81,7 milyon olurken, dış hat yolcu trafiği %0,5 artışla 111,3 milyon olarak gerçekleşti. Toplam yük trafiği ise %2,4 artışla 4,1 milyon ton seviyesine yükseldi.
- İstanbul Havalimanı Eylül'de 7,9 Milyon Yolcu Ağırladı.** Havalimanı bazında bakıldığında, Eylül ayında büyük havalimanlarında mevsimsellik etkisiyle daralma yaşansa da Antalya haricinde diğer büyük havalimanlarında yıllık bazda büyüme eğiliminin korunduğunu gözlemliyoruz. İstanbul Havalimanı'nın yolcu trafiği yıllık %2,8, Sabiha Gökçen'in %8,5, Ankara Esenboğa'nın %7,9 ve İzmir Adnan Menderes'in %4,4 arttı. Ocak-Eylül döneminde ise özellikle Esenboğa (%8,5) ve İzmir (%7,0) yolcu büyümeleriyle öne çıktı.
- Jet Yakıtı Fiyatlarındaki Yükseliş Karlılık Üzerinde Baskı Oluşturuyor.** Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) verilerine göre, Eylül ayında ortalama jet yakıtı fiyatı %17 artışla 183,2 dolar/varil seviyesinde gerçekleşirken, 16 Ekim haftasında fiyat 192,4 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde jet yakıtı crack spreadi yaklaşık 82,6 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;** küresel havacılık sektörü 2026'da beklentilerin gerisinde kalıyor. IATA verilerine göre küresel yolcu trafiği Ocak-Ağustos döneminde yalnızca %0,4 büyüdü. Bu oran, yıllık %2,1'lik beklentinin oldukça altında. Türkiye ise olumlu ayrışmayı sürdürüyor. Eylül'de yolcu trafiği mevsimsellik nedeniyle Ağustos'a göre gerilese de geçen yılın aynı ayına göre %3,4 arttı. Ocak-Eylül döneminde ise %6,7 büyüyene iç hatların desteğiyle %2,9 arttı. Yılın geri kalanında jet yakıtı fiyatlarını, Orta Doğu'daki kapasite daralmasının transfer trafiğine etkisini, kış sezonunda fiyatlama gücünü ve Kasım'da açıklanacak 3Ç26 sonuçlarını yakından takip edeceğiz. **Bu çerçevede, trafik büyümesinin yanı sıra kapasite disiplininin ve artan yakıt maliyetlerinin fiyatlara yansıtılabilme kabiliyetinin sektör karlılığı açısından belirleyici olacağını düşünüyoruz. Eylül'de Türk Hava Yolları %6,29, Pegasus ise %7,41 değer kaybetti.**



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

	Eyl 26	Eyl 25	y/y (%)	Oca-Eyl 26	Oca-Eyl 25	y/y (%)
Yolcu Sayısı (Toplam)*	25.60	24.76	3.4%	193.16	187.69	2.9%
İç	10.08	9.52	5.9%	81.71	76.58	6.7%
Dış	15.51	15.20	2.0%	111.37	110.79	0.5%
Havalimanları						
İstanbul	7.85	7.64	2.8%	64.50	63.21	2.1%
İstanbul Sabiha Gökçen	4.79	4.42	8.5%	37.95	35.62	6.5%
Antalya**	5.16	5.25	-1.7%	30.88	31.97	-3.4%
Ankara Esenboğa	1.39	1.29	7.9%	11.31	10.42	8.5%
İzmir	1.34	1.28	4.4%	10.27	9.59	7.0%
Kargo (Ton)						
Yük Trafiği (Bagaj+Kargo+Posta)	0.53	0.51	3.6%	4.12	4.03	2.4%

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

- Yıl Sonu Beklentilerinde Aşağı Yönlü Risk...** IATA'nın Haziran ayında yayımladığı ve güncel olan görünüme göre 2026'da sektörün 1,165 trilyon dolar gelir (%9,4 artış), 839 milyar dolar yolcu geliri ve 162 milyar dolar kargo geliri elde etmesi bekleniyor. Aynı görünümde işletme giderlerinin %13 artışla 1,117 trilyon dolara, yakıt faturasının ise 252 milyar dolardan 350 milyar dolara yükselmesi öngörülmüyor. Bu tabloda net karın 2025'teki 45 milyar dolardan 23 milyar dolara, net kar marjının da %4,2'den %2,0'ye gerilemesi bekleniyor. Ancak yılın ilk sekiz ayındaki %0,4'lük kümülatif RPK büyümesi, yıllık %2,1'lik tahminin oldukça altında kalıyor. Eylül ortalaması 192,4 dolar/varil olan jet yakıtı fiyatları da IATA'nın 152 dolar/varillik varsayımının üzerinde seyrediyor. Bu iki unsur birlikte değerlendirildiğinde, IATA'nın Aralık ayında güncelleyeceği görünümde hem talep hem de karlılık tahminlerinde aşağı yönlü revizyon riskinin arttığını düşünüyoruz. Bu süreçte maliyetleri fiyatlara yansıtabilen ve Orta Doğu'daki kapasite daralmasından faydalanan havayollarının görece daha dirençli kalacağını öngörüyoruz.
- Küresel Yolcu Trafiği Yeniden Daralmaya Döndü...** IATA verilerine göre küresel hava yolcu trafiği, Temmuz'daki sınırlı toparlanmanın ardından Ağustos'ta yeniden daralmaya geçti. Küresel ücretli yolcu kilometresi (RPK) yıllık bazda %0,8 gerilerken, arz edilen koltuk kilometre (ASK/AKK) %0,3 arttı. Talebin kapasitenin gerisinde kalması sonucunda yolcu doluluk oranı (PLF) 0,9 puan düşüşle %85,1'e indi. Mevsimsellikten arındırılmış trafik ise Temmuz'a göre yatay seyretti. Orta Doğu havayolları hariç tutulduğunda küresel trafik %0,6 büyüdü. Bu durum, daralmanın genele yayılmaktan çok bölgesel bir şokun etkisiyle oluştuğuna işaret ediyor. Uluslararası trafik %0,9 gerilerken (Orta Doğu hariç %1,3 artış), iç hat trafiği %0,5 daraldı. Ocak-Ağustos döneminde ise küresel RPK yalnızca %0,4, ASK %0,1 arttı ve kümülatif doluluk oranı 0,3 puan artışla %83,6 oldu.
- Orta Doğu'da Toparlanma Kesintiye Uğradı...** Ağustos'taki küresel daralmanın ana kaynağı Orta Doğu havayolları oldu. Küresel RPK'nın %9,5'ini oluşturan bölge havayollarının toplam RPK'sı yıllık %14,6 gerilerken, ASK %9,3 azaldı ve doluluk oranı 4,9 puan düşüşle %78,9'a indi. Uluslararası RPK'daki düşüş Temmuz'daki %9,2'den Ağustos'ta %14,2'ye derinleşti. Orta Doğu-Asya koridorundaki trafik de %11,7 geriledi (Temmuz: -%8,6). Daha uzun vadeli tabloya bakıldığında, IATA'nın 2Ç26 Chartbook çalışmasına göre Orta Doğu havayollarının RPK'sı 2. çeyrekte %30,1 daralmış, bölge havayollarının Türkiye trafiği de %34,8 gerilemişti. İleriye dönük programlar bölgede koltuk kapasitesinin Eylül'de %6,4, Ekim'de %5,7 daralacağını gösteriyor. IATA, Mart-Haziran döneminde çift haneli olan düşüşün tek haneye ineceğini öngörse de bölgedeki toparlanmanın beklenenden yavaş ilerlediği görülüyor. Buna karşın Avrupa-Asya koridorundaki trafik Ağustos'ta yıllık %12,2 artarak üst üste üçüncü ayında da çift haneli büyüme kaydetti.
- Kapasite Beklentileri Aşağı Yönlü Revize Edildi...** Mevcut programlara göre küresel koltuk kapasitesinin Eylül'de %1,6, Ekim'de %2,0 büyümesi bekleniyor. Bir önceki raporda Eylül için %2,9 olan büyüme beklentisinin %1,6'ya gerilemesi, havayollarının yılın son çeyreğinde kapasite planlamasında daha temkinli bir tutuma geçtiğini gösteriyor. IATA bu tabloyu "temkinli iyimserlik" olarak nitelendiriyor. Öte yandan 2Ç26 Chartbook'ta 3. çeyrek için küresel koltuk kapasitesinde %3,1, Avrupa'da ise %4,7 artış öngörülmüştü. Ancak küresel ASK artışı Temmuz ve Ağustos'ta %0,3'te, Avrupa havayollarında ise Ağustos'ta %1,4'te kaldı. Beklentilerin altında kalan veriler, talep ile kapasitenin birlikte yavaşladığı bir döneme işaret ediyor.
- Hava Kargoda Talep Kapasiteyi Geride Bıraktı...** Küresel hava kargo talebi (CTK) Ağustos'ta yıllık bazda %4,4 artarken, kapasite (ACTK) %0,1 geriledi. Bunun sonucunda kargo doluluk oranı (CLF) 2,0 puan artışla %46,0'a yükseldi. Uluslararası CTK %5,3 artarken Avrupa havayollarında büyüme %4,3 oldu. Avrupa-Asya kargo hattındaki büyüme ise %3,1 ile Temmuz'la aynı seviyede kaldı. Bu hatın 11 ay boyunca çift haneli büyüdüğü düşünüldüğünde belirgin bir yavaşlama söz konusu. IATA bu yavaşlamanın AB'nin 1 Temmuz 2026'da 150 euroluk gümrük muafiyetini kaldırmasıyla eş zamanlı gerçekleştiğine dikkat çekiyor. Orta Doğu bağlantılı hatlarda ise daralma sürüyor. Avrupa-Orta Doğu kargo trafiği %15,1, Orta Doğu-Asya kargo trafiği %14,6 geriledi. Aynı dönemde jet yakıtı ortalama fiyatı yıllık %79,2 artışla 157,0 dolar/varil seviyesinde gerçekleşti. Kargo getirileri (yield) ise aylık %1,3, yıllık %24,9 arttı. Bu artış, yükselen yakıt maliyetlerinin kargo tarafında fiyatlara büyük ölçüde yansıtılabildiğini gösteriyor.

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%

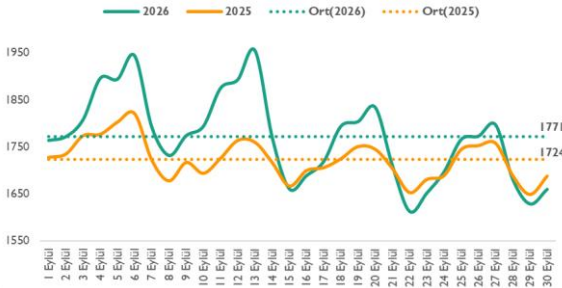
Kaynak: IATA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



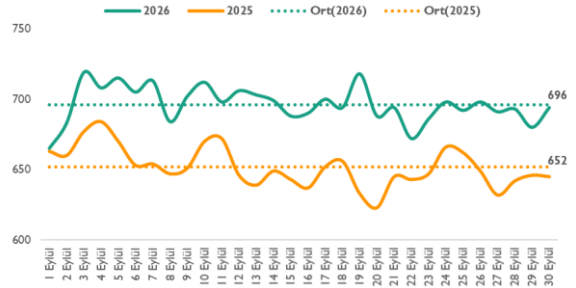
Küresel Havacılık Görünümü - Eurocontrol

- Avrupa'da Trafik Mevsimsel Olarak Geriledi, Yıllık Büyüme Sürüyor...** Avrupa hava sahası ağındaki günlük ortalama uçuş sayısı Ocak'taki 24.665 seviyesinden Temmuz'da 36.409 ile yılın zirvesine ulaştı. Ağustos'ta 36.309 olan günlük ortalama, yaz sezonunun sona ermesiyle Eylül'de 35.679'a geriledi. Mevsimsel düşüşe rağmen Eylül trafiği yıllık bazda %2,5 arttı ve ay genelinde Avrupa'da toplam 1.070.365 uçuş gerçekleşti. Böylece trafik, Nisan'daki %1,2'lik düşüş dışında yıl boyunca her ay büyüdü. Yılbaşından Eylül sonuna kadar Avrupa trafiği 2025'in %1,7 üzerinde seyretti. Temmuz-Eylül döneminde ise günlük ortalama uçuş sayısı yaklaşık 36.137 oldu, bu da geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %2,7'lik bir artışa karşılık geliyor. Operasyonel tarafta Eylül'de varışlarda dakiklik oranı %75,9, kalkışlarda %70,9 oldu ve ATFM gecikmesi yıllık bazda %31 azaldı.
- İstanbul Havalimanı Eylül Ayında da Avrupa'nın Zirvesinde...** Eurocontrol'ün Eylül 2026 Ağ Operasyonları Raporu'na göre İstanbul Havalimanı, günlük ortalama 1.614 uçuşla Avrupa'nın en yoğun havalimanı olmayı sürdürdü. İstanbul'u Amsterdam Schiphol (1.414), Paris-Charles de Gaulle (1.395) ve Frankfurt (1.352) izledi. Sabiha Gökçen ise Madrid ile birlikte %8,4'lük artışla en yoğun 20 havalimanı arasında en hızlı büyüyen havalimanı oldu. Buna karşın Amsterdam ve Frankfurt'un da aralarında bulunduğu ilk 20'deki sekiz havalimanında trafik geçen yılın altında kaldı. Sezonun sonuna girilen Antalya da bu havalimanları arasında yer aldı. Havayolu tarafında ise Türk Hava Yolları, Eylül'de günlük ortalama 1.771 uçuşla Ryanair (3.762) ve easyJet'in (1.860) ardından Avrupa'nın en yoğun üçüncü havayolu grubu oldu.
- Avrupa'da Uçuş Trafiği Yıllık Bazda Artışını Sürdürüyor...** Eurocontrol verilerine göre 14 - 20 Eylül tarihleri arasında Avrupa genelinde günlük ortalama uçuş sayısı geçen yıla benzer seviyede 33,152 seviyesinde gerçekleşti. 2019 yılının aynı dönemine kıyasla %4 artış kaydedilirken, yaz sezonunun sona ermesiyle bir önceki yedi günlük döneme göre %1'lik mevsimsel bir düşüş yaşandı. Türkiye ise, son yedi günde günlük ortalama 3,774 uçuş ile geçen yıla göre %1'lik daralma kaydetti ve Avrupa'nın en yoğun 6'ncı ülkesi oldu.
- Türk Hava Yolları Avrupa'nın En Yoğun İlk Üç Havayolu Grubu Arasında...** Türk Hava Yolları son yedi günlük dönemde günlük ortalama 1,673 uçuş ile Ryanair ve easyJet'in ardından Avrupa'nın en yoğun üçüncü havayolu grubu oldu. Pegasus ise aynı dönemde günlük ortalama 654 uçuş ile Avrupa'nın en yoğun ilk 10 havayolu arasında yer aldı. Eylül ayı geneline baktığımızda da Türk Hava Yolları günlük ortalama 1.772 uçuş ile Ryanair (3.762 uçuş) ve easyJet'in (1.860 uçuş) ardından üçüncü sırada yer aldı.
- İstanbul Havalimanı Zirvedeki Yerini Koruyor...** Havalimanı tarafında İstanbul Havalimanı, son yedi günlük dönemde günlük ortalama 1,517 uçuşla Amsterdam (1,424) ve Paris-Charles de Gaulle Havalimanının (1,376) önünde Avrupa'nın en yoğun havalimanı konumunu korudu. Sabiha Gökçen Havalimanı'nda uçuş sayısı 810 olarak gerçekleşirken, Antalya'da günlük ortalama 894 uçuş gerçekleştirildi.

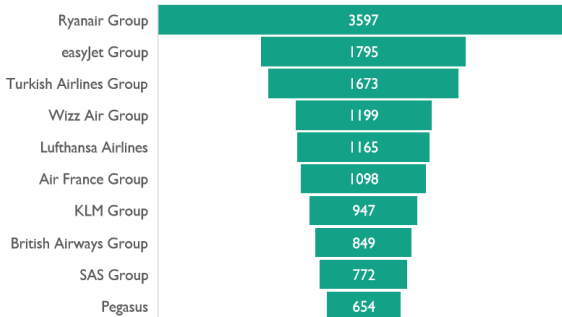
Grafik 1: THYAO Günlük Uçuş Sayısı



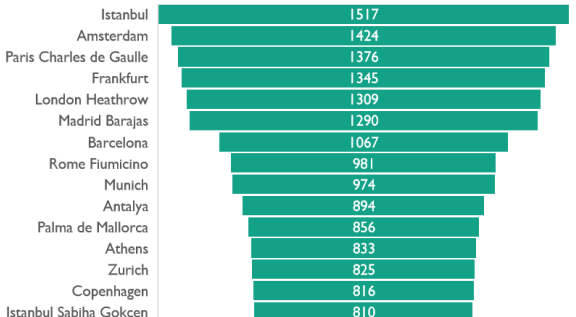
Grafik 2: PGSUS Günlük Uçuş Sayısı



Grafik 3: Avrupa Havayolları Sıralama



Grafik 4: Avrupa Havalimanı Sıralama



Türk Hava Yolları Trafik Sonuçları - Eylül

- Yolcu Trafikinde Büyüme Sürüyor...** Şirket, Eylül ayında yıllık bazda %3,6 artışla 9,0 milyon yolcu taşıdı. Yurt içi yolcu sayısı %1,5 artışla 3,1 milyon seviyesinde gerçekleşirken, yurt dışı yolcu sayısı ise %4,8 artışla 5,9 milyon seviyesine yükseldi. Bölgesel kırılda Uzak Doğu %17,8 artışla pozitif ayrışırken, en sert düşüş %8,3 ile Orta Doğu'da kaydedildi. Eylül ayında arz edilen koltuk kilometre (AKK) yurt içinde yatay seyrederken, yurt dışında %2,8 ve toplamda %2,5 artışla 24,6 milyar AKK seviyesine yükseldi. Bu gelişmelerle birlikte yolcu doluluk oranı yurt içinde 0,9 puan artışla %88,2, yurt dışında ise 2,3 puan artışla %86,6 olurken, toplam doluluk oranı yıllık bazda 2,2 puan artışla %86,8 olarak gerçekleşti. Kapasite artışlarında %18,7 artışla Uzak Doğu öne çıkarken, Orta Doğu'da %17,1 ve Amerika'da ise %6,8 ile daralma gözlemlendi. Amerika'da kapasite daralmasına karşın doluluk oranının 5,5 puan artışla %90,3'e yükselmesi dikkat çekiyor.
- Kargo Tarafında Güçlü Görünüm Sürüyor...** Kargo tarafında ise Eylül ayında taşınan hacim %13,0 artışla 205,7 bin ton oldu. Yurt dışı kargo hacmi %13,4 artışla 200,3 bin tona ulaşırken, yurt içi kargo hacmi ise %0,1 gerileyerek 5,4 bin ton seviyesinde yatay seyretti. Uçak sayısı ise yıllık bazda %12,1 artışla 567 adede ulaştı; uçulan nokta sayısı da %0,8 artışla 358'e yükseldi. Konma sayısı (yolcu seferleri) toplamda %1,7 artışla 53.074 seviyesine çıktı.
- Yılbaşından Bu Yana Büyüme Devam Ediyor...** Yılbaşından bu yana ilk dokuz aylık kümülatif verilere bakıldığında, şirket 73,0 milyon yolcu taşıyarak yıllık bazda %5,2 büyüme kaydetti. Toplam AKK %4,4 artışla 212,2 milyar seviyesine ulaşırken, kümülatif doluluk oranı 2,0 puan artışla %85,0'e yükseldi. Bölgesel bazda Uzak Doğu %18,9 ile en güçlü yolcu büyümesini gösterirken, Orta Doğu'da ise %15,7 gerileme dikkat çekti. Kümülatif kargo+posta hacmi ise %10,6 artışla 1.756,8 bin tona ulaştı.
- Özetle;** Açıklanan trafik verilerine baktığımızda, uçak sayısında yıllık bazda yaşanan %12,1'lik yükseliş ve kargo hacmindeki %13'lük artış göze çarpıyor. Kapasite artışının %2,5 ile sınırlı kalmasına karşın doluluk oranında 2,2 puanlık iyileşme yaşanmasını olumlu bir sinyal olarak değerlendiriyoruz. Bölgesel kırılda baktığımızda ise, Orta Doğu'daki kapasite daralmasının devam eden jeopolitik risklerden, Uzak Doğu'daki güçlü artışın ise şirketin bölgesel kapasite kullanım stratejisinden kaynaklandığını değerlendirirken, yolcu büyümesindeki yavaşlamaya rağmen trafik verisini sınırlı pozitif olarak yorumluyoruz. **Şirket hisseleri 2026 yıl sonu tahminlerimize göre 5,1x F/K ve 6,4x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

Tablo 2: Türk Hava Yolları Trafik Verileri

Toplam	Eyl.26	Eyl.25	y/y	Ağu.26	a/a	9A26	9A25	y/y
Konma Sayısı (bin)	53.1	52.2	1.7%	57.7	-8.0%	440.5	427.4	3.1%
Yurt İçi	20.0	20.0	0.0%	22.26	-10.2%	164.1	160.6	2.2%
Yurt Dışı	33.1	32.2	2.8%	35.45	-6.7%	276.4	266.8	3.6%
Arzedilen Koltuk Km (milyar)	24.6	24.0	2.5%	26.5	-7.1%	212.2	203.3	4.4%
Yurt İçi	2.3	2.3	0.0%	2.57	-9.5%	19.5	19.1	2.4%
Yurt Dışı	22.3	21.7	2.8%	23.89	-6.8%	192.7	184.3	4.6%
*Ücretli Yolcu Km (milyar)	21.3	20.3	5.2%	23.3	-8.3%	180.4	168.6	7.0%
Yurt İçi	2.0	2.0	0.9%	2.34	-12.6%	16.9	16.4	3.0%
Yurt Dışı	19.3	18.3	5.7%	20.94	-7.8%	163.4	152.2	7.4%
Yolcu Doluluk Oranı (%)	86.8%	84.6%	2.2bps	88.0%	-1.2bps	85.0%	82.9%	2.1bps
Yurt İçi	88.2%	87.4%	0.8bps	91.3%	-3.0bps	86.7%	86.2%	0.5bps
Yurt Dışı	86.6%	84.3%	2.4bps	87.6%	-1.0bps	84.8%	82.6%	2.2bps
Yolcu Sayısı (milyon)	9.0	8.7	3.6%	10.0	-10.1%	73.0	69.4	5.2%
Yurt İçi	3.1	3.1	1.5%	3.59	-13.2%	25.3	24.3	3.9%
Yurt Dışı	5.9	5.6	4.8%	6.41	-8.4%	47.7	45.1	5.9%
Kargo + Posta (bin ton)	205.7	182.1	13.0%	202.1	1.8%	1,756.8	1,587.8	10.6%
Yurt İçi	5.4	5.4	-0.1%	5.50	-2.2%	45.6	46.4	-1.8%
Yurt Dışı	200.3	176.7	13.4%	196.57	1.9%	1,711.2	1,541.4	11.0%

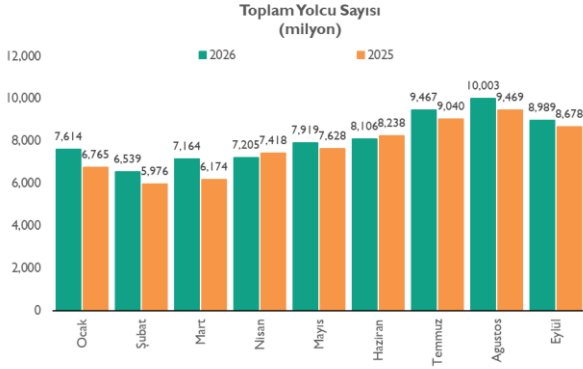
Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

*ÜYK tahmini hesaplanmıştır.

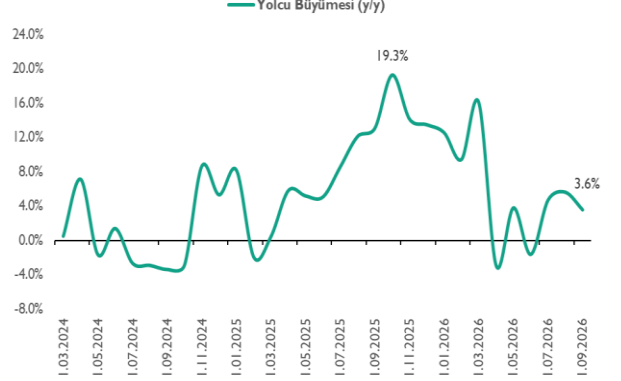


Grafikler

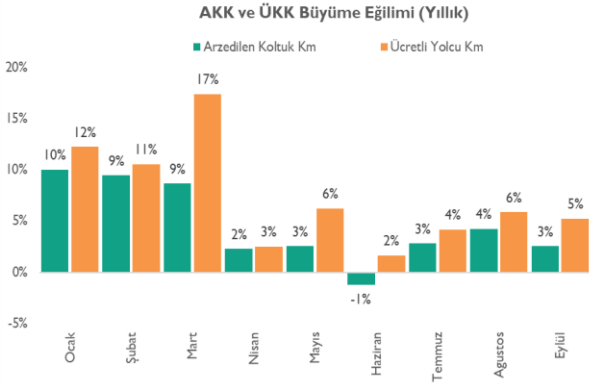
Grafik 5: Yolcu Sayısı (mn)



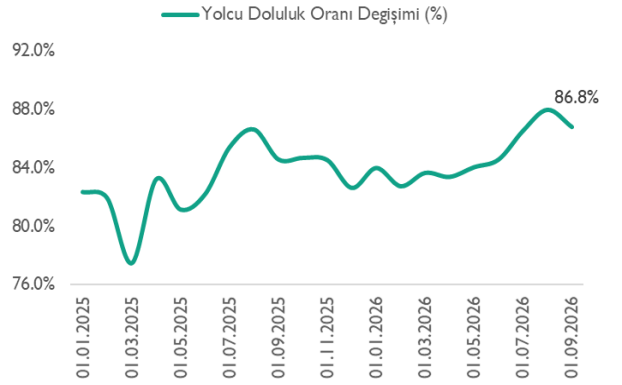
Grafik 6: Yolcu Büyümesi (%)



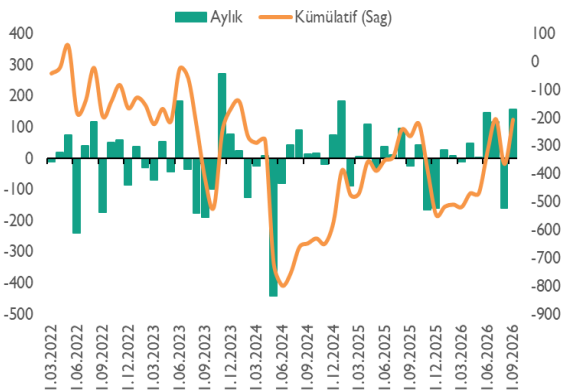
Grafik 7: AKK ve ÜKK Büyümesi (%)



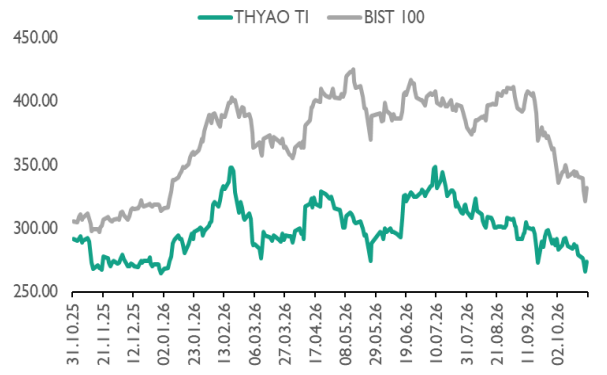
Grafik 8: Yolcu Doluluk Oranı (%)



Grafik 9: Yabancı İşlemleri (mn\$)



Grafik 10: Karşılaştırmalı Performans



Türk Hava Yolları Piyasa Çarpanları

Türk Hava Yolları'nı küresel ölçekteki havacılık sektörü hisseleriyle karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 6,4x FD/FAVÖK ve 5,1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar, küresel benzerlerine göre sırasıyla %13 ve %59 iskontoya işaret etmektedir.

Tablo 3: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		26T	27T	26T	27T
ABD		10.7	6.3	13.4	10.2
American Airlines	8,016	13.3	7.0		10.0
United Airlines	31,741	7.4	5.6	12.5	7.6
Delta Air Lines	50,436	8.1	6.3	14.2	10.3
Alaska Air Group	3,835	21.2	6.2		12.3
Avrupa		3.4	3.1	8.0	5.8
Deutsche Lufthansa AG	9,808	3.4	3.1	8.0	5.8
Air France-KLM	3,088	2.8	2.6	3.8	2.8
Flughafen Wien AG	6,055	9.1	7.6	16.3	13.5
Asya		4.6	4.3	14.0	18.5
China Airlines Ltd	3,841	3.8	3.0	10.0	8.9
Singapore Airlines LTD	16,061	5.5	5.6	18.0	28.0
Genel Medyan		7.4	5.6	12.5	10.0
Türk Hava Yolları	7,615	6.4	5.4	5.1	3.9
Prim/iskonto		-13%	-4%	-59%	-61%

Kaynak: Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

THY tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.

Grafik 11: THYAO Tarihsel F/K



Grafik 12: THYAO Tarihsel FD/ FAVÖK



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



Pegasus Trafik Sonuçları - Eylül

- **Misafir Büyümesi Hızlandı, Doluluk Kaybı Sınırlı Kaldı...** Pegasus, Eylül ayında yıllık bazda %7 artışla 4,27 milyon misafir taşıdı. Aynı dönemde iç hat misafir sayısı %15 artışla 1,60 milyon seviyesine yükselirken, dış hat ise %2 artışla 2,67 milyon seviyesine ulaştı. Eylül ayında arz edilen koltuk kilometre (AKK) %5 artışla 7.631 milyon km seviyesine yükseldi. Kapasitedeki bu artış iç hatlarda %14, dış hatlarda ise %3 olarak gerçekleşti. Koltuk sayısındaki %7'lik artışın misafir büyümesiyle büyük ölçüde paralel seyretmesi sayesinde doluluk oranı yıllık bazda yalnızca 0,4 puan geriledi ve toplam doluluk oranı %88,3 oldu. İç hat doluluk oranı 1,4 puan artışla %94,0'a yükselirken, dış hat doluluk oranı 1,5 puan düşüşle %85,2'ye geriledi. Konma başına misafir sayısı ise toplamda yatay seyrederken 187 seviyesinde gerçekleşti. Ağustos ayında 1,4 puan olan doluluk kaybının Eylül'de 0,4 puana inmesi, kapasite ile talep arasındaki makasın daraldığına işaret ediyor.
- **Kümülatif Büyümede İç Hatlar Belirleyici Olmaya Devam Ediyor...** Yılbaşından bu yana (Ocak-Eylül) kümülatif verilere bakıldığında şirket, 33,43 milyon misafir taşıyarak yıllık bazda %5 büyüme kaydetti. Kümülatif AKK %4 artışla 60.403 milyon km'ye ulaşırken, kümülatif doluluk oranı 1,4 puan gerileyerek %86,0 seviyesinde gerçekleşti. İç hatlarda kümülatif misafir sayısı %13 artış gösterirken, dış hatlarda misafir sayısı yatay seyretti. Bu ayrışma, şirketin büyümesinin ağırlıklı olarak iç hat talebinden desteklendiğini teyit ediyor.
- **Karbon Emisyonlarında İyileşme Dikkat Çekiyor...** Karbon emisyonu tarafında ise Eylül ayında CO2 gram/RPK değeri yıllık bazda 56,4'ten 55,7'ye gerileyerek iyileşme kaydederken, kümülatif bazda da değer 57,1 ile geçen yılın seviyesine yakın seyretti.
- **Özetle;** misafir sayısındaki %7'lik artışın koltuk büyümesine paralel gerçekleşmesi ve doluluk oranındaki daralmanın 0,4 puanla sınırlı kalması, Ağustos'a kıyasla daha olumlu bir tablo ortaya koyuyor. Öte yandan iç hatlarda güçlü doluluk artışı sürerken, dış hat doluluk oranındaki 1,5 puanlık gerilemeyi ve dış hat misafir büyümesinin %2'de kalmasını izlenmesi gereken zayıf noktalar olarak değerlendiriyoruz. **Şirket hisseleri 2026 yıl sonu tahminlerimize 9,1x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

Tablo 4: Pegasus Trafik Verileri

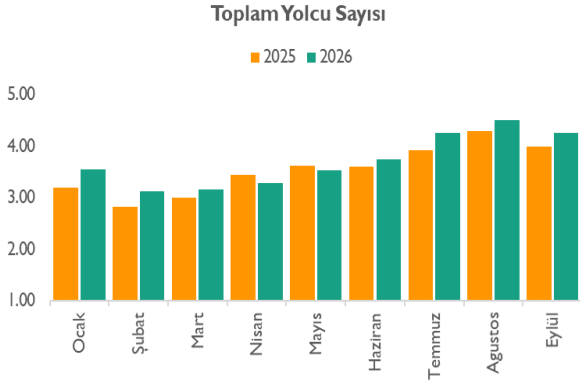
Toplam	Eyl 26	Eyl 25	y/y	Ağu 26	a/a	9A26	9A25	y/y
Konma Sayısı (bin)	22.8	21.3	7%	23.8	-4%	183.8	173.6	6%
Yurt İçi	8.0	6.9	16%	8.1	0%	68.2	58.3	17%
Yurt Dışı	14.8	14.4	3%	15.7	-6%	115.7	115.2	0%
Arzedilen Koltuk Km (milyar)	7.6	7.5	2%	8.1	-6%	60.4	58.1	4%
Yurt İçi	1.3	1.2	14%	1.3	0%	11.3	9.5	19%
Yurt Dışı	6.3	6.3	0%	6.8	-7%	49.1	48.7	1%
Misafir Sayısı	4.3	4.0	7%	4.5	-5%	33.4	32.0	5%
Yurt İçi	1.6	1.4	15%	1.6	-1%	13.0	11.5	13%
Yurt Dışı	2.7	2.6	2%	2.9	-8%	20.4	20.5	0%
Koltuk Sayısı	4.8	4.5	7%	5.0	-4%	38.9	36.6	6%
Yurt İçi	1.7	1.5	13%	1.7	0%	14.5	12.5	16%
Yurt Dışı	3.1	3.0	4%	3.3	-6%	24.4	24.1	1%
Doluluk Oranı	88.2%	88.5%	-0.3bps	89.5%	-1.3bps	86.0%	87.4%	-1.4bps
Yurt İçi	93.6%	92.1%	1.5bps	94.2%	-0.6bps	89.6%	91.8%	-2.3bps
Yurt Dışı	85.3%	86.7%	-1.4bps	87.1%	-1.8bps	83.8%	85.1%	-1.3bps
Konma Başına Misafir Sayısı	187.4	187.8	0%	189.6	-1%	181.8	184.1	-1%
Yurt İçi	199.2	200.8	-1%	199.7	0%	190.2	196.6	-3%
Yurt Dışı	180.9	181.5	0%	184.4	-2%	176.8	177.8	-1%

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

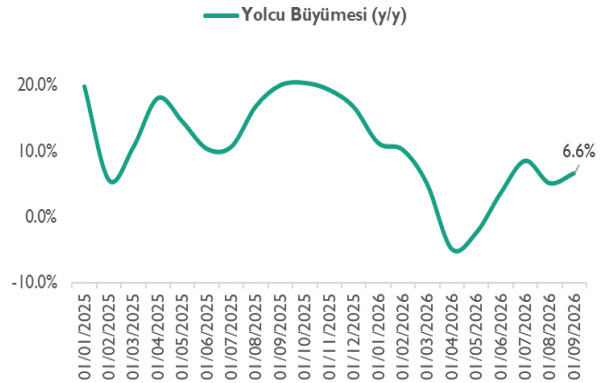


Grafikler

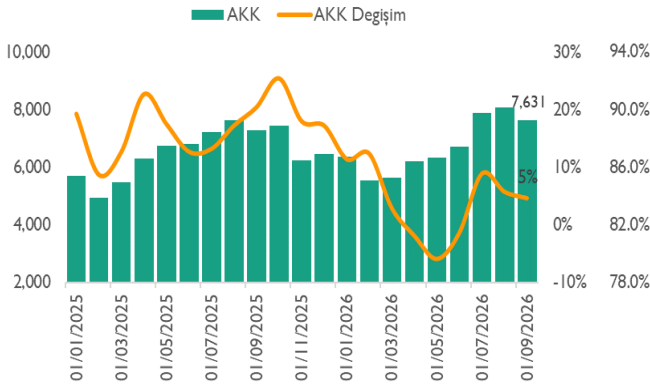
Grafik 13: Yolcu Sayısı (mn)



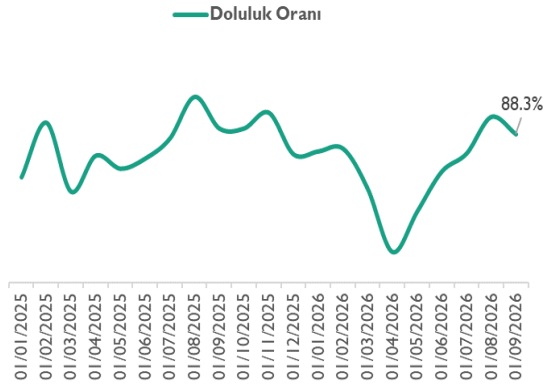
Grafik 14: Yolcu Büyümesi (%)



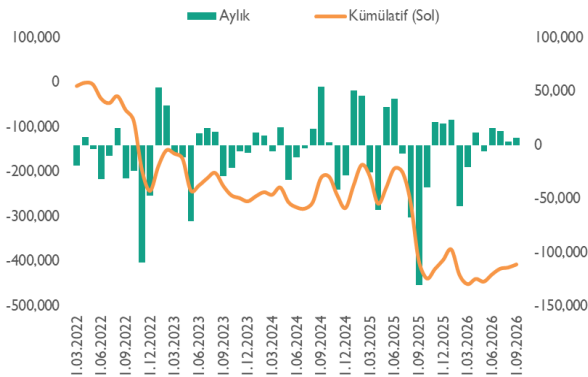
Grafik 15: AKK ve ÜKK Büyümesi (%)



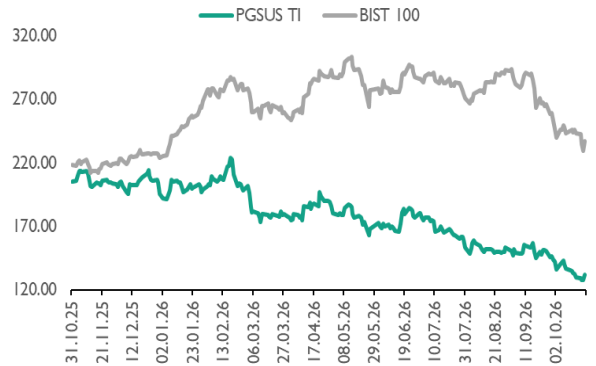
Grafik 16: Yolcu Doluluk Oranı (%)



Grafik 17: Yabancı İşlemleri (mn\$)



Grafik 18: Karşılaştırmalı Performans



Pegasus Piyasa Çarpanları

Pegasus'u küresel ölçekteki havacılık sektörü hisseleriyle karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 9,1x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Bu çarpan, küresel benzerlerine göre %56 prime işaret etmektedir.

Tablo 5: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon EUR	FD/FAVÖK		F/K	
		26T	27T	26T	27T
ABD		36.9	8.5	13.9	9.4
Southwest Airlines	17,271	6.7	5.1	13.9	9.4
Jetblue Airways	978	67.0	11.8		
Avrupa		5.5	6.0	31.4	18.9
Ryanair Holdings	24,187	5.8	6.3	11.1	14.1
EasyJet PLC	6,147	5.5	4.9	51.7	23.7
Wizz Air	1,219	5.3	6.0		
Asya		9.1	6.6	15.6	12.0
Eva Airways Corp	6,240	3.5	2.7	10.4	9.0
Air Arabia	5,374	14.8	10.4	20.7	15.1
Genel Medyan		5.8	6.0	15.9	14.1
Pegasus Hava Taşımacılığı	1,186	9.1	7.1		

Prim/İskonto

56%

18%

Kaynak: Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Pegasus tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.

Grafik 19: PGSUS Tarihsel F/K*



Grafik 20: PGSUS Tarihsel FD/ FAVÖK



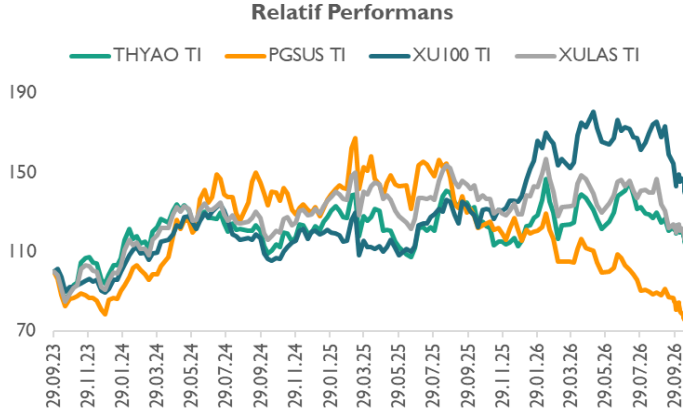
Kaynak: PGSUS, Rasyonet, Bloomberg, IATA, Eurocontrol, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

* Net zarar pozisyonu nedeniyle F/K hesaplanmamaktadır.

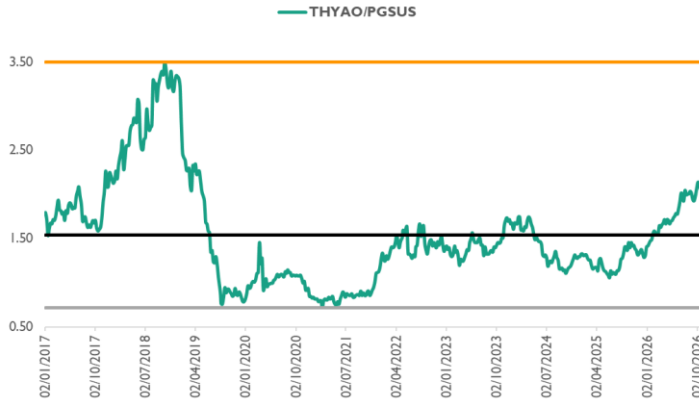


Performans Karşılaştırma

Grafik 21: THYAO, PGSUS, XU100 ve XULAS Relatif Görünüm



Grafik 22: THYAO / PGSUS Çarpanı



Grafik 23: PGSUS / THYAO Çarpanı



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

Ekim Gelişmeleri

Havacılık Sektör Haberleri

- Avrupa'da uçak biletlerine %10–20 zam beklentisi. ([Euronews](#))
- ABD Federal Havacılık İdaresi Boeing'in 737 MAX 10 modeline sertifikasyon onayı verdi. ([AA](#))
- Airbus A350 üretim kapasitesini artırıyor. ([Airwaypost](#))
- Airbus, Ocak-Eylül döneminde yıllık %8 artışla 547 uçak teslim etti. ([Aeronews](#))
- Boeing, 3Ç26'da 161, yılın ilk dokuz ayında 475 ticari uçak teslim etti. ([Aeronews](#))

Türk Hava Yolları Haberleri

- THY ile CFM International arasında motor anlaşması imzalandı. ([BloombergHT](#))
- THY Genel Müdürü Olmuştur: Boeing ile motor müzakereleri sürüyor. ([BloombergHT](#))

Pegasus Haberleri

- Pegasus, Czech Airlines ve Smartwings satın alımını tamamladı. ([Pegasus](#))
- Pegasus, yapay zeka destekli müşteri deneyimi için Zingly.ai'ye yatırım yaptı. ([Euronews](#))



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
YÖNETMEN
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

