

## Türk Havacılık Sektörü

# Hasar Tespiti: Sektör yoğun sezona az hasarla giriyor

- İran savaşı sırasında havacılık sektörünün performansı, jet yakıtı şokunun etkisinin azalmasıyla birlikte, başlangıçta korkulandan daha iyi görünüyor:** Şubat ayı sonunda başlayan İran savaşı kaynaklı sorunların ardından, Türk havacılık sektörü yüksek sezona beklenenden daha güçlü bir talep ve maliyet görünümüyle giriyor. Jet yakıtı fiyatları, savaş öncesindeki yaklaşık ton başına 800 ABD doları seviyesinden 1.800 ABD dolarına kadar yükselerek 2Ç'de sektör genelinde ciddi maliyet baskısı yarattı. Ancak fiyatlar daha sonra hızlı bir şekilde normaleşerek ton başına yaklaşık 920 ABD dolarına gerilemiş, başlangıçta öngörülenden daha güçlü bir düşüş kaydederek sektör için anlamlı bir destek unsuru oluşturdu. Türk hava yolu şirketleri ayrıca bazı Avrupalı rakiplerinin karşılaştığı yakıt tedarik sorunları yaşamadı. Operasyonel açıdan en zorlu dönem, Orta Doğu uçuşlarının askıya alındığı Mart ve Nisan ayları oldu. Normalleşme süreci Mayıs ayında başladı ve ateşkes anlaşmasının ardından Haziran ayında operasyonlar büyük ölçüde olağan seyrine döndü. Hat ağındaki aksaklıklara, yükselen yakıt fiyatlarına ve geçici kapasite kısıntılarına rağmen talep güçlü kalmış, bu da hava yolu şirketlerinin maliyet baskısının önemli bir bölümünü bilet fiyatlarına yansıtabilmesine olanak tanımıştır. Genel olarak, son veriler yoğun sezona girilirken beklentilere göre daha olumlu bir görünüme işaret etmekte.
- Bu raporla birlikte tahminlerimizi ve hedef fiyatlarımızı güncellerken, tavsiyelerimizi koruyoruz. Sektörün yaz sezonuna başlangıçta öngörülenden daha güçlü bir görünümle girdiği anlaşılmakta.**
- Türk Hava Yolları – Tut, HF TL407:** THY, görece düşük yakıt hedge oranına rağmen savaş dönemini beklentilerden daha iyi yönetmiş görünmekte. Bu performansı destekleyen çeşitli unsurlar öne çıkıyor. Kargo segmenti, tedarik zincirindeki aksaklıklar ve daralan kapasite arzından faydalanarak güçlü katkı sağladı. Daha da önemlisi, bölgesel aksaklıklardan kaynaklanan operasyonel zorluklarla karşılaşan Körfez taşıyıcıları nedeniyle THY, Asya hatlarında daha yüksek doluluk oranları ve kârlılık elde etti. Güçlü talep görünümü ayrıca şirketin artan yakıt maliyetlerini görece kolay bir şekilde bilet fiyatlarına yansıtmasına olanak tanıyarak yakıt fiyat şokunun marjlar üzerindeki baskısını sınırladı. İleriye dönük olarak, jet yakıtı fiyatlarındaki sert gerilemenin yoğun sezon kârlılığını desteklemesi beklenmekte; zira yüksek yakıt maliyetleri döneminde daha yüksek fiyatlardan satılan biletlerin, yakıt fiyatlarının normalleşmesiyle birlikte daha güçlü marjlar yaratması muhtemeldir. Hedef fiyatımızı hisse başına TL391'den TL407'ye yükseltiyoruz. Bununla birlikte, hissenin görece güçlü performansı ve Körfez hava yolu şirketlerinin kapasitelerini savaş öncesi seviyelere doğru yeniden artırmaya başlamasıyla Asya hatlarındaki olumlu etkinin kademeli olarak azalacak olması nedeniyle "Tut" tavsiyemizi koruyoruz.
- Pegasus – AI, HF TL240:** Daha yüksek yakıt hedge oranına rağmen Pegasus'un performansı Türk Hava Yolları'nın gerisinde kalmış görünüyor. Pegasus, bölgesel sorunlar döneminde Türk Hava Yolları gibi kapasitesini daha karlı rotalara yönlendirmesini sağlayan ölçek ve ağ çeşitliliğine sahip değil. Ayrıca Türk Hava Yolları'nın aksine Pegasus'un kargo operasyonları veya uzun mesafe uçuşlara maruziyeti bulunmuyor. Bu durum, Körfez havayolu şirketlerinin yaşadığı operasyonel zorlukların yarattığı fırsatlardan faydalanma kabiliyetini sınırladı. Bu doğrultuda, hisse için hedef fiyatımızı TL354/hisseden TL240/hisseye revize ediyoruz. Ancak, hisse fiyatının halihazırda zayıf performans göstermiş olması ve belirsizlikler azaldığında Pegasus'un sektöre öncülük eden maliyet yönetimi ve güçlü faaliyet kabiliyeti sayesinde hızlı bir toparlanma kaydedebileceğini düşünmemiz nedeniyle AL tavsiyemizi koruyoruz.
- TAV Havalimanları – AI, HF TL470:** Orta Doğu uçuşlarının askıya alınması, kapasite kısıntıları, yükselen bilet fiyatları ve TL'nin reel olarak değer kazanması trafik hacimlerini baskılamış olup, 2026 yılı yolcu trafiğinin çatışma öncesi öngörülen seviyelerin altında kalabileceğine işaret etmekte. Bununla birlikte, TAV açısından yıl başında ilan edilen gelir ve FAVÖK hedefleri hâlen ulaşılabilir görünmekte. Kazakistan'da daha önce üzerinde mutabakata varılan ve 2026'da yürürlüğe girecek ücret artışlarının, jet yakıtı satışları zayıf kalmaya devam etse dahi FAVÖK'ü desteklemesi beklenirken, İsrail uçuşlarının yeniden başlaması Gürcistan operasyonlarındaki aşağı yönlü riskleri sınırlayacaktır. Aksaklıkların yaşandığı bir yılda, TAV'ın savaş öncesinde açıkladığı gelir ve FAVÖK hedefleriyle genel olarak uyumlu bir performans sergilemeye devam etmesini olumlu değerlendirmekteyiz. Bu raporla birlikte hedef fiyatımızı hisse başına TL503'den TL470'ye revize ederken, "AI" tavsiyemizi koruyoruz.

	Tavsiye	Hedef Değer (TL)			Getiri Pot. (%)
		Eski	Yeni	(%)	
Türk Hava Yolları	Tut	391	407	4%	24%
Pegasus	AI	354	240	-32%	33%
TAV Havalimanları	AI	503	470	-7%	65%

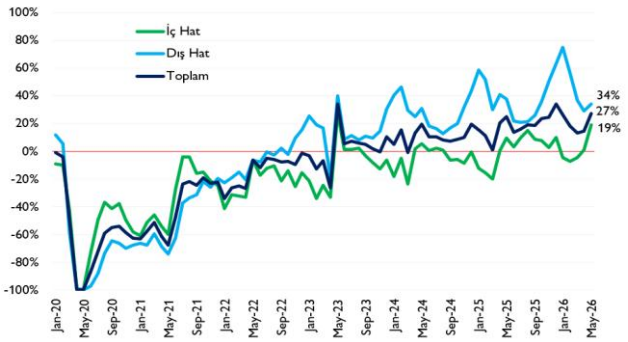
	F/K		FD/FAVÖK		Temettü verimi
	26B	27B	26B	27B	
Türk Hava Yolları	5.0	4.6	4.4	3.9	0.8%
Pegasus	a.d.	6.8	8.4	5.4	0.0%
TAV Havalimanları	16.8	12.1	6.2	6.0	3.0%

Kaynak: Ünlü & Co tahminleri, Rasyonel

**Araştırma Analisti**  
**Erol Danış, PhD, CFA**  
[erol.danis@unluco.com](mailto:erol.danis@unluco.com)

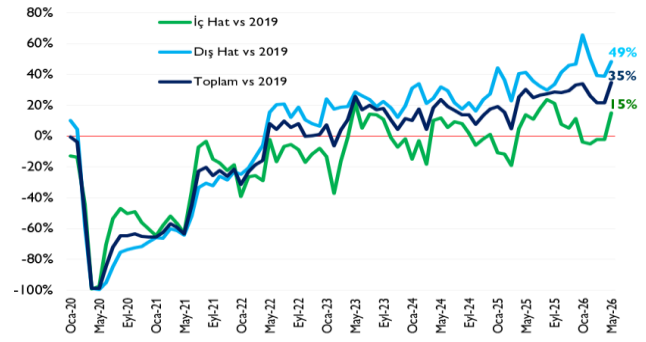
# Grafik ve Veriler

**Tablo 1: Tüm Türkiye Havalimanları Yolcu Trafığı (2019'a göre %)**



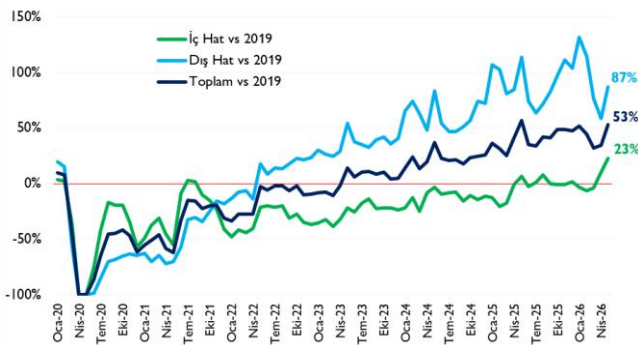
Kaynak: DHMI, Ünlü & Co

**Tablo 2: THY Yolcu Trafığı (2019'a göre %)**



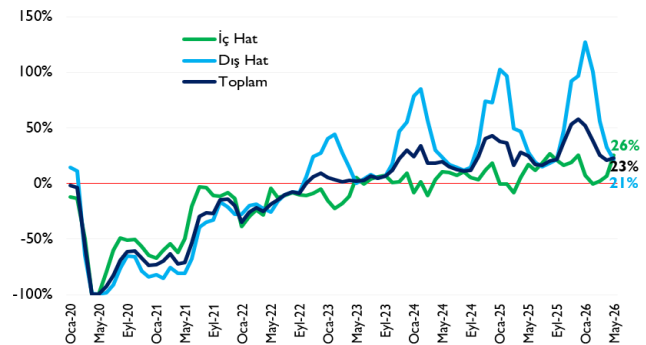
Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co

**Tablo 3: Pegasus Yolcu Trafığı (2019'a göre %)**



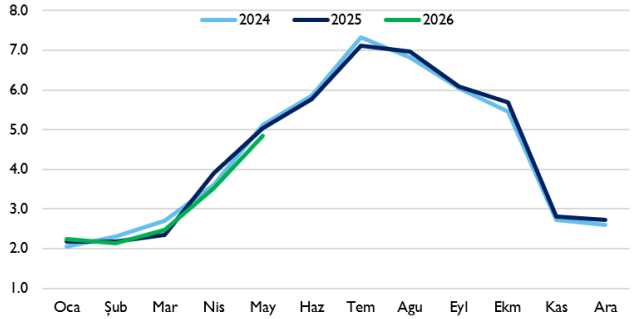
Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co

**Tablo 4: TAV Havalimanları Yolcu Trafığı (2019'a göre %)**



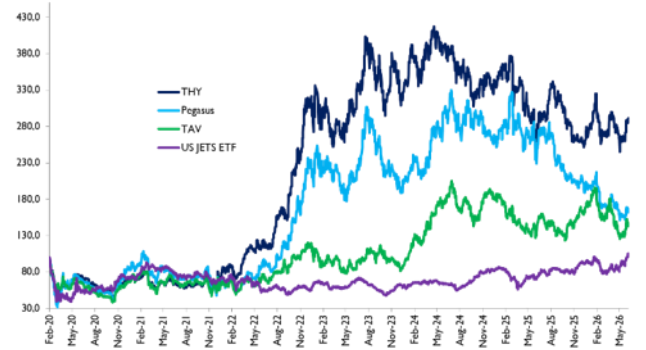
Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co

**Tablo 5: Türkiye Aylık Turist Sayısı (mio)**



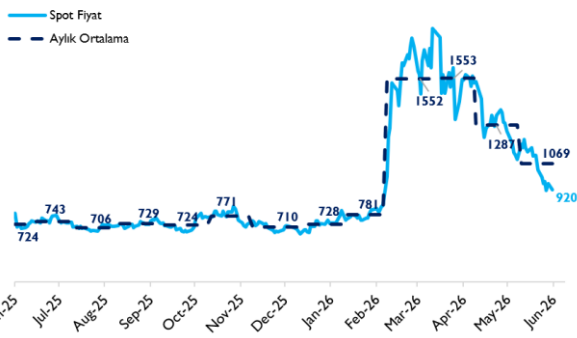
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, Ünlü & Co

**Tablo 6: Hisse Performansı (\$): THY, PGS, TAV, ve JETs ETF**



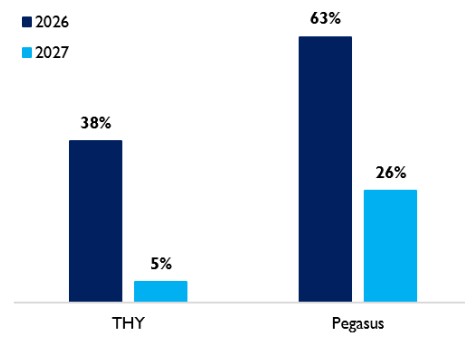
Kaynak: Şirket Bloomberg, Ünlü & Co

**Tablo 7: Jet Yakıtı Fiyatları (\$/varil)**

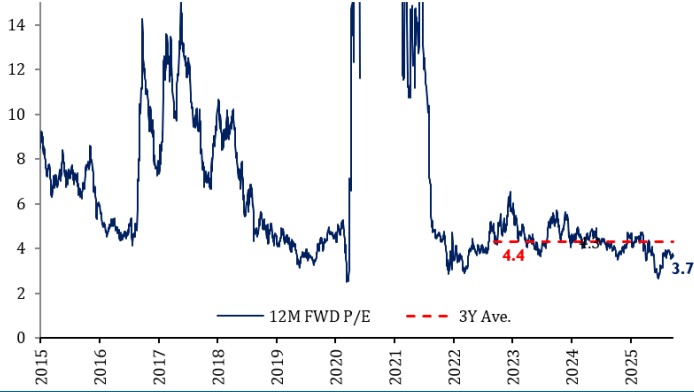


Kaynak: Bloomberg, Ünlü & Co

**Tablo 8: Yakıt Hedge Oranları (1Ç26 sonu itibarıyla)**



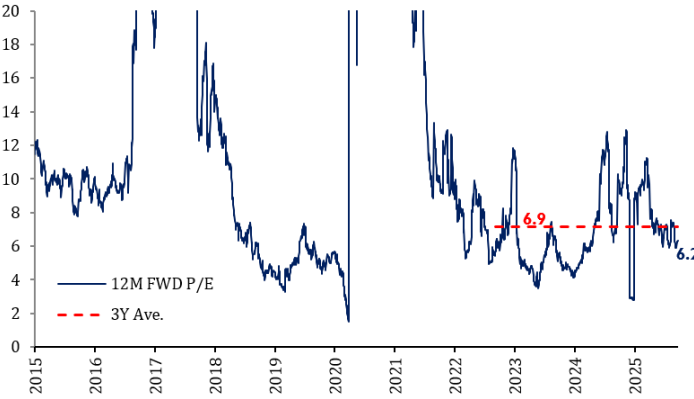
Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co

**Tablo 9: THY İleriye Dönük F/K**


Kaynak: Bloomberg, UNLU &amp; Co

**Tablo 10: THY İleriye Dönük FD/FAVÖK**

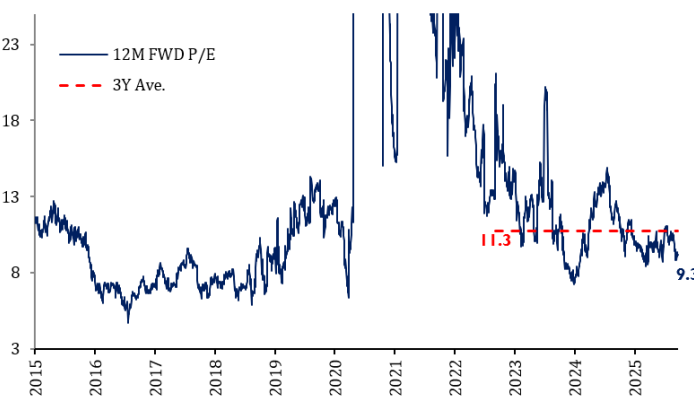

Kaynak: Bloomberg, UNLU &amp; Co

**Tablo 11: Pegasus İleriye Dönük F/K**


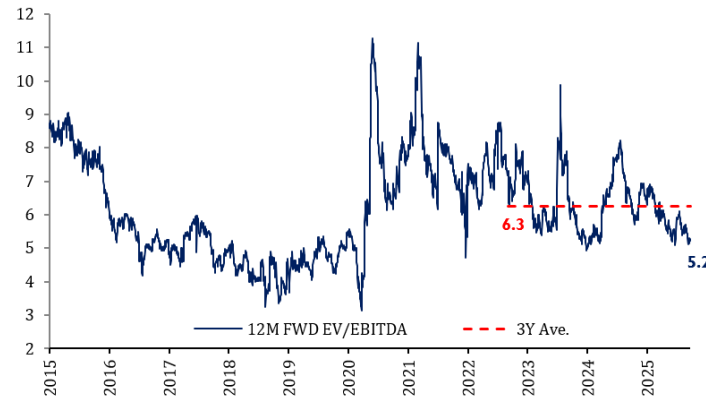
Kaynak: Bloomberg, UNLU &amp; Co

**Tablo 12: Pegasus İleriye Dönük FD/FAVÖK**


Kaynak: Bloomberg, UNLU &amp; Co

**Tablo 13: TAV Havalimanları İleriye Dönük F/K**


Kaynak: Bloomberg, UNLU &amp; Co

**Tablo 14: TAV Havalimanları İleriye Dönük FD/FAVÖK**


Kaynak: Bloomberg, UNLU &amp; Co

# TÜRK HAVAYOLLARI

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	3.4	1.4	2.8	3.3	5.0	4.6
FD/FAVÖK(x)	3.6	3.0	3.1	3.5	4.4	3.9
FD/satış (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	2.4	0.0	0.8	0.8

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	34.7	54.3	19.9	14.8	8.8	8.8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	12.2	10.6	6.3	4.6	2.1	3.1
Düz. FAVÖK marjı (%)	27.3	27.1	22.5	21.2	15.3	16.7
FVÖK marjı (%)	15.3	13.3	8.6	6.6	2.9	4.5
Ner kar marjı (%)	15.2	32.3	15.2	12.4	7.1	7.2
Net borç/FAVÖK (x)	1.9	1.6	1.6	2.2	2.8	2.5
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

Kar ve zarar (USDm)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
<b>Net satışlar</b>	<b>18,762</b>	<b>21,205</b>	<b>22,716</b>	<b>24,185</b>	<b>27,559</b>	<b>29,566</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	71.7%	13.0%	7.1%	6.5%	14.0%	7.3%
FAVÖK (basit)	4,744	4,851	4,152	4,005	3,525	4,243
<b>Düzeltilmiş FAVÖK (şirket tanımı)</b>	<b>5,130</b>	<b>5,756</b>	<b>5,102</b>	<b>5,124</b>	<b>4,217</b>	<b>4,946</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	51.4%	2.3%	-14.4%	-3.5%	-12.0%	20.4%
FVÖK	2,878	2,814	1,949	1,608	811	1,332
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	106.0%	-2.2%	-30.7%	-17.5%	-49.5%	64.1%
Diğer gelir/gider	65	189	501	673	357	342
Finansman geliri/gideri	156	835	1,250	1,201	961	846
Vergi öncesi kar	3,099	3,838	3,700	3,482	2,129	2,519
Vergi	-239	3,015	-246	-493	-177	-376
<i>Efektif vergi oranı</i>	7.7%	-78.6%	6.6%	14.1%	8.3%	14.9%
<b>Net kar</b>	<b>2,860</b>	<b>6,853</b>	<b>3,455</b>	<b>2,992</b>	<b>1,954</b>	<b>2,143</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	210.2%	139.6%	-49.6%	-13.4%	-34.7%	9.7%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Hisse başı net kar (TL)	2.07	4.97	2.50	2.17	1.42	1.55
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.17	0.00	0.06	0.06
<i>Temettü ödeme oranı</i>	0.0%	0.0%	6.8%	0.0%	4.0%	3.6%

Nakit akışı (USDm)	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço (USDm)	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	1,949	1,608	811	1,332	Nakit	6,066	6,273	7,615	9,770
Amortisman ve itfa giderleri	2,203	2,397	2,713	2,911	Dönen varlıklar	9,691	10,186	12,123	14,583
İşletme sermayesindeki değişim	-98	-123	-149	-48	Maddi duran varlıklar	7,055	8,463	10,287	12,377
Ödenen vergiler	-487	-402	-203	-333	Maddi olmayan duran varlıklar	138	207	236	253
Net yatırım harcaması	-2,034	-1,833	-1,397	-1,540	Duran varlıklar	29,980	36,417	40,114	43,321
Yatırım harcaması/hasılat	-9.0%	-7.6%	-5.1%	-5.2%	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>39,671</b>	<b>46,603</b>	<b>52,237</b>	<b>57,905</b>
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1,533</b>	<b>1,647</b>	<b>1,776</b>	<b>2,323</b>	Kısa vadeli yükümlülükler	9,624	10,318	11,342	12,238
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	6.8%	6.8%	6.4%	7.9%	Uzun vadeli yükümlülükler	10,773	15,017	17,673	20,380
Ödenen temettüler	0	-236	0	-78	Özkaynaklar	19,275	21,268	23,222	25,287
<b>Nakit ve nakit bnz. Net değişim</b>	<b>39</b>	<b>207</b>	<b>1,343</b>	<b>2,154</b>	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>39,671</b>	<b>46,603</b>	<b>52,237</b>	<b>57,905</b>
					Net işletme sermayesi	79	201	350	398
					Net nakit (borç)	-6,708	-8,881	-9,881	-10,540

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri,

## PEGASUS

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	4.2	2.1	4.6	5.6	a.d.	6.8
FD/FAVÖK(x)	4.8	5.1	5.1	5.7	8.4	5.4
FD/satış (x)	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	60.2	62.9	20.1	14.1	-2.1	10.5
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	16.6	11.7	9.8	6.3	1.8	6.1
FAVÖK marjı (%)	33.0	30.7	28.4	24.1	16.7	24.1
FVÖK marjı (%)	22.5	19.6	17.7	11.7	3.5	10.8
Ner kar marjı (%)	16.6	29.6	11.9	8.9	-1.3	6.2
Net borç/FAVÖK (x)	2.7	3.0	3.2	3.7	5.5	3.7
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.2	-0.1	-0.3	0.1	-0.3	-0.2

Kar ve zarar (EURm)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
<b>Net satışlar</b>	<b>2,456</b>	<b>2,742</b>	<b>3,149</b>	<b>3,443</b>	<b>3,528</b>	<b>4,086</b>
Büyüme oranı (yıllık)	141.6%	11.6%	14.9%	9.3%	2.5%	15.8%
<b>FAVÖK</b>	<b>810</b>	<b>841</b>	<b>895</b>	<b>829</b>	<b>588</b>	<b>983</b>
Büyüme oranı (yıllık)	274.4%	3.8%	6.4%	-7.4%	-29.0%	67.1%
FVÖK	554	537	556	404	122	443
Büyüme oranı (yıllık)	-1165.0%	-2.9%	3.5%	-27.4%	-69.8%	263.2%
Diğer gelir/gider	2	-29	30	-142	6	-13
Finansman geliri/gideri	-176	-116	-250	70	-179	-156
Vergi öncesi kar	380	393	336	331	-51	274
Vergi	28	420	38	-24	3	-22
Efektif vergi oranı	-7.3%	-106.7%	-11.4%	7.3%	6.8%	8.2%
<b>Net kar</b>	<b>408</b>	<b>813</b>	<b>374</b>	<b>307</b>	<b>-48</b>	<b>252</b>
Büyüme oranı (yıllık)	-317.1%	99.2%	-54.0%	-17.9%	-115.5%	-628.4%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	500	500	500	500	500	500
Hisse başı net kar (TL)	0.82	1.63	0.75	0.61	-0.10	0.50
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü ödeme oranı	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Nakit akışı (EURm)	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço (EURm)	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	556	404	122	443	Nakit	1,561	1,428	1,422	1,692
Amortisman ve itfa giderleri	339	425	466	540	Dönen varlıklar	1,892	1,794	1,802	2,127
İşletme sermayesindeki değişim	-15	69	-44	-9	Maddi duran varlıklar	471	514	644	1,296
Ödenen vergiler	-139	-101	-30	-111	Maddi olmayan duran varlıklar	24	40	41	48
Net yatırım harcaması	-358	-263	-205	-409	Duran varlıklar	5,820	6,362	6,445	7,212
Yatırım harcaması/hasılat	-11.4%	-7.6%	-5.8%	-10.0%	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>7,712</b>	<b>8,157</b>	<b>8,246</b>	<b>9,338</b>
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>382</b>	<b>534</b>	<b>309</b>	<b>454</b>	Kısa vadeli yükümlülükler	1,483	1,750	1,812	1,938
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	12.1%	15.5%	8.8%	11.1%	Uzun vadeli yükümlülükler	4,190	4,083	4,159	4,873
Ödenen temettüler	0	0	0	0	Özkaynaklar	2,039	2,324	2,276	2,528
<b>Nakit ve nakit bnz. Net değişim</b>	<b>499</b>	<b>-133</b>	<b>-6</b>	<b>270</b>	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>7,712</b>	<b>8,157</b>	<b>8,246</b>	<b>9,338</b>
					Net işletme sermayesi	-101	-170	-126	-117
					Net nakit (borç)	-2,840	-3,070	-3,225	-3,620

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri

## TAV HAVALİMANLARI

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	16.0	7.9	10.7	38.6	16.8	12.1
FD/FAVÖK(x)	10.3	8.9	7.6	6.4	6.2	6.0
FD/satış (x)	3.1	2.6	2.2	2.0	1.9	1.8
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	1.2	3.0	4.1

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	11.1	19.0	12.1	3.2	7.2	9.3
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	9.2	11.8	8.8	7.4	8.5	9.9
Brüt marj (%)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
FAVÖK marjı (%)	30.6	29.4	29.5	30.7	30.6	30.0
FVÖK marjı (%)	26.6	30.4	20.7	16.6	18.1	20.7
Ner kar marjı (%)	11.6	19.0	11.0	2.8	6.0	7.8
Net borç/FAVÖK (x)	4.1	3.8	3.5	2.9	2.9	2.7
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

Kar ve zarar (EURm)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
<b>Net satışlar</b>	<b>1,051</b>	<b>1,310</b>	<b>1,660</b>	<b>1,823</b>	<b>1,943</b>	<b>2,055</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	101.4%	24.6%	26.7%	9.8%	6.6%	5.8%
Brüt kar	NM	NM	NM	NM	NM	NM
<b>FAVÖK</b>	<b>322</b>	<b>385</b>	<b>489</b>	<b>560</b>	<b>595</b>	<b>616</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	115.5%	19.4%	27.2%	14.5%	6.1%	3.6%
FVÖK	279	398	343	303	352	425
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	456.6%	42.4%	-13.8%	-11.8%	16.3%	20.7%
Diğer gelir/gider	15	5	8	0	0	0
Finansman geliri/gideri	-138	-112	-112	-175	-166	-167
Vergi öncesi kar	142	286	231	128	186	257
Vergi	-26	-32	-43	-62	-47	-64
<i>Efektif vergi oranı</i>	18.2%	11.1%	18.5%	48.1%	25.0%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	-8	-9	-14	-16	-23	-32
<b>Net kar</b>	<b>122</b>	<b>249</b>	<b>183</b>	<b>51</b>	<b>117</b>	<b>161</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	173.4%	103.8%	-26.5%	-72.3%	130.5%	38.0%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	363	363	363	363	363	363
Hisse başı net kar (TL)	0.336	0.686	0.504	0.140	0.322	0.444
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.07	0.16	0.22
<i>Temettü ödeme oranı</i>	0.0%	0.0%	0.0%	47.3%	50.0%	50.0%

Nakit akışı (EURm)	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço (EURm)	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	343	303	352	425	Nakit	353	477	401	415
Amortisman ve itfa giderleri	206	198	211	223	Dönen varlıklar	851	934	882	917
İşletme sermayesindeki değişim	-2	-52	16	14	Maddi duran varlıklar	961	733	844	881
Ödenen vergiler	-75	-67	-77	-93	Maddi olmayan duran varlıklar	36	32	28	23
Toplam yatırım harcaması	-256	-201	-322	-260	Duran varlıklar	4,012	4,079	4,270	4,395
Yatırım harcaması/hasılat	-15.4%	-11.0%	-16.6%	-12.6%	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>4,863</b>	<b>5,013</b>	<b>5,152</b>	<b>5,312</b>
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>215</b>	<b>181</b>	<b>180</b>	<b>308</b>	Kısa vadeli yükümlülükler	808	1,205	1,277	1,356
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	13.0%	9.9%	9.2%	15.0%	Uzun vadeli yükümlülükler	2,432	2,199	2,165	2,133
					Özkaynaklar	1,623	1,609	1,710	1,823
					<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>4,863</b>	<b>5,013</b>	<b>5,152</b>	<b>5,312</b>
Ödenen temettüler	0	0	-24	-58	Net işletme sermayesi	336	283	299	313
<b>Nakit ve nakit bnz. Net değişim</b>	<b>-186</b>	<b>125</b>	<b>-76</b>	<b>13</b>	Net nakit (borç)	-1,722	-1,619	-1,695	-1,682

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri

Bahsi geçen şirketler  
 Türk Hava Yolları (THYAO.IS, Tavsiye: Tut)  
 Pegasus (PGSUS.IS, Tavsiye: Al)  
 TAV Havalimanları (TAVHL.IS, Tavsiye: Al)

## Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

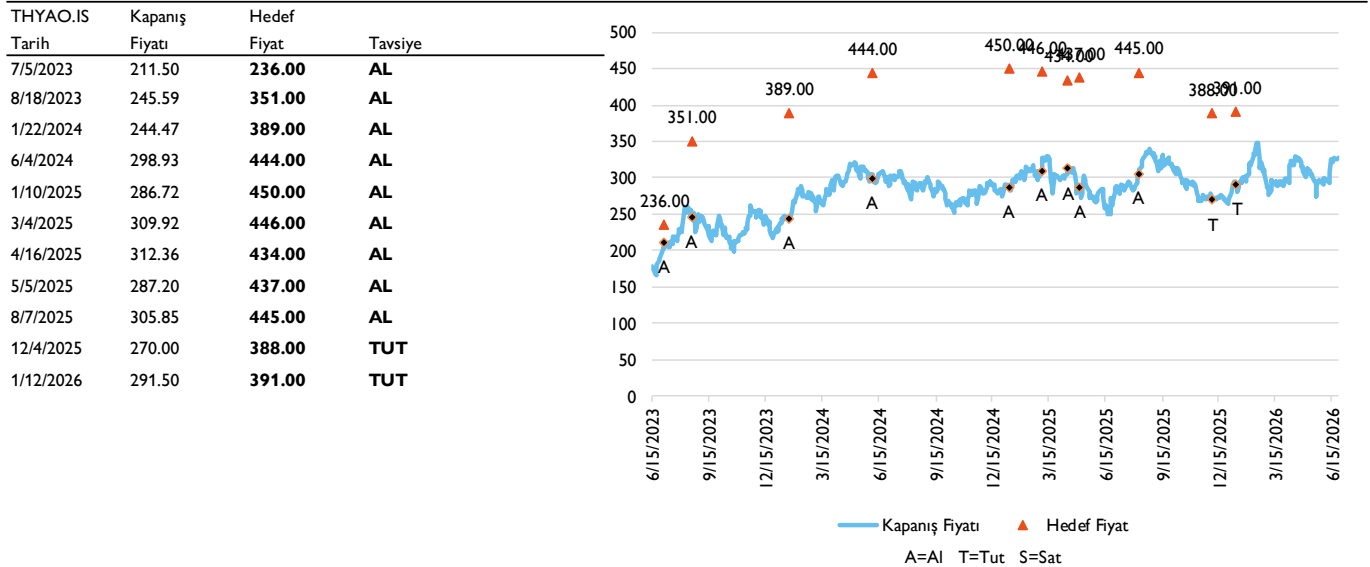
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Daniş işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

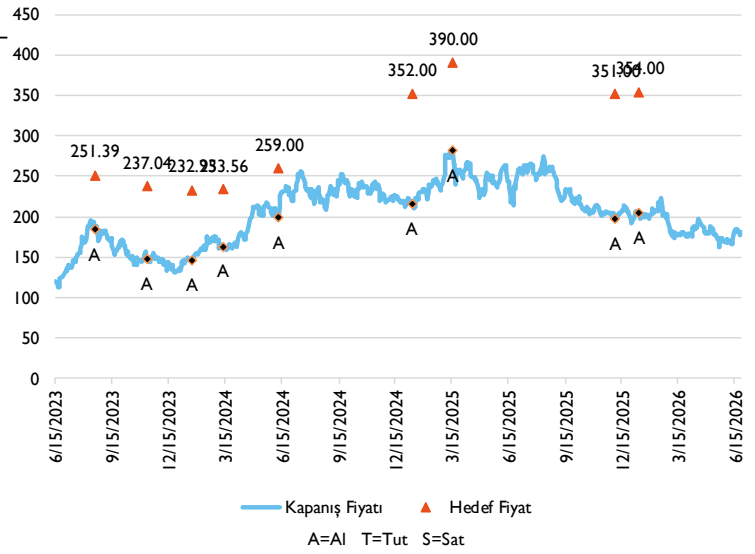
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

### 3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği THYAO.IS



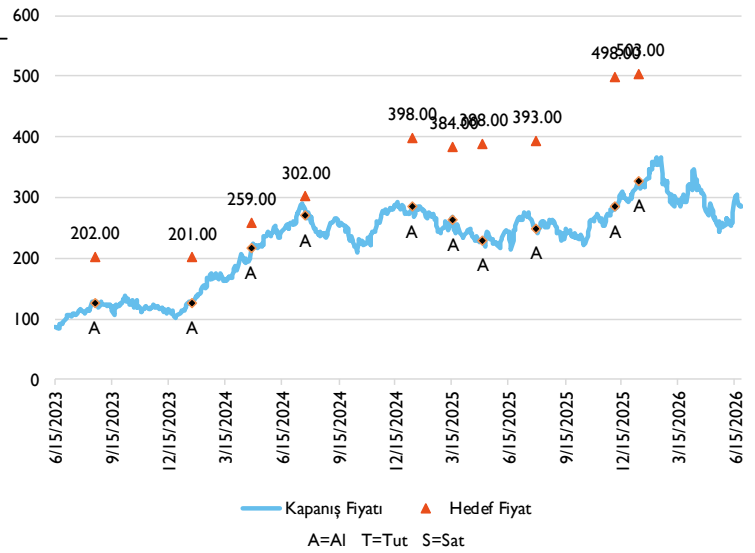
### 3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği PGSUS.IS

PGSUS.IS	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
8/18/2023	184.12	<b>251.39</b>	<b>AL</b>
11/10/2023	147.93	<b>237.04</b>	<b>AL</b>
1/22/2024	146.60	<b>232.95</b>	<b>AL</b>
3/12/2024	163.37	<b>233.56</b>	<b>AL</b>
6/10/2024	198.40	<b>259.00</b>	<b>AL</b>
1/10/2025	216.20	<b>352.00</b>	<b>AL</b>
3/17/2025	281.25	<b>390.00</b>	<b>AL</b>
12/4/2025	197.30	<b>351.00</b>	<b>AL</b>
1/12/2026	204.40	<b>354.00</b>	<b>AL</b>



### 3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TAVHL.IS

TAVHL.IS	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
8/18/2023	126.00	<b>202.00</b>	<b>AL</b>
1/22/2024	126.40	<b>201.00</b>	<b>AL</b>
4/26/2024	217.10	<b>259.00</b>	<b>AL</b>
7/23/2024	270.00	<b>302.00</b>	<b>AL</b>
1/10/2025	284.50	<b>398.00</b>	<b>AL</b>
3/18/2025	263.00	<b>384.00</b>	<b>AL</b>
5/5/2025	229.90	<b>388.00</b>	<b>AL</b>
7/30/2025	249.00	<b>393.00</b>	<b>AL</b>
12/4/2025	284.75	<b>498.00</b>	<b>AL</b>
1/12/2026	327.50	<b>503.00</b>	<b>AL</b>



## ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	27	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır\*:

**AI (B):** Hissenin toplam getirisinin\*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

**Tut (H):** Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

**Sat (S):** Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

**Kapsanmamaktadır:** ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

**Hedef Fiyat:** TRY407 (THYAO.IS)

**Metod:** 2026t ve 2027t EV/EBITDAR ortalaması (4,5x hedef çarpan)

**Riskler:** Seyahat kısıtlamaları, petrol fiyatlarındaki artışlar, yolcu trafiğindeki düşüş, jeostratejik tehditler ve irrasyonel rekabet

**Hedef Fiyat:** TRY240 (PGSUS.IS)

**Metod:** 2026t ve 2027t EV/EBITDA ortalaması (6,3x hedef çarpan)

**Riskler:** Seyahat kısıtlamaları, petrol fiyatlarındaki artışlar, yolcu trafiğindeki düşüş, jeostratejik tehditler ve irrasyonel rekabet

**Hedef Fiyat:** TRY470 (TAVHL.IS)

**Metod:** TAV'ın her bir işletmesi için ayrı İNA analizlerine dayalı SoTP değerlemesi.

**Riskler:** Seyahat talebini düşürecek herhangi bir olay ve değer azaltan satın almalar

\*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

\*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

### Çıkar Çatışmaları

Şirketler	Sınıflandırma
Türk Hava Yolları	Çıkar çatışması bulunmamaktadır
Pegasus	D
TAV Havalimanları	Çıkar çatışması bulunmamaktadır

A: Analist, ekip üyesi, analistin hane halkından bir kişi veya ekip üyesinin hane halkından bir kişi, ilgili şirkette yönetici, yönetim kurulu üyesi veya danışma kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır

B: Şirket, bu rapor tarihi itibarıyla UNLU & Co'nun özkaynak paylarının %5 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

C: UNLU & Co, şirketin özkaynak paylarının %1 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

D: Şirket, UNLU & Co'nun müşterisidir

E: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirkete veya ilgili türev araçlara ilişkin bir halka arzda lider yönetici veya eş lider yönetici olarak görev almıştır

F: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı hizmetleri kapsamında ücret almıştır

G: UNLU & Co, önümüzdeki 3 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı hizmetleri kapsamında ücret almayı beklemekte veya bu yönde girişimde bulunmayı planlamaktadır

H: UNLU & Co, bu araştırma raporunun ilgili bölümlerini yayımlanmadan önce, maddi doğruluğun teyidi amacıyla şirkete iletmiştir. Şirketten sağlanan bilgiler doğrultusunda gerekli düzeltmeler yapılmıştır

I: Analist veya hane halkından bir kişi, bu şirketin adi hisse senetleri sınıfında uzun veya kısa pozisyona sahiptir

J: UNLU & Co, ilgili ihraççının finansal araçlarında veya ilgili türevlerinde piyasa yapıcılığı veya likidite sağlayıcılığı yapmaktadır

K: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirkete yatırım bankacılığı dışındaki hizmetler, satış ve alım-satım hizmetleri dahil olmak üzere, sunmuştur

L: UNLU & Co, son 12 ay içinde şirketten yatırım bankacılığı dışındaki ürün ve hizmetler kapsamında ücret almıştır

M: UNLU & Co, şirketin özkaynak paylarının %5 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahiptir

## Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. (“ÜNLÜ & Co”), Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar’ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar’ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co’dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co’nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co’nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşüncüyü yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası (“ADR”) gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co’nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co’nun internet sitesi materyaline

adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜN LÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜN LÜ & Co bir BIST üyesidir.