

04 Aralık 2025

Türk Havacılık Sektörü

Gökyüzü Bulutlu

- **2025'te yolcu trafiğindeki ivme zayıfladı, ve 2026'da bunun anlamlı şekilde iyileşmesini beklemiyoruz.** Türkiye'nin havacılık trafik trendleri ilk 10 ayda %6.6 y/y büyüme göstermiştir (uluslararası +%7.0; iç hat +%6.0). Bu görünüm, turizm sektörünün TL değerlenmesi ve jeopolitik faktörlerden kaynaklanan baskılarla karşı karşıya kalması nedeniyle önceki yıllara kıyasla bir yavaşlamaya işaret etmektedir (2023: +%18; 2024: +%8 y/y). Yurtdışı turist girişleri ilk 10 ayda yıllık yatay seyretmiş olup, Covid sonrasındaki en yavaş yıllık performansı temsil etmektedir. 2026 görünümünde, reel TL değerlenmesinin sürmesi, jeopolitik ile iç siyasi belirsizliklerin devam etmesi, momentumun belirgin şekilde güçlenmesini zorlaştırıyor.
- **Daha düşük yakıt maliyetlerine rağmen güçlü TL baskısı:** 2025'te kapsamımızdaki tüm havacılık şirketleri operasyonel olarak güçlü TL'den olumsuz etkilendi; çünkü gelirlerin büyük kısmı dövizle endeksliken maliyetlerdeki döviz payı daha düşük. Bununla birlikte, düşen yakıt fiyatları (Brent: 2024'te 81 USD/varil, şu anda yaklaşık 63 USD/varil, 2025 baz senaryomuz ise 68 USD/varil) 2025'te havayollarını destekledi; zira yakıt, THY toplam maliyetlerinin yaklaşık %30'unu, Pegasus'un ise yaklaşık %34'ünü oluşturuyor. 2026'da TL'nin reel değerlenmesinin sürmesi ve karlılık üzerinde baskı yaratması daha olası görünürken, yakıt fiyatlarında ilave düşüş potansiyeli belirsiz.
- **Yolcu birim gelirleri 2026'da ilave baskı görebilir:** Hem Türk Hava Yolları hem de Pegasus'ta yolcu birim gelirleri, 2022–23 zirvelerinden geri gelerek talep ve kapasite koşullarının normalleştiğine işaret etti. Birim gelirler 2026'da da baskı altında kalabilir; çünkü mevcut seviyeler pandemi öncesi seviyelerin halen belirgin şekilde üzerinde. Küresel ölçekte uçakların yerde kalmasından kaynaklanan kapasite kısıtlarının, muhtemelen 2026'nın ikinci yarısında, çözülmesi ve Avrupalı taşıyıcılardan artan rekabet, birim gelirler üzerinde ilave baskı oluşturabilir.
- **Türk Hava Yolları – TUT olarak revize edildi, Hedef Fiyat TL388:** Türk Hava Yolları'nı Al'dan Tut'a çekiyor ve hedef fiyatımızı TL445/hisseden TL388/hisseye indiriyoruz. Görece temkinli görüşümüz (diğer kurumlar Al önerisi verirken Tut veren tek kurumuz) 2026'da beklediğimiz karlılık baskılarını yansıtıyor. 2026'da yakıt CASK'ı bir miktar rahatlatma sağlayabilir; ancak yakıt hariç CASK'ın, kısmen TL'nin değerlenmesi nedeniyle, yüksek seyretmesini bekliyoruz. Yolcu birim gelirleri, Avrupa'daki rekabetin güçlenmesi, turizm talebinde olası yumuşama ve THY'nin süren yüksek kapasite artışı (ASK +%9 2026'da, %8 2024'te) nedeniyle ilave baskı görebilir. Kargo operasyonları da baskı altında kalabilir. Hisse 2026T F/K 4.3x ile işlem görerek ucuz görünse de, karlılık baskıları ve piyasanın 2026 beklentilerinde olası aşağı yönlü revizyonlar nedeniyle ucuz kalmayı sürdürebilir.
- **Pegasus – AL, Hedef Fiyat TL351:** Pegasus'un 2025 performansı, yüksek sezonda yaşanan İsrail–İran çatışması ve zayıf gelen yolcu talebi nedeniyle sınırlı kaldı; Pegasus ve Ajet'ten gelen güçlü kapasite artışı da fiyatlamayı baskıladı. 2026'da terminal yenilemesi ve Sabiha Gökçen'in ikinci pistinin tam kullanımı kısmi rahatlatma sağlayabilir; ancak TL'nin değerlenmesi ve Ajet'in büyümesi başlıca riskler olmaya devam ediyor. 2026 FAVÖK'ünün yalnızca %7 artmasını ve net karın yatay kalmasını bekliyoruz. 2026'da kapasite artışının yavaşlaması, halen zorlu ortamda borçluluk azaltımını destekliyor ve karlılık risklerini sınırlıyor. Al tavsiyemizi koruyor ve hedef fiyatımızı TL351'e çekiyoruz (önceki: TL390/hisse).
- **TAV Havalimanları – AL, Hedef Fiyat TL498:** TAV Havalimanları'nda Al tavsiyemizi koruyoruz. Yapıcı görüşümüzün ana gerekçeleri: 1) Ankara, Antalya, Almatı ve Medine'deki yeni imtiyazlar ve kapasite artışı projeleri uzun vadeli büyüme görünürliğini destekliyor; 2) 2026'da %7 yolcu artışı, daha güçlü operasyonel kaldiraç, Antalya ve Almatı'da yeni başlayan ATU (duty-free) ve BTA (yiyecek-içecek) operasyonlarının tam yıl katkısı, Ankara imtiyaz ayarlamaları ve 2025'teki gibi anlamlı ertelenmiş vergi giderlerinin olmamasıyla net karın EUR176 m'ye çıkmasını bekliyoruz (y/y %140 artış; 11.7x F/K); 3) Gürcistan'daki süren görüşmeler, imtiyaz uzatımı sağlanması halinde anlamlı değer yaratabilir.

	Tavsiye	Hedef Değer (TL)			Getiri Pot. (%)
		Eski	Yeni	(%)	
Türk Hava Yolları	Tut	445	388	-13%	41%
Pegasus	Al	390	351	-10%	74%
TAV Havalimanları	Al	393	498	27%	78%

	F/K		FD/FAVÖK		Temettü verimi
	25B	26B	25B	26B	
Türk Hava Yolları	3.6	4.3	4.2	4.3	2.2%
Pegasus	6.3	6.2	6.1	5.6	0.0%
TAV Havalimanları	27.9	11.7	6.8	5.8	1.1%

Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Rasyonel

Araştırma Analistleri

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Mehmet Yiğit Yorulmaz

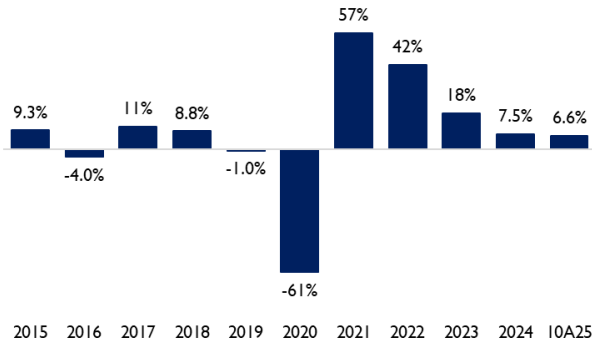
mehmet.yorulmaz@unluco.com

Yolcu trafiği büyümeye devam ediyor, ancak ivme zayıflamış durumda...

Türk havalimanlarında yolcu trafiği 10A25'te %6.6 y/y artmış olup, iç hat trafiği %6, dış hat trafiği ise %7 yükselmiştir. 2019 ile karşılaştırıldığında toplam trafik %16.9 daha yüksek gerçekleşmiş, bu artış güçlü %31.1 dış hat yolcu büyümesiyle desteklenirken, iç hat trafiği 2019 seviyelerinin yalnızca %0.9 üzerinde kalmıştır.

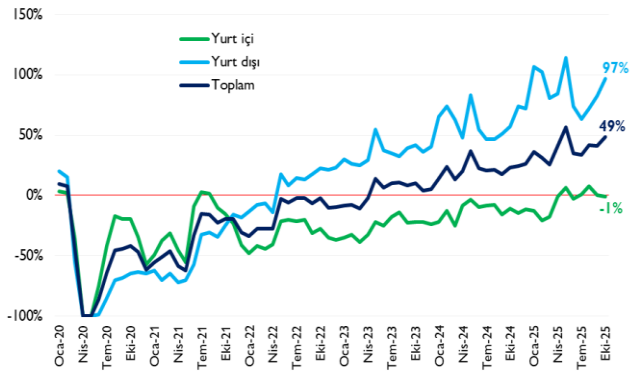
- Türk Hava Yolları, 10A25'te yolcu sayısını %7.9 y/y artırmıştır (iç hat +%4, dış hat +%10). Şirket, güçlü dış hat büyümesi (+%35.5) sayesinde 2019 seviyelerinin %23.5 üzerinde konumlanırken, iç hat trafiği %6.5 artmıştır.
- Pegasus, %14.9 y/y artışla daha güçlü bir performans göstermiştir (iç hat +%10, dış hat +%18). Bu artış, toplam yolcu sayısını 2019 seviyelerinin %39.2 üzerine taşımış olup, zayıf iç hat performansına (-%4.0) rağmen uluslararası trafikteki %85.5'lik etkileyici sıçrama bu görünümü desteklemiştir.
- TAV Havalimanları için toplam trafik 10A25'te %5.8 y/y artmış (iç hat +%8, dış hat +%5) ve 2019 seviyelerinin %23.8 üzerine çıkmıştır. Bu artış, dış hat yolcularındaki %30.9 yükselişle desteklenirken, iç hatlar %1.0 artış göstermiştir.

Tablo 1: Tüm Türk havalimanlarındaki yolcu trafiği (y/y)



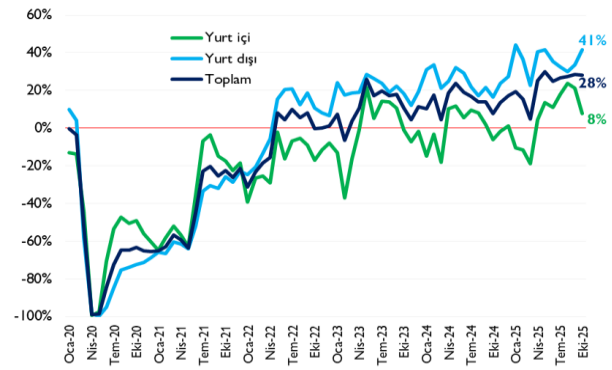
Kaynak: Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü, UNLU & Co

Tablo 3: Pegasus yolcu trafiği (2019'a göre % değişim)



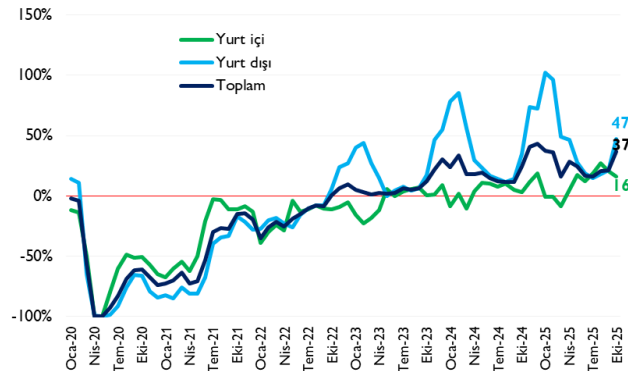
Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

Tablo 2: Türk Hava Yolları yolcu trafiği (2019'a göre % değişim)



Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

Tablo 4: TAV Havalimanları yolcu trafiği (2019'a göre % değişim)



Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

Havacılık trafik trendlerinde görece iyi bir ivme görülmesine rağmen, toplam yolcu trafiğinin 10A25'te yıllık %6.6 büyüme göstermesi (uluslararası %7.0; yurtiçi %5.9) ivmenin önceki yıllara kıyasla yavaşladığına işaret ediyor (2023: %18; 2024: yıllık %8). Bunun temel nedeni, turizm sektörünün TL'deki değerlenme ve jeopolitik gelişmeler kaynaklı baskılarla karşı karşıya olmasıdır. 2026'ya baktığımızda, TL'nin değer kazanmaya devam etmesi ve süregelen jeopolitik ile yurtiçi siyasi belirsizlikler nedeniyle ivmenin gelecek yıl güçlü bir iyileşmesinin olası olmadığını düşünüyoruz. Bununla birlikte, Rusya-Ukrayna arasında bir barış anlaşması yukarı yönlü risk oluşturabilir; zira Rus ve Ukraynalı turist girişleri savaş öncesi seviyelerin belirgin şekilde altında kalmaya devam ediyor.

...bunda turizm ivmesinin son dönemde duraksaması etkili

Türkiye'ye gelen uluslararası turist sayıları, yalnızca Covid şokunu telafi etmekle kalmadı, aynı zamanda pandemi öncesi seviyelerin de üzerine güçlü şekilde çıktı. 2019'da 51 milyon olan uluslararası ziyaretçi sayısı, 2020–21 döneminde sert bir düşüş yaşadıktan sonra 2022'de 30 milyona yükselerek toparlanmaya başladı. Asıl kırılma noktası ise 2023 yılında gerçekleşti; bu dönemde ziyaretçi sayısı 55 milyona ulaştı ve nihayet pandemi öncesi zirvenin üzerine çıktı. 2024 yılında ise bu rakam 61 milyona yükseldi. Bu performans, Türkiye'yi 2019'daki 6. sıradan 2024'te dünyanın en çok ziyaret edilen 4. destinasyonu konumuna taşıyarak küresel turizm akışlarındaki artan ağırlığını ortaya koydu.

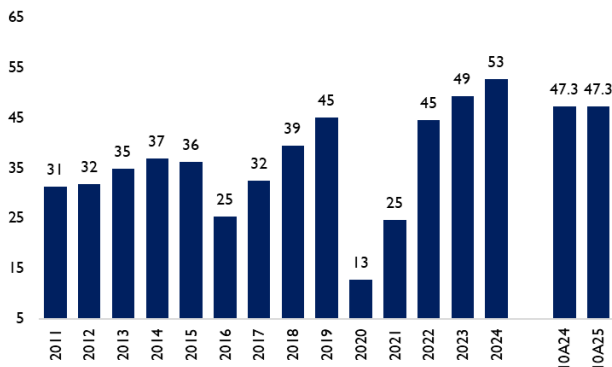
Tablo 5: 2019–2024 Arasında Turistler Tarafından En Çok Ziyaret Edilen İlk 10 Ülke (milyon, yurt dışında yaşayan vatandaşlar dâhil)

2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fransa 91	Fransa 42	Fransa 48	Fransa 79	Fransa 100	Fransa 102
İspanya 84	İtalya 25	Meksika 32	İspanya 72	İspanya 85	İspanya 94
ABD 79	Meksika 24	İspanya 31	ABD 51	ABD 66	ABD 72
Çin 66	ABD 19	Türkiye 30	Türkiye 50	İtalya 57	Türkiye 61
İtalya 65	İspanya 19	İtalya 27	İtalya 50	Türkiye 55	İtalya 58
Türkiye 51	Türkiye 16	ABD 22	Meksika 38	Meksika 42	Meksika 45
Meksika 45	Avusturya 15	Greece 15	Birleşik Krallık 31	Birleşik Krallık 37	Almanya 38
Tayland 40	Almanya 12	Avusturya 13	Almanya 28	Almanya 35	Japonya 37
Almanya 40	Birleşik Krallık 11	Almanya 12	Yunanistan 28	Yunanistan 33	Yunanistan 36
Birleşik Krallık 39	Polonya 8	Bir. Arap Emr. 12	Avusturya 26	Avusturya 31	Tayland 36

Kaynak: Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü, UNLU & Co

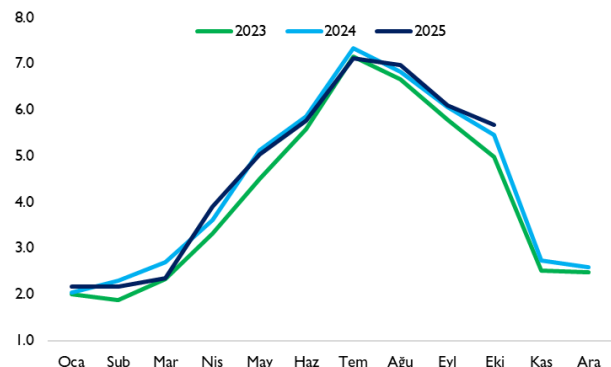
Türkiye, 2022–24 döneminde güçlü bir gelen turist toparlanması yaşarken, 2025'in ilk verileri daha yumuşak bir trende işaret ediyor. 2025 yılının ilk 10 ayında yabancı turist sayısı 47,3 milyon olarak gerçekleşti ve bu rakam, 2024'ün aynı dönemindeki rakamın %0.1 altında kaldı. Bu, Covid sonrası toparlanmanın ardından yaşanan ilk daralma oldu. Aylık seyir, İsrail–İran çatışmasıyla birlikte yaz başında ivmenin zayıfladığını, ancak çatışmanın çözülmesiyle yaz sonuna doğru göreceli bir güçlenme yaşandığını göstermektedir (Tablo 7). TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesi ile kalıcı jeopolitik ve iç siyasi belirsizliklerin birlikte değerlendirildiğinde, turizmdeki ivmenin gelecek yıl anlamlı ölçüde iyileşmesinin pek olası olmadığını düşündürüyor.

Tablo 6: Türkiye – Yabancı Turist Sayısı (milyon)

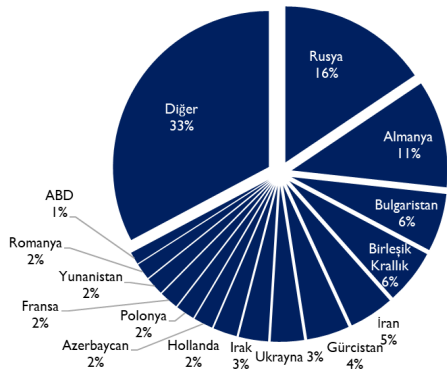


Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, UNLU & Co

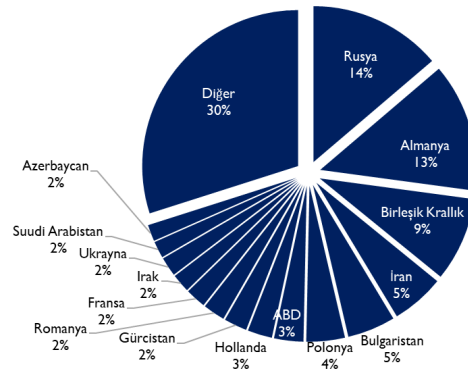
Tablo 7: Türkiye – Yabancı Turist Sayısı (milyon), aylık



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, UNLU & Co

Tablo 8: Türkiye'ye gelen turistlerin ülkelere göre dağılımı (2019)


Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, UNLU & Co

Tablo 9: Türkiye'ye gelen turistlerin ülkelere göre dağılımı (10A25)


Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, UNLU & Co

Kaynak pazarlarında değişimler

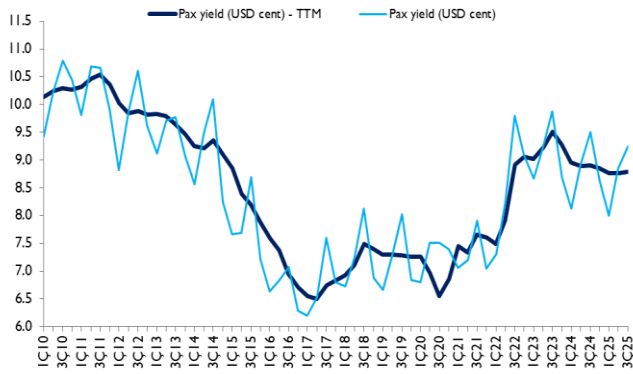
2019'dan bu yana Türkiye'ye gelen turistlerin kaynak pazar yapısı evrildi. Rusya'nın payı 2019'daki %16'dan 2025'in ilk 10 ayında %14'e gerilerken, Almanya'nın payı %11'den %13'e ve Birleşik Krallık'ın payı %6'dan %9'a yükseldi. ABD ise hala nispeten küçük bir paya sahip olsa da, payını üçe katlayarak %3'e çıkardı. Buna karşılık, Bulgaristan %6'dan %5'e geriledi; Ukrayna, Gürcistan ve Irak gibi birkaç komşu pazar da zemin kaybetti. İran'ın payı yatay bir seyirle %5'te kalırken, Polonya ve Hollanda'nın payları sırasıyla %2'den %4'e ve %2'den %3'e yükseldi. Genel olarak, kompozisyonun Batı Avrupa'ya doğru kademeli bir yeniden dengelenmeye işaret ettiği; bunun ise daha yüksek harcama profiliyle birlikte FX dinamiklerine ve jeopolitik riske karşı daha yüksek hassasiyet anlamına geldiği değerlendirilmektedir.

Birim gelir baskıları ve maliyet dinamikleri daha olumsuz bir seyir izleyebilir

Türk Hava Yolları ve Pegasus'un birim gelirleri 2022-23'teki zirvelerinden gerileyerek talep koşullarının normalleştiğini yansıtıyor. Gelir görünümü zorlu olmaya devam edebilir; zira mevcut seviyeler hâlâ pandemi öncesi seviyelerin oldukça üzerinde. Küresel ölçekte uçakların yerde kalmasından kaynaklanan kapasite kısıtları, muhtemelen 2026'nın ikinci yarısında çözümlerse, gelirler üzerinde ilave aşağı yönlü baskı oluşabilir.

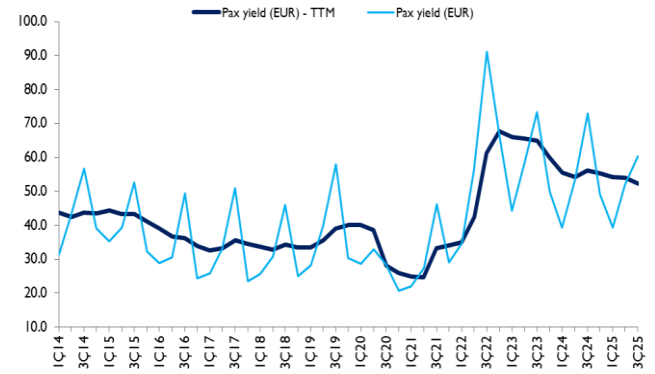
Bu arada CASK ortamı son çeyreklerde yukarı yönlü bir trend izliyor. Yakıt hariç CASK, büyük ölçüde TL'nin değerlenmesi nedeniyle 2022'den bu yana istikrarlı şekilde artıyor. Buna karşılık, daha düşük petrol fiyatları yakıt CASK'ındaki gerileme üzerinden kısmi rahatlama sağladı. İleriye dönük olarak bu dinamiklerin sürmesi beklenir: güçlü TL nedeniyle yakıt hariç CASK yüksek kalırken, petrol fiyatlarının daha da yumuşaması halinde yakıt CASK'ı gerilemeye devam edebilir.

Tablo 10: THY yolcu birim gelirleri (Çeyreklik ve Son 12 Ay)



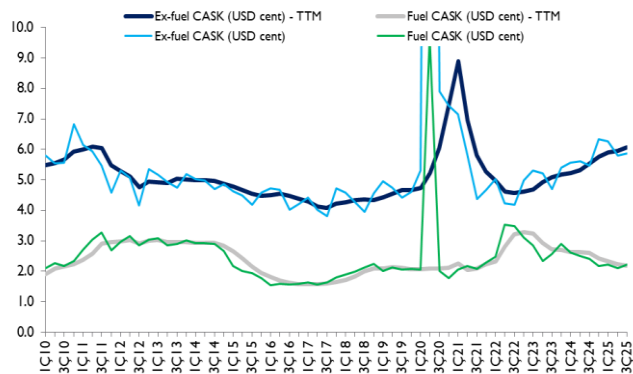
Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

Tablo 11: Pegasus yolcu birim gelirleri (Çeyreklik ve Son 12 Ay)



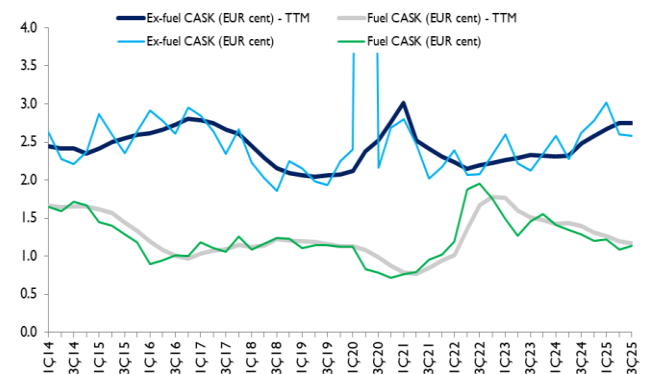
Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

Tablo 12: THY yakıt hariç ve dahil birim maliyetleri (Çeyreklik ve Son 12 Ay)



Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

Tablo 13: Pegasus yakıt hariç ve dahil birim maliyetleri (Çeyreklik ve Son 12 Ay)



Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

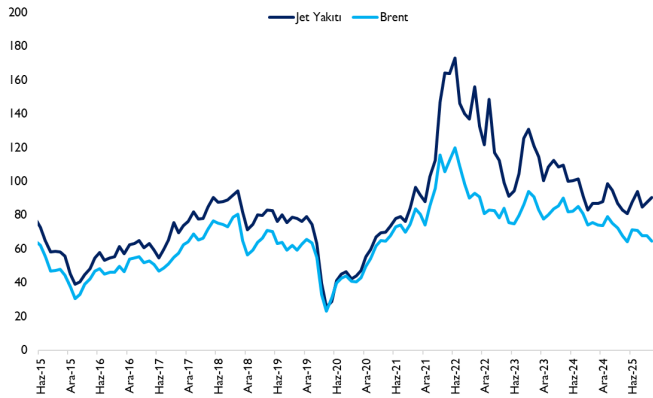
Yakıt ortamı destekleyici bir zemin sunuyor

Yakıt maliyetleri Türk taşıyıcılar için en büyük gider kalemi olmaya devam ediyor (2024'te THY toplam maliyetlerinin yaklaşık %30'u, Pegasus'un ise yaklaşık %34'ü). Ancak son petrol fiyatı trendi olumlu. Brent 2024'te ortalama 79 USD/varil seviyesindeydi; birkaç yıl önce görülen üç haneli seviyelere kıyasla belirgin düşüşe işaret ediyor ve halihazırda yaklaşık 63 USD/varil seviyesinde işlem görüyor (YTD'de 60–80 USD/varil bandında dalgalandıktan sonra). Baz senaryomuz 2025 için 68 USD/varil ve 2026 için 63 USD/varil varsayıyor. Bu da, daha düşük yakıt fiyatlarının maliyet tabanının en oynak unsurlarından birini hafifleterek birim maliyetler ve karlılık açısından destekleyici bir arka plan sunduğuna işaret ediyor.

3Ç25 itibarıyla THY 2025 yakıt ihtiyacının yaklaşık %50'sini (2026 için %23) hedge etmiş durumda. Bu oran Lufthansa, AF-KLM ve IAG gibi Avrupa'daki geleneksel taşıyıcılarla genel olarak karşılaştırılabilir olsa da, onların 2025 için yaklaşık %60–80 seviyesindeki hedge kapsamının altında. Pegasus'ta ise oran 2025 için yaklaşık %63 (2026 için %57); Ryanair, EasyJet ve Wizz gibi Avrupa'daki düşük maliyetli taşıyıcılarla genel olarak uyumlu olmakla birlikte, onların tipik olarak %70–85 aralığındaki daha yüksek hedge oranlarının altında. Buna karşılık, ABD'li taşıyıcılar hedge yapmıyor; hedge primleri ödemek yerine yakıt fiyat riskini taşımayı tercih ediyorlar.

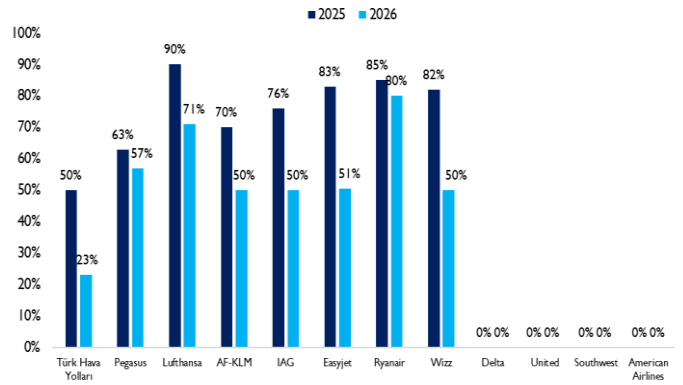
Duyarlılık analizimiz, Brent'te 1 USD'lik artışın diğer her şey sabitken THY'nin faaliyet karını yaklaşık %1.5, Pegasus'un faaliyet karını ise yaklaşık %1.1 azaltacağını ima ediyor.

Tablo 14: Jet yakıtı ve Brent petrol fiyatları (\$/bbl)



Kaynak: St. Louis FRED, UNLU & Co

Tablo 15: Yakıt Hedge Oranları (2025 3. Çeyrek itibarıyla)



Kaynak: Şirket verisi, UNLU & Co

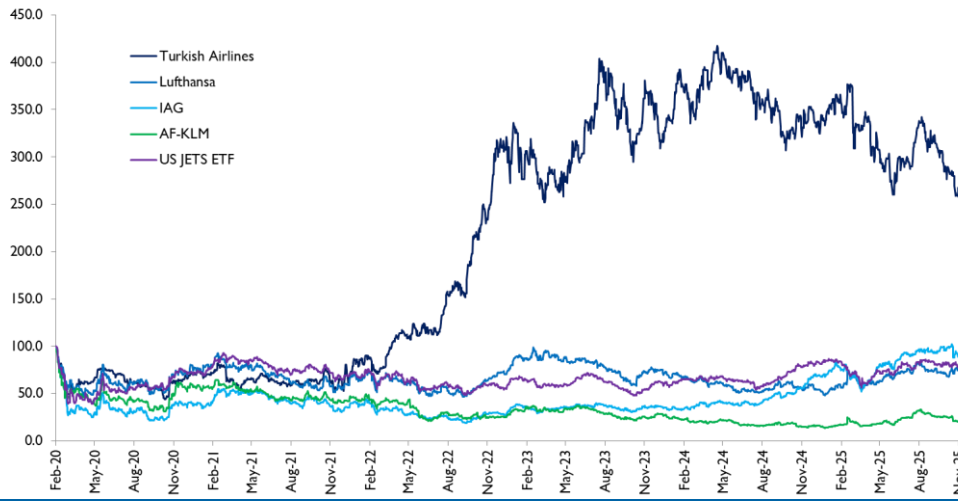
Türk Havacılık Şirketleri ile Emsal Şirket Çarpanları

Tablo 16: Türk Havacılık Şirketleri ile Emsal Şirket Çarpanları

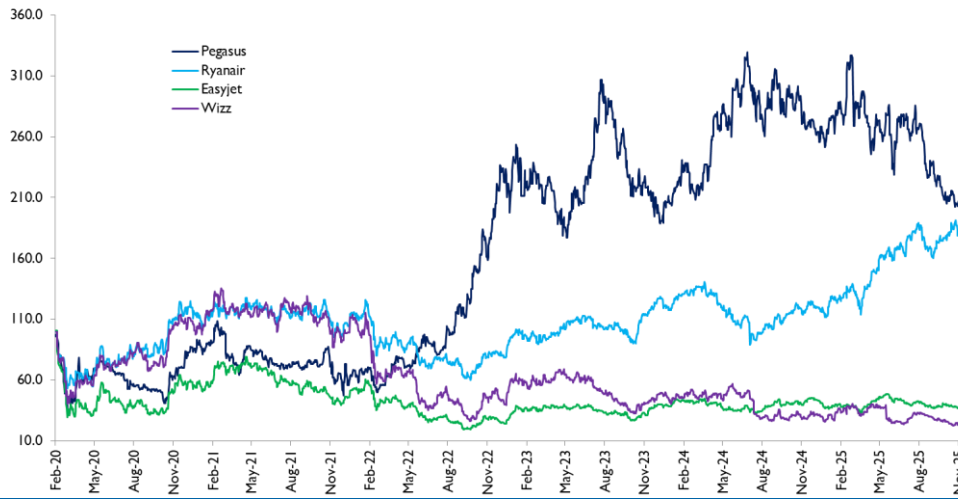
	Piyasa Değeri	F/K		FD/FAVÖK		PD/DD		Hisse Performansı (Dolar Bazında)			
	USDm	2025B	2026B	2025B	2026B	2025B	2026B	1 Ay	3 Ay	1 Yıl	2 Yıl
Gelişmiş Pazarlar											
Alaska Air	5,222	20.1	8.3	7.0	5.1	1.3	1.1	4%	-32%	-20%	25%
Delta Air	44,003	11.3	9.4	7.1	6.0	2.2	1.8	11%	7%	4%	75%
IAG	23,816	6.6	6.1	3.6	3.3	2.6	2.0	-8%	2%	59%	167%
Japan Airlines	8,172	12.4	10.1	4.8	3.9	1.3	1.1	4%	-11%	15%	5%
Lufthansa	11,484	7.4	6.5	3.6	3.3	0.8	0.7	4%	7%	52%	17%
Qantas Airways	9,702	9.1	8.3	4.2	4.0	15.1	8.1	-6%	-13%	21%	90%
United Airlines	35,933	10.3	8.5	6.7	6.1	2.3	1.8	9%	0%	7%	158%
American Airlines	9,548	21.2	7.8	8.2	6.6	a.d.	a.d.	7%	6%	-3%	7%
Air Canada	4,151	16.8	9.2	4.0	3.5	2.6	2.2	3%	0%	-21%	6%
ANA Holdings	9,061	9.9	9.9	4.8	4.2	1.2	1.1	1%	-6%	-1%	-4%
Qantas Airways	9,702	9.1	8.3	4.2	4.0	15.1	8.1	-6%	-13%	21%	90%
Air France-KLM	3,394	3.0	2.9	2.8	2.6	a.d.	2.7	-7%	-13%	70%	-1%
Singapore Airlines	15,727	8.2	22.0	5.2	6.7	1.2	1.3	-2%	-2%	11%	19%
Aegean Airlines	1,477	8.5	8.1	4.4	3.9	2.2	2.0	6%	3%	71%	50%
EVA Airways	5,906	7.6	8.5	2.8	2.8	1.4	1.3	-6%	-14%	-12%	22%
		9.1	8.3	4.4	4.0	2.2	1.8	3%	-2%	11%	22%
Gelişmekte olan Pazarlar											
Air China	19,557	71.8	16.6	11.1	8.9	2.3	1.9	10%	30%	36%	26%
Cathay Pacific	10,463	9.4	9.1	5.2	5.0	1.4	1.3	9%	16%	36%	81%
Cebu Air	327	3.9	3.4	8.2	4.5	0.8	0.7	8%	-9%	6%	-9%
China Airlines	3,652	8.2	10.0	3.0	3.3	1.2	1.1	-7%	-14%	-19%	-6%
China Eastern	15,712	275.1	22.9	10.4	7.5	2.3	2.1	14%	62%	96%	93%
China Southern	17,001	146.0	19.9	9.0	8.3	2.5	2.3	10%	42%	44%	47%
Copa Holdings	5,030	7.5	6.8	5.2	4.5	1.9	1.6	-2%	6%	41%	46%
Azul	183	0.3	1.1	6.3	3.3	a.d.	a.d.	-10%	36%	-74%	-94%
GOL	1,165	a.d.	a.d.	6.6	4.4	a.d.	a.d.	-1%	-10%	-66%	-96%
LATAM Airlines	15,153	12.5	12.5	5.3	4.9	8.4	5.0	8%	-5%	83%	170%
Thai Airways	7,808	7.8	8.6	4.7	4.8	3.1	2.3	-5%	-28%	190%	196%
		8.8	9.5	6.3	4.8	2.3	1.9	8%	6%	36%	46%
Düşük Maliyetli Hava yolu Taşıyıcısı											
Allegiant Travel	1,468	27.7	13.0	6.6	5.5	1.3	1.2	25%	20%	-4%	7%
easyJet	4,910	7.4	6.9	2.2	2.0	1.1	0.9	1%	2%	-4%	12%
JetBlue	1,733	a.d.	a.d.	27.1	14.5	0.8	1.0	9%	-17%	-26%	-6%
Norwegian Air	1,825	8.6	8.4	3.6	3.1	2.5	2.2	11%	8%	92%	95%
Ryanair	34,004	18.9	13.3	9.9	7.3	4.0	3.6	2%	14%	67%	72%
Southwest Airlines	18,460	34.3	13.4	9.7	6.5	2.3	2.1	16%	10%	10%	36%
IndiGo	23,997	30.9	29.7	13.5	11.5	26.4	13.5	-1%	-2%	22%	88%
Volaris	923	a.d.	98.9	4.9	3.7	2.7	2.5	16%	25%	0%	-4%
Wizz Air	1,551	9.0	111.8	5.2	5.1	4.4	3.9	9%	-14%	-5%	-38%
		18.9	13.4	6.6	5.5	2.5	2.2	9%	8%	0%	12%
Grand Average (Median)											
		9.2	9.1	5.2	4.5	2.3	2.0	4%	0%	11%	25%
Türk Hava Yolları	8,958	3.6	4.3	4.2	4.3	0.5	0.4	-6%	-17%	-18%	-26%
Genel ortalamaya göre prim/iskonto		-62%	-53%	-19%	-5%	-78%	-77%				
Pegasus	2,376	6.3	6.2	6.1	5.6	1.1	0.9	-5%	-15%	-23%	-5%
Düşük maliyetli hava yolu taşıyıcılarına göre prim/iskonto		-67%	-54%	-7%	1%	-56%	-59%				

	Piyasa Değeri USDm	F/K		FD/FAVÖK		PD/DD		Hisse Performansı (Dolar Bazında)			
		2025B	2026B	2025B	2026B	2025B	2026B	1 Ay	3 Ay	1 Yıl	2 Yıl
Havalimanları											
Airports of Thailand	21,271	36.9	35.7	18.8	18.0	5.2	4.8	12%	26%	-20%	-16%
Beijing Capital Int'l Airport	1,665	a.d.	67.6	13.2	10.0	0.9	0.9	2%	0%	5%	2%
Auckland Int. Airport	7,808	42.0	43.8	22.3	22.5	1.3	1.3	0%	5%	0%	-3%
Fraport AG	7,764	15.7	17.5	11.1	10.6	1.2	1.1	-5%	-1%	52%	40%
ADP	14,388	25.0	17.9	9.9	9.5	2.7	2.5	5%	14%	32%	26%
Xiamen International Airport	988	15.2	14.1	4.7	3.7	1.5	1.4	-1%	11%	14%	32%
Flughafen Wien AG	5,391	21.0	24.0	10.4	11.2	2.9	2.8	5%	4%	17%	31%
Flughafen Zurich AG	9,239	22.1	22.0	11.8	11.0	2.4	2.3	1%	0%	28%	50%
Shanghai International Airport	11,280	36.3	29.2	11.5	10.0	1.9	1.8	-1%	1%	-7%	-8%
Beijing Capital Int'l Airport	1,665	a.d.	67.6	13.2	10.0	0.9	0.9	2%	0%	5%	2%
Grupo Aeroportuario del Pacifico	11,668	20.2	16.3	11.7	10.4	10.0	8.2	9%	-4%	33%	70%
Grupo Aeroportuario del Centro	5,068	16.2	13.9	10.1	8.7	9.7	8.4	9%	4%	77%	64%
		21.5	23.0	11.6	10.2	2.1	2.0	2%	2%	15%	29%
TAV Havalimanları	2,392	27.9	11.7	6.8	5.8	1.2	1.1	4%	13%	-16%	63%
Havalimanlarına göre prim/iskonto		30%	-49%	-41%	-43%	-42%	-45%				

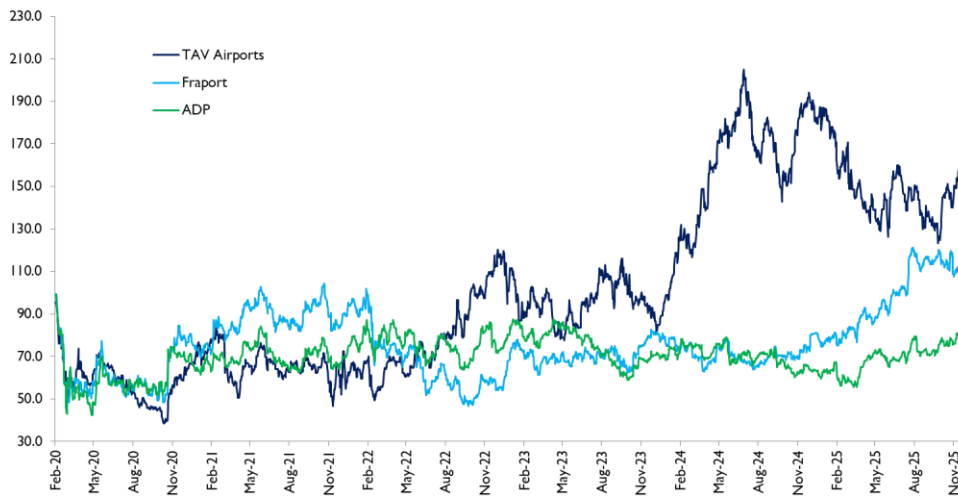
Kaynak: Bloomberg, UNLU & Co

Tablo 17: Hisse performansları (USD): Pandemi başlangıcından beri Türk Hava Yolları ve emsalleri


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 18: Hisse performansları (USD): Pandemi başlangıcından beri Pegasus ve emsalleri


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 19: Hisse performansları (USD): Pandemi başlangıcından beri TAV Havalimanları ve emsalleri


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 20: Türk Hava Yolları ileriye dönük F/K


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 21: Türk Hava Yolları ileriye dönük FD/FAVÖK


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 22: Pegasus ileriye dönük F/K

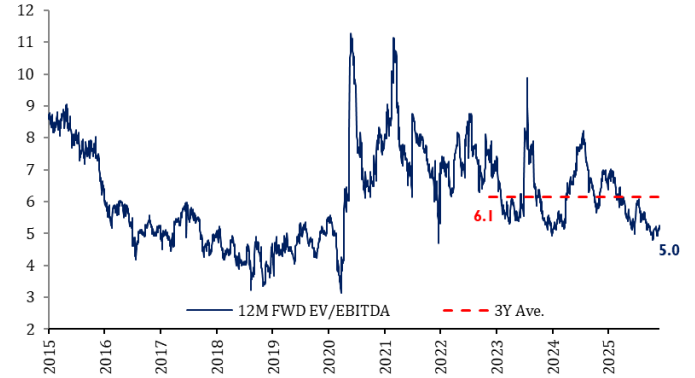

Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 23: Pegasus ileriye dönük FD/FAVÖK


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 24: TAV Havalimanları ileriye dönük F/K


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 25: TAV Havalimanları ileriye dönük FD/FAVÖK


Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Finansal Sonuçlar

Türk Hava Yolları 3Ç25 Sonuçları

Türk Hava Yolları 3Ç25'te 7.0 milyar USD gelir (+%5 y/y; Ünlü: 6.9 milyar USD; Kons.: 6.9 milyar USD), 1.87 milyar USD FAVÖK (-%14 y/y; Ünlü: 1.83 milyar USD; Kons.: 1.85 milyar USD) ve 1,378 milyon USD net kâr (-%11 y/y; Ünlü: 1,357 milyon USD; Kons.: 1,218 milyon USD) açıkladı. Gelirler ve FAVÖK beklentilere paralel gelirken, net kâr konsensüsün %13 üzerinde gerçekleşti. Bu farkın güçlü finansal gelir ve yatırımlardan elde edilen kazançlardan kaynaklandığı değerlendiriliyor. Şirket gelir büyüme hedefini hafif aşağı revize etti. Çeyreğin öne çıkan noktaları:

- Daha önce açıklandığı üzere, Türk Hava Yolları'nın yolcu sayısı 3Ç25'te yıllık bazda %11 arttı. RPK ve ASK sırasıyla %9 ve %8 yükselerek doluluk oranında 0.6 puanlık artış sağladı. Yolcu gelirleri USD bazında %6.1 artarken, birim gelirler (USc) yıllık bazda %2.6 geriledi (kur etkisi hariç aynı seviyede). Kur etkisinden arındırılmış birim gelir değişimi (3Ç24'e göre) bölgesel olarak: yurtiçi +%8.3, Uzak Doğu -%3.2, Afrika -%2.2, Orta Doğu -%2.7, Amerika -%6.9, Avrupa -%2.6. Kargo gelirleri küresel taşımacılık talebindeki zayıflama nedeniyle yıllık bazda %7.2 düşerek toplam gelirlerin %12.2'sine geriledi (3Ç24: %13.7).
- 3Ç25'te yakıt birim maliyeti (Fuel CASK, USD bazında) %8.3 azaldı, yakıt hariç birim maliyet (ex-fuel CASK) %7.7 arttı ve toplam birim maliyet (CASK) yıllık bazda %2.8 yükseldi. En yüksek artışlar personel (+%13.5 y/y), havaalanı ve üst geçiş(+%11.6), bakım (+%9.3), yer hizmetleri (+%9.2) ve yolcu hizmetleri ile ikram (+%6.5) kalemlerinde görüldü. Yakıt dışı maliyetlerdeki artış, ücret ayarlamaları ve Avrupa'daki havaalanlarında revize edilen ücret tarifelerinden kaynaklandı. Yönetim, Pratt & Whitney GTF motorlarının yerde kalmasının ex-fuel CASK üzerinde yaklaşık 2 puan etkisi olduğunu belirtti.
- Yolcu birim gelirlerindeki %3 düşüş ve maliyetlerdeki %11 artış, FAVÖK marjında yıllık bazda 5.8 puan gerilemeye yol açtı. FAVÖK 3Ç25'te yıllık bazda %14 düşüşle 1.87 milyar USD'ye indi.
- Net kâr, yatırımlardan elde edilen gelirler (net 304 milyon USD), iştiraklerden pay (128 milyon USD; ağırlıklı olarak Sunexpress) ve net finansal gelir (105 milyon USD) ile desteklendi.
- Net borç 3Ç25 sonunda 9.3 milyar USD'ye yükseldi (2Ç25: 8.4 milyar USD). Buna göre net borç/FAVÖK (USD bazında) oranı 3Ç25'te 2.4x'e çıktı (2Ç25: 2.1x).

Yönetim 2025 gelir beklentisinde revizyona gitti: Yönetim, yolcu kapasite artışı hedefini %7–8 aralığında korudu. Ancak toplam gelir büyüme beklentisini %6–8'den %5–6'ya çekti. EBITDAR marjı hedefi %22–24 aralığında, yakıt hariç birim maliyet artışı beklentisi ise orta tek haneli seviyede sabit tutuldu.

Finansal Sonuçlar: Türk Hava Yolları

USDm	3Ç24 2Ç25 3Ç25			y/y		Beklentiler		% Sapma		9A24 9A25 y/y		
	3Ç24	2Ç25	3Ç25	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	9A24	9A25	y/y
Net satış	6,630	5,980	6,953	5%	16%	6,875	6,944	1%	0%	17,060	17,820	4%
FAVÖK	2,167	1,371	1,871	-14%	36%	1,825	1,853	3%	1%	3,995	3,745	-6%
FAVÖK marjı	32.7%	22.9%	26.9%	-5.8pp	4.0pp	26.5%	26.7%			23.4%	21.0%	-2.4pp
Net kar	1,543	691	1,378	-11%	99%	1,357	1,218	2%	13%	2,712	2,025	-25%
Net marj	23.3%	11.6%	19.8%	-3.5pp	8.3pp	19.7%	17.5%			15.9%	11.4%	-4.5pp

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Şirket anketi

Pegasus 3Ç25 Sonuçları

FAVÖK beklentilere paralel; net kâr finansal giderlerdeki düşüşle güçlü: Pegasus 3Ç25'te EUR1.103m gelir (+%1 y/y; Ünlü: EUR1.107m, Kons.: EUR1.116m), EUR395m FAVÖK (-%11 y/y; Ünlü: EUR371m, Kons.: EUR381m) ve EUR227m net kâr (-%25 y/y; Ünlü: EUR195m, Kons.: EUR190m) açıkladı. FAVÖK genel olarak beklentilere paralel gerçekleşirken, net kâr konsensüsün %19 üzerinde geldi; bu farkın temel nedeni beklenenden düşük finansal giderlerdi. Şirket yönetimi 2025 yılı beklentilerini hafif aşağı yönlü revize etti; yeni tahminler, önceki FAVÖK öngörüsüne göre yaklaşık %4'lük bir düşüşe işaret ediyor. Çeyreğin öne çıkan detayları:

- 3Ç25'te toplam yolcu sayısı %16 y/y arttı; bu artış ağırlıklı olarak %16'lık uluslararası yolcu trafiği büyümesinden kaynaklandı. Toplam AKK %17 y/y artarken, uluslararası AKK %16 y/y arttı. Doluluk oranı yıllık bazda 0,1 puan artışla %89,2'ye yükseldi; uluslararası hatlarda doluluk oranı %86,8'e çıkarak 0,2 puan iyileşme gösterdi. Gelirler (EUR bazında) yıllık %1 arttı ancak kapasite artışının gerisinde kaldı; zira devam eden talep teşvikleri yolcu başı gelirleri azalttı. Yan gelirler %14 y/y arttı. 3Ç25'te RASK %14 y/y gerilerken, yolcu başına yan gelir %1 y/y düştü.
- FAVÖK genel olarak beklentilere paralel gerçekleşti: Çeyrek boyunca yakıt CASK (EUR) %12 düşerken, yakıt hariç CASK (EUR) yıllık bazda yatay kaldı ve toplam CASK %4 azaldı. Ancak RASK'taki %14'lük düşüş nedeniyle Pegasus'un FAVÖK marjı yıllık 4,8 puan geriledi ve FAVÖK 3Ç25'te yıllık %11 azalarak EUR395m oldu.
- Pegasus, 3Ç25'te 35 milyon EUR net finansal gider kaydetti ve 227 milyon EUR net kâr açıkladı (-%25 y/y).
- Net borç (nakit ve nakit benzerleri + PDP/2 – krediler – kira yükümlülükleri) 2Ç25'teki 2,70 milyar EUR seviyesinden 3Ç25 sonunda hafif artışla 2,86 milyar EUR'a çıktı.

2025 beklentilerinde hafif revizyon: Yönetim 2025 beklentilerini hafif aşağı yönlü revize etti. AKK artışı beklentisi %14–16 y/y ile değişmedi. RASK'ta %6–8 düşüş (önceki: orta tek haneli düşüş), CASK'ta %1–3 düşüş (önceki: düşük tek haneli düşüş) ve yakıt hariç CASK'ta %3–5 artış (önceki: düşük tek haneli artış) bekleniyor. FAVÖK marjının ise yaklaşık %26 (önceki: %26–27) seviyesinde gerçekleşmesi öngörülüyor. Yeni tahminler, önceki FAVÖK (EUR bazında) yönlendirmesine göre yaklaşık %4'lük düşüşe işaret ediyor.

Finansal Sonuçlar: Pegasus

EURm	3Ç24	2Ç25	3Ç25			Beklentiler		% Sapma		9A24	9A25	y/y
				y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	1,091	876	1,103	1%	26%	1,107	1,116	0%	-1%	2,373	2,601	10%
FAVÖK	443	254	395	-11%	56%	371	381	6%	4%	711	692	-3%
FAVÖK marjı	40.6%	29.0%	35.8%	-4.8pp	6.8pp	33.5%	34.1%			30.0%	26.6%	-3.4pp
Net kar	301	122	227	-25%	86%	195	190	16%	19%	310	287	-7%
Net marj	27.6%	13.9%	20.6%	-7.0pp	6.7pp	17.6%	17.0%			13.1%	11.0%	-2.0pp

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Şirket anketi

TAV Havalimanları 3Ç25 Sonuçları

TAV Havalimanları 3Ç25 finansallarında EUR566m net satış (+%13 yıllık, Kons: EUR547m; Ünlü: EUR534m), EUR231m FAVÖK (+%18 yıllık, Kons: EUR218m; Ünlü: EUR216m) ve EUR125m net kâr (+%21 yıllık; Ünlü: EUR93m; Kons: EUR103m) açıkladı. FAVÖK ve net kâr sırasıyla beklentilerin %6 ve %22 üzerinde gerçekleşti. Bu performans, belirli iş kollarında ve kârlılıkta görülen güçlü seyirden kaynaklandı. Şirket, 2025 yılı için verdiği tahminlerini korudu. Çeyreğe ilişkin öne çıkan başlıklar:

- 3Ç25'te gelirler %13 yıllık artarak yolcu trafiğindeki %10'luk büyümenin üzerinde gerçekleşti. Ankara (+%44 yıllık) ve BTA (+%67) çeyrekte en güçlü gelir artışı kaydeden birimler oldu. Antalya'daki yeni BTA catering operasyonları, Ankara'daki yeni imtiyaz, fiyat artışları ve Almaty'deki yeni ticari alanlar gelir büyümesinin ana etkenleriydi.
- FAVÖK %18 yıllık artışla EUR231m'a yükselerek beklentileri aştı. Bu artış, marj iyileşmesi ve bazı varlıklardaki güçlü performansla (BTA +%130 yıllık, Ankara +%58, Almaty +%28 yıllık ve Havaş +%19) desteklendi. FAVÖK marjı yıllık bazda yaklaşık 1,5 puan artarak %40,8'e yükseldi. Marjlardaki iyileşme, sınırlı nakit operasyonel gider artışı (+%12 yıllık) sayesinde elde edildi ve bu da faaliyet kaldıraç etkisini yansıttı. Özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımlar (en önemlileri Antalya ve ATU), 2Ç25'teki EUR28m zararın ardından 3Ç25'te EUR27m kâr kaydetti.
- Şirket, 3Ç25'te EUR125m net kâr açıkladı (+%21 yıllık). Bu artış, güçlü operasyonel performansın yanı sıra ertelenmiş vergi giderleri ve kur farkı zararlarındaki çeyreklik gerilemeden kaynaklandı.
- Net borç, mevsimsel olarak güçlü nakit yaratımının etkisiyle 2Ç25'teki EUR1,779m seviyesinden hafif gerileyerek EUR1,638m'a indi.

2025 Tahminleri korundu: Yönetim, EUR1,750–1,850m satış, 110–120 milyon toplam yolcu ve EUR520–590m FAVÖK beklentilerini korudu. Ayrıca, yatırım harcaması programına ilişkin daha fazla detay paylaşarak toplam EUR220–240m (önceki EUR140–160m + 2025 Almaty Yatırım Planı) harcama öngörüsünde bulundu.

Finansal Sonuçlar: TAV Havalimanları

EURm	3Ç24 2Ç25 3Ç25			y/y c/c		Beklentiler		% Sapma		9A24 9A25		y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	499	445	566	13%	27%	534	547	6%	4%	1,232	1,390	13%
FAVÖK	196	147	231	18%	57%	216	218	7%	6%	411	467	14%
FAVÖK marjı	39.2%	32.9%	40.8%	1.5pp	7.8pp	40.5%	39.9%			33.4%	33.6%	0.2pp
Net kar	104	-4.4	125	21%	a.d.	93	103	35%	22%	185	75	-59%
Net marj	20.8%	-1.0%	22.1%	1.3pp	23.1pp	17.4%	18.8%			15.0%	5.4%	-9.6pp

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Şirket anketi

4 Aralık 2025

Türk Hava Yolları

Birim gelirler üzerinde ilave baskı riski; Tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz

Türk Hava Yolları'ndaki tavsiyemizi Al'dan Tut'a indiriyor ve hedef fiyatımızı TL445/hisseden TL388/hisseye çekiyoruz. Görece temkinli görüşümüz (diğer tüm kurumlar Al önerisi verirken Tut veren tek kurumuz) 2026'da beklediğimiz karlılık baskılarını yansıtıyor. 2026'da yakıt CASK'ı bir miktar rahatlatma sağlayabilir; ancak yakıt hariç CASK'ın, kısmen TL'nin değerlenmesi nedeniyle, yüksek seyretmesini bekliyoruz. Yolcu birim gelirleri, Avrupa'daki rekabetin güçlenmesi, turizm talebinde olası yumuşama ve THY'nin süren agresif kapasite artışı (ASK +%9 2026'da, %8 2024'te) nedeniyle ilave baskı görülebilir. Kargo operasyonları da baskı altında kalabilir. Hisse 2026T F/K 4.3x ile işlem görerek ucuz görünse de, karlılık baskıları ve piyasanın 2026 beklentilerinde olası aşağı yönlü revizyonlar nedeniyle iskontolu seviyelerde işlem görmeye devam edebilir.

- Türk Hava Yolları, çeşitlendirilmiş ağı ve bölgeler arasında kapasiteyi esnek şekilde yeniden tahsis edebilme kabiliyeti sayesinde avantaj sağlamaktadır.** 2025 yılında, zayıf transatlantik pazar, Avrupa'daki yoğun rekabet ve Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimler ışığında, THY, talebin daha güçlü olduğu Asya ve Afrika yönlerine kapasite kaydırmıştır; bu durum, Avrupa taşıyıcıları için Asya rotalarında Rusya hava sahasının kapanmasıyla desteklenmiştir. Ağ avantajı sayesinde, THY'nin yolcu sayısı 10A25'te %8 y/y artarken, RPK ve ASK sırasıyla %8 ve %7 y/y yükselmiş, buna bağlı olarak doluluk oranı 0.8pp artmıştır.
- Karlılık 2026'da baskı altında kalabilir:** THY'nin FAVÖK marjı, 2025 yılında yolcu gelirlerinin düşüklüğü ve yakıt hariç CASK'ın artması nedeniyle baskı altında kalmış olup, bu olumsuz faktörlerin 2026 yılında da devam etmesi muhtemeldir. 9A25'te yolcu geliri %2 y/y düşerken, toplam CASK yakıt CASK'ındaki %13'lük düşüşe rağmen %1.2 y/y artmıştır. 2026'ya bakıldığında, yakıt CASK'ı bir miktar rahatlatma sağlayabilir; ancak yakıt hariç CASK, kısmen devam eden TL değerlenmesiyle yüksek seviyelerini korumaya devam edecektir. Aynı zamanda, yolcu gelirleri daha yoğun Avrupa rekabeti, muhtemel yumuşayan turizm talebi ve THY'nin güçlü kapasite genişleme planı (ASK büyümesi: 2026'da %9 vs. 2024'te %8) nedeniyle baskı altında kalabilir. Ayrıca, sektör normalleşirken kargo operasyonları da baskı altında kalmaya devam edebilir.
- Air Europa stratejik erişim sağlayacak:** THY, Kasım 2025'te Air Europa'da %25–27 hisse için 300mn EUR teklif etmiş olup, işlemin 6–12 ay içinde tamamlanması beklenmektedir. 57 uçaklık filosuna rağmen, bu anlaşma İspanya bağlantılarını güçlendirebilir, Türkiye'ye gelen turizmi destekleyebilir ve Latin Amerika büyümesi için slotları güvence altına alabilir.
- Turkish Technic'in bakım merkezi olma planı uzun vadede kazanç sağlayacaktır:** THY'nin planlanan geniş gövde motor merkezi, A350 ve A330neo motorlarını kapsayacak şekilde, 2033 yılı itibarıyla yıllık 1.5 milyar USD gelir hedeflemekte olup, Turkish Technic'in MRO yeteneklerini ve havayolu dışı gelirlerini artıracaktır.
- Tavsiyemizi TUT olarak güncelliyoruz; ucuz değerlemenin devam etmesi muhtemel:** Hedef fiyatımızı 445TL'den 388TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi AL'dan TUT'a düşürüyoruz. Hisse 2026T F/K 4.3x ile ucuz görünse de, karlılık baskıları ve piyasanın 2026 beklentilerinde olası aşağı yönlü revizyonlar nedeniyle iskontolu işlem görmesi sürebilir. Hedef fiyatımız, 2026T FD/FAVÖKK (4.5x hedef) baz alınarak belirlenmiştir. Başlıca riskler arasında yakıt fiyatlarındaki oynaklık, jeopolitik riskler, döviz volatilitesi, talep riski, yoğun rekabet ve Türkiye'de makroekonomik istikrarsızlık bulunmaktadır.

Tavsiye:

TUT

Önceki:AL

Hedef Fiyat:

TL 388

(önceki: TL445)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	THYAO.IS
Sektör	Havacılık
Fiyat	TL 275.50
Piyasa değeri (TLm)	380,190
Şirket değeri (TLm)	765,452
Piyasa değeri (USDm)	8,973
Şirket değeri (USDm)	18,066
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	267.01
Halka açıklık (%)	50

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-6.3	-16.3	-1.7
Endekse göre (%)	-6.1	-18.6	-12.5

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 3 Aralık 2025 tarihinde 11,037 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Mehmet Yiğit Yorulmaz

mehmet.yorulmaz@unluco.com

Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	9.8	3.1	1.3	2.6	3.6	4.3
FD/FAVÖK(x)	6.7	3.7	3.4	3.6	4.2	4.3
FD/satış (x)	1.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	2.5	2.2	2.2

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	15.2	34.9	54.3	19.9	13.6	12.2
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	5.1	10.2	8.4	5.0	3.9	4.0
Brüt marj (%)	22.7	24.3	23.7	19.2	16.9	16.4
FAVÖK marjı (%)	28.7	25.3	22.9	18.3	16.4	16.1
FVÖK marjı (%)	12.8	15.3	13.3	8.6	6.7	6.6
Ner kar marjı (%)	8.4	15.2	32.3	15.2	10.4	8.1
Net borç/FAVÖK (x)	3.9	2.0	1.7	1.9	2.4	2.6
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2

Kar ve zarar (USDm)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	10,909	18,903	21,205	22,716	24,159	26,062
Büyüme oranı (yıllık)	64.2%	73.3%	12.2%	7.1%	6.4%	7.9%
Brüt kar	2,481	4,595	5,022	4,355	4,078	4,286
FAVÖK	3,128	4,780	4,851	4,152	3,958	4,183
Büyüme oranı (yıllık)	164.8%	52.8%	1.5%	-14.4%	-4.7%	5.7%
FVÖK	1,395	2,900	2,814	1,949	1,629	1,724
Büyüme oranı (yıllık)	a.d.	107.9%	-3.0%	-30.7%	-16.4%	5.8%
Diğer gelir/gider	123	66	189	501	533	632
Finansman geliri/gideri	-770	-289	-394	-540	-560	-757
Vergi öncesi kar	1,030	3,123	3,838	3,700	2,935	2,454
Vergi	109	241	-3,015	-246	-411	-344
Efektif vergi oranı	-10.6%	-7.7%	78.6%	6.6%	14.0%	14.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	920	2,881	6,853	3,455	2,524	2,110
Büyüme oranı (yıllık)	a.d.	213.2%	137.8%	-49.6%	-26.9%	-16.4%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Hisse başı net kar (TL)	0.667	2.088	4.966	2.504	1.829	1.529
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.15	0.11	0.09
Temettü ödeme oranı	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	5.9%	6.2%

Nakit akışı (USDm)	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço (USDm)	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	2,814	1,949	1,629	1,724	Nakit	683	2,721	3,088	3,328
Amortisman ve itfa giderleri	2,038	2,203	2,329	2,459	Dönen varlıklar	8,596	9,691	10,205	10,835
İşletme sermayesindeki değişim	121	-102	7	-11	Maddi duran varlıklar	23,003	24,680	25,822	27,785
Ödenen vergiler	-563	-390	-326	-345	Maddi olmayan duran varlıklar	114	138	138	138
Toplam yatırım harcaması	-1,076	-1,340	-1,561	-1,593	Duran varlıklar	27,075	29,980	31,123	33,085
Yatırım harcaması/hasılat	-5.1%	-5.9%	-6.5%	-6.1%	Toplam Varlıklar	35,671	39,671	41,328	43,920
Serbest nakit akışı	3,334	2,321	2,079	2,235	Kısa vadeli yükümlülükler	9,102	9,624	10,745	12,257
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	15.7%	10.2%	8.6%	8.6%	Uzun vadeli yükümlülükler	11,041	10,773	12,802	14,783
					Özkaynaklar	15,528	19,275	17,781	16,880
					Toplam Kaynaklar	35,671	39,671	41,328	43,920
Ödenen temettüler	0	0	-241	-174	Net işletme sermayesi	-19	79	58	59
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	-3,392	2,038	367	241	Net nakit (borç)	-8,246	-7,821	-9,422	-10,962

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri

4 Aralık 2025

Pegasus

2026 için kapasite büyümesindeki yavaşlama olumlu, AL

Pegasus'un 2025 performansı, yüksek sezonda İsrail-İran çatışması ve zayıf turizm talebi nedeniyle sınırlı kalmış, Pegasus ve Ajet'in güçlü kapasite artışı ise fiyatlamada üzerinde ek baskı yaratmıştır. 2026'da terminal yenilemesi ve Sabiha'nın ikinci pistinin tam kapasite kullanımı kısmi bir rahatlamaya sağlayabilir; ancak TL'nin değer kazanması ve Ajet'in genişlemesi baskı unsurları olarak devam etmektedir. 2026 FAVÖK'ünün yalnızca %7 artmasını ve net kârın yatay kalmasını bekliyoruz. Diğer yandan 2026'da kapasite büyümesinin yavaşlaması, borçların azaltılmasını destekler ve hâlâ zorlu bir ortamda kârlılık risklerini sınırlamaya yardımcı olur. AL tavsiyemizi koruyor ancak hedef fiyatımızı 390TL'den 351TL'ye çekiyoruz.

- Yoğun sezondaki jeopolitik gelişmeler 2025 mali performansını olumsuz etkiledi:** 13-25 Haziran tarihleri arasında süren İsrail-İran çatışması, Pegasus üzerinde önemli bir olumsuz etki yaratmıştır. Uçuş operasyonları kısa süre sonra yeniden başlamasına rağmen, normalleşme ve istikrar Eylül ayına kadar sağlanamamıştır. Bu dönemin Türkiye'ye yönelik zayıf gelen turist talebi ile çakışması ve şirketin güçlü kapasite artışı, Pegasus'un fiyatlamada gücü üzerinde baskı oluşturmuştur. Ayrıca, Türk Hava Yolları'nın hızlı kapasite artışı Pegasus üzerindeki rekabet baskısını daha da artırmıştır. Pegasus, bu dönemde yüksek doluluk oranlarını korumayı başarsa da, doluluk seviyesini sürdürmek için fiyatlamada tavizleri vermek zorunda kalmıştır. RASK'teki düşüş (%14 y/y) nedeniyle FAVÖK marjı (4.8pp y/y) düşmüş ve FAVÖK, 3Ç25'te %11 y/y azalarak 395mn EUR'ya gerilemiştir.
- 2026, Pegasus için sınırlı bir rahatlamaya getirebilir:** 2026 için filo genişlemesinin yavaşlamasıyla ASK'in %7 artmasını öngörmekteyiz; bu, 2025'teki %17 artışın altında bir seviyedir. Olumlu tarafta, Sabiha Gökçen terminalindeki yenileme çalışmaları (+%10 kapasite artışı), muhtemel jeopolitik gerilimlerin olmaması ve Sabiha'daki ikinci pistin tam kapasite kullanımı, önümüzdeki yıl Pegasus için destek sağlayabilir. Ancak, Türkiye'nin turizm sektörü, TL'nin değer kazanması nedeniyle baskı altında kalmaya devam edebilir. Ayrıca, Ajet'in 2026'daki agresif kapasite artışı (2025'te %15, 2026'da ~%24) Pegasus için zorluk yaratabilir. Sonuç olarak, FAVÖK'de yalnızca sınırlı bir iyileşme (+%7 y/y) beklemekteyiz. Öte yandan, 2025'teki döviz kazançlarından kaynaklanan yüksek net kâr bazını dikkate alarak, 2026'da net kârın 384mn EUR seviyesinde yatay kalmasını öngörmekteyiz.
- Kapasite büyümesindeki yavaşlamayı olumlu olarak değerlendiriyoruz:** 2026'da, kapasite büyümesinin 2025'teki %17'den %7 seviyelerine önemli ölçüde yavaşlamasıyla, piyasa koşullarının hâlâ zorlu olmasına rağmen, Pegasus'un borç azaltma süreci için ek destek sağlamasını ve kârlılık üzerinde riskleri sınırlamasını öngörmekteyiz.
- Temel yapısal rekabet avantajları korunuyor:** Zorluklara rağmen, Pegasus, yalnızca sektörde öncü maliyet yönetimi sayesinde değil, aynı zamanda uluslararasılaşma stratejisini başarılı bir şekilde uygulaması sayesinde de kayda değer bir performans göstermeye devam etmektedir. Ortalama filo yaşı 4.9 yıl olan Pegasus, Avrupa havayolları arasında en genç filolardan birini işletmektedir. İleriye dönük olarak, verimli A321Neo ve Boeing 737-10 ile 2028'den itibaren filonun genişletilmesi, düşük maliyetli iş modelini daha da güçlendirecek ve pazar payı kazanımlarını destekleyecektir.
- AL tavsiyemizi koruyoruz:** 2026T FD/FAVÖK (6.5x hedef) baz alınarak hedef fiyatımızı 390TL'den 351TL'ye düşürüyoruz; ve AL notumuzu koruyoruz. Başlıca riskler arasında yakıt fiyatlarındaki oynaklık, jeopolitik riskler, döviz volatilitesi, talep riski, irrasyonel rekabet ve Türkiye'de makroekonomik istikrarsızlık bulunmaktadır.

Tavsiye:

AL

Korundu

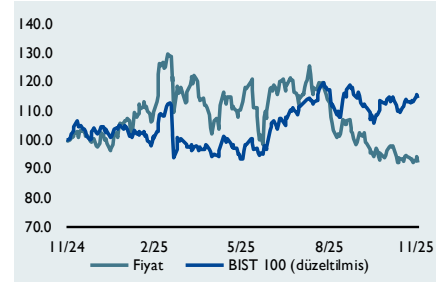
Hedef Fiyat: TL 351 (önceki: TL390)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	PGSUS.IS
Sektör	Havacılık
Fiyat	TL 201.70
Piyasa değeri (TLm)	100,850
Şirket değeri (TLm)	251,711
Piyasa değeri (USDm)	2,380
Şirket değeri (USDm)	5,941
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	100.03
Halka açıklık (%)	43

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-5.5	-12.7	-8.5
Endekse göre (%)	-5.3	-15.1	-18.5

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 3 Aralık 2025 tarihinde 11,037 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Mehmet Yiğit Yorulmaz

mehmet.yorulmaz@unluco.com

Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	-12.7	5.8	2.9	6.4	6.3	6.2
FD/FAVÖK(x)	19.2	5.6	5.8	5.8	6.1	5.6
FD/satış (x)	4.1	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	-36.1	60.6	62.9	20.1	19.3	20.5
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	-1.5	13.0	9.2	7.5	6.9	8.6
Brüt marj (%)	1.1	27.1	23.8	22.6	21.0	22.9
FAVÖK marjı (%)	21.3	33.0	30.7	28.4	25.6	26.1
FVÖK marjı (%)	-5.1	22.5	19.6	17.7	15.5	17.4
Ner kar marjı (%)	-18.5	16.6	29.6	11.9	10.7	10.5
Net borç/FAVÖK (x)	8.2	2.7	3.0	3.2	3.5	3.1
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.7	-0.3	-0.2	-0.3	0.0	-0.2

Kar ve zarar (EURm)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	1,017	2,474	2,742	3,149	3,501	3,676
Büyüme oranı (yıllık)	69.3%	143.3%	10.8%	14.9%	11.2%	5.0%
Brüt kar	11	670	654	710	735	842
FAVÖK	217	816	841	895	897	960
Büyüme oranı (yıllık)	259.9%	276.9%	3.0%	6.4%	0.3%	7.0%
FVÖK	-52	558	537	556	541	640
Büyüme oranı (yıllık)	a.d.	a.d.	-3.7%	3.5%	-2.7%	18.4%
Diğer gelir/gider	-6	2	-29	30	-150	-5
Finansman geliri/gideri	-142	-204	-169	-302	-20	-240
Vergi öncesi kar	-196	383	393	336	442	427
Vergi	8	28	420	38	-66	-43
Efektif vergi oranı	4.1%	-7.3%	-106.7%	-11.4%	15.0%	10.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	-188	411	813	374	376	384
Büyüme oranı (yıllık)	a.d.	a.d.	97.7%	-54.0%	0.5%	2.2%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	500	500	500	500	500	500
Hisse başı net kar (TL)	-0.376	0.822	1.625	0.748	0.752	0.769
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)	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço (EURm)	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	537	556	541	640	Nakit	1,063	1,561	1,022	995
Amortisman ve itfa giderleri	303	339	356	320	Dönen varlıklar	1,474	1,892	1,327	1,300
İşletme sermayesindeki değişim	47	-2	33	24	Maddi duran varlıklar	319	471	475	489
Ödenen vergiler	118	122	119	141	Maddi olmayan duran varlıklar	20	24	20	18
Toplam yatırım harcaması	-107	-371	-109	-93	Duran varlıklar	4,726	5,820	5,687	5,589
Yatırım harcaması/hasılat	-3.9%	-11.8%	-3.1%	-2.5%	Toplam Varlıklar	6,200	7,712	7,014	6,889
Serbest nakit akışı	898	644	941	1,032	Kısa vadeli yükümlülükler	1,142	1,483	1,407	1,420
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	32.8%	20.5%	26.9%	28.1%	Uzun vadeli yükümlülükler	3,380	4,190	3,751	3,577
					Özkaynaklar	1,678	2,039	1,856	1,892
					Toplam Kaynaklar	6,200	7,712	7,014	6,889
Ödenen temettüler	0	0	0	0	Net işletme sermayesi	-116	-101	-109	-114
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	420	499	-539	-27	Net nakit (borç)	-2,555	-2,840	-3,105	-2,994

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri

4 Aralık 2025

TAV Havalimanları

2026'da güçlü kar büyümesi;

AL tavsiyemizi koruyoruz

TAV Havalimanları için AL tavsiyemizi koruyoruz. Yapıcı görüşümüz şu unsurlara dayanıyor: 1) Ankara, Antalya, Almatı ve Medine'deki yeni imtiyazlar ve kapasite artışı projeleri uzun vadeli büyüme görünürlüğünü destekliyor; 2) 2026'da %7 yolcu büyümesi, daha güçlü operasyonel kaldıraç, Antalya ve Almatı'da yeni başlayan ATU (duty-free) ve BTA (yiyecek-içecek) operasyonlarının tam yıl katkısı, Ankara imtiyaz ayarlamaları ve 2025'teki gibi anlamlı ertelenmiş vergi giderlerinin olmaması sayesinde güçlü kar büyümesi bekliyoruz. Bu çerçevede net kârın EUR176m'ye ulaşabileceğini (y/y %140 artış, 11.7x F/K) öngörüyoruz; 3) Gürcistan'daki süren görüşmeler, imtiyaz uzatımı sağlanması halinde anlamlı değer yaratabilir. Bu notla hedef fiyatımızı TL393/hisseden TL498/hisseye revize ediyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

- **2025 yılında trafik artışı devam etti, ancak TL'nin değer kazanması ve Orta Doğu'daki gerilimler büyümeyi sınırladı:** TAV 10A25'te 99m yolcuya hizmet verdi (+%6 y/y). Büyüme Almatı (+%6), İzmir (+%9), Gürcistan (+%16) ve Medine (+%7) kaynaklı olurken, Antalya zayıf kaldı (+%3). İzmir (+%9) ve Ankara (+%7) toplam momentuma katkı sağladı; daha yüksek bilet tavan fiyatları ve özellikle Ajet başta olmak üzere düşük maliyetli havayollarının büyümesiyle iç hat trafiğinde iyileşme görüldü. Ancak güçlü TL, Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimler ve yüksek otel fiyatları nedeniyle yüksek sezon performansı sınırlı kaldı.
- **2025 yılında TAV'ın portföyü yeni imtiyazlar ve kapasite artışlarıyla güçlendi:** Ankara'da Mayıs 2025'te başlayan yeni 25 yıllık imtiyazla portföy güçlendi; ikinci pist, yeni apronlar ve ATC kulesi dahil yatırımlar tamamlandı. Antalya'da Nisan 2025'te yeni terminal açılarak kapasite 35m'den 65m yolcuya yükseldi; ticari alanlar %165 genişletildi ve apron kapasitesi artırıldı. Almatı'da 2024'te yeni terminalin devreye alınmasının ardından 2025–2027 dönemine yayılan EUR315m'lik yatırım programı başlatıldı. TAV'ın %26 paya sahip olduğu Medine'de 3Ç25'te EUR300m'lik yeni uluslararası terminal inşaatı başladı; 2028'de tamamlanması beklenirken TAV'dan özsermaye katkısı gerekmiyor. Bu projeler TAV Havalimanları'nın uzun vadeli büyüme görünürlüğünü destekliyor.
- **2026 yılında güçlü kâr artışı muhtemel:** 2026'da yolcu trafiğindeki %7 artışın etkisiyle gelirlerin %7 büyümesini bekliyoruz. FAVÖK marjı, operasyonel kaldıraç, Antalya ve Almatı'da yeni başlayan ATU ve BTA operasyonlarının ramp-up süreci ve tam yıl katkısı, ayrıca Ankara imtiyaz ayarlamaları sayesinde desteklenerek FAVÖK'ün %11 y/y artmasına yol açabilir. 2026'da 2025'teki gibi yüksek ertelenmiş vergi giderlerinin olmaması (9A25'te EUR70m) nedeniyle net kârın EUR176m'ye ulaşabileceğini, yıllık %140 artışla 12x F/K'ya işaret edeceğini öngörüyoruz.
- **Gürcistan imtiyazının uzatılması değer katabilir:** TAV, Tiflis'te 2027 sonrasına yönelik beş yıllık uzatma karşılığında USD150m yatırım önerdi. Gürcistan 9A25 EBITDA'sının %19'unu oluşturdu. Mevcut şartlarla bir uzatma TAV'ın hedef piyasa değerine yaklaşık %5 katkı sağlayabilir; ancak mevcut şartların Gürcü hükümeti lehine revize edilmesi olası olduğundan TAV için yaratılacak değer daha düşük olabilir.
- **AL tavsiyemizi koruyoruz:** Hedef fiyatımızı TL393/hisseden TL498/hisseye revize ediyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. SoTP değerlememizde her bir havalimanı imtiyazı ve hizmet iş kolu için ayrı İNA kullanıyor; EUR risksiz faiz oranını %6.5 ve ERP'yi %6.0 alıyoruz. Başlıca riskler arasında beklenenden zayıf trafik, Orta Doğu'daki jeopolitik istikrarsızlık, döviz volatilitesi ve değeri düşürücü satın almalar yer almaktadır.

Tavsiye:

AL

Korundu

Hedef Fiyat:

TL 498

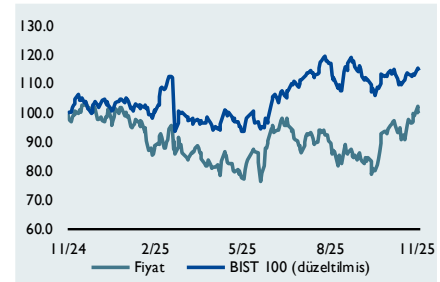
(önceki: TL393)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	TAVHLIS
Sektör	Havacılık
Fiyat	TL 279.50
Piyasa değeri (TLm)	101,537
Şirket değeri (TLm)	161,162
Piyasa değeri (USDm)	2,396
Şirket değeri (USDm)	3,804
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	14.98
Halka açıklık (%)	48

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	3.9	14.2	0.9
Endekse göre (%)	4.1	11.1	-10.2

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 3 Aralık 2025 tarihinde 11,037 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Mehmet Yiğit Yorulmaz

mehmet.yorulmaz@unluco.com

Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	46.0	16.8	8.3	11.2	27.9	11.7
FD/FAVÖK(x)	22.7	10.6	9.2	7.7	6.8	5.8
FD/satış (x)	6.5	3.2	2.7	2.3	2.1	1.8
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	2.6

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	4.7	11.1	19.0	12.1	4.5	10.0
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	1.9	9.2	11.8	8.9	7.6	10.1
Brüt marj (%)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FAVÖK marjı (%)	28.6	30.6	29.4	29.5	30.5	31.7
FVÖK marjı (%)	9.6	26.6	30.4	20.7	17.4	21.8
Ner kar marjı (%)	8.6	11.6	19.0	11.0	4.0	9.0
Net borç/FAVÖK (x)	8.8	4.1	3.8	3.5	3.1	2.4
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3

Kar ve zarar (EURm)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	522	1,051	1,310	1,660	1,848	1,970
Büyüme oranı (yıllık)	73.2%	101.4%	24.6%	26.7%	11.3%	6.6%
Brüt kar	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FAVÖK	150	322	385	489	563	624
Büyüme oranı (yıllık)	561.5%	115.5%	19.4%	27.2%	15.1%	10.8%
FVÖK	50	279	398	343	321	430
Büyüme oranı (yıllık)	a.d.	456.6%	42.4%	-13.8%	-6.3%	33.8%
Diğer gelir/gider	-1	15	5	8	8	8
Finansman geliri/gideri	33	-138	-112	-112	-164	-160
Vergi öncesi kar	83	142	286	231	157	271
Vergi	-32	-26	-32	-43	-59	-68
Efektif vergi oranı	38.0%	18.2%	11.1%	18.5%	37.5%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	-5	-8	-9	-14	-33	-35
Net kar	45	122	249	183	74	176
Büyüme oranı (yıllık)	-115.7%	173.4%	103.8%	-26.5%	-59.8%	139.7%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	363	363	363	363	363	363
Hisse başı net kar (TL)	0.123	0.336	0.686	0.504	0.203	0.486
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.15
Temettü ödeme oranı	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%

Nakit akışı (EURm)	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço (EURm)	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	398	343	321	430	Nakit	539	353	287	548
Amortisman ve itfa giderleri	80	142	161	172	Dönen varlıklar	1,032	851	785	1,047
İşletme sermayesindeki değişim	20	-2	-7	-8	Maddi duran varlıklar	678	961	914	841
Ödenen vergiler	-88	-75	-71	-95	Maddi olmayan duran varlıklar	22	36	30	26
Toplam yatırım harcaması	-597	-276	-113	-100	Duran varlıklar	3,721	4,012	4,154	4,050
Yatırım harcaması/hasılat	-45.6%	-16.6%	-6.1%	-5.1%	Toplam Varlıklar	4,753	4,863	4,939	5,097
Serbest nakit akışı	-187	131	291	400	Kısa vadeli yükümlülükler	888	808	840	874
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	-14.3%	7.9%	15.7%	20.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	2,438	2,432	2,392	2,349
Ödenen temettüller	0	0	0	-22	Özkaynaklar	1,426	1,623	1,707	1,873
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	281	-186	-66	261	Toplam Kaynaklar	4,753	4,863	4,939	5,097
					Net işletme sermayesi	338	336	328	320
					Net nakit (borç)	-1,448	-1,707	-1,773	-1,512

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri

Bahsi geçen şirketler (3 Aralık 2025 kapanış fiyatlarıyla)
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.Ş ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

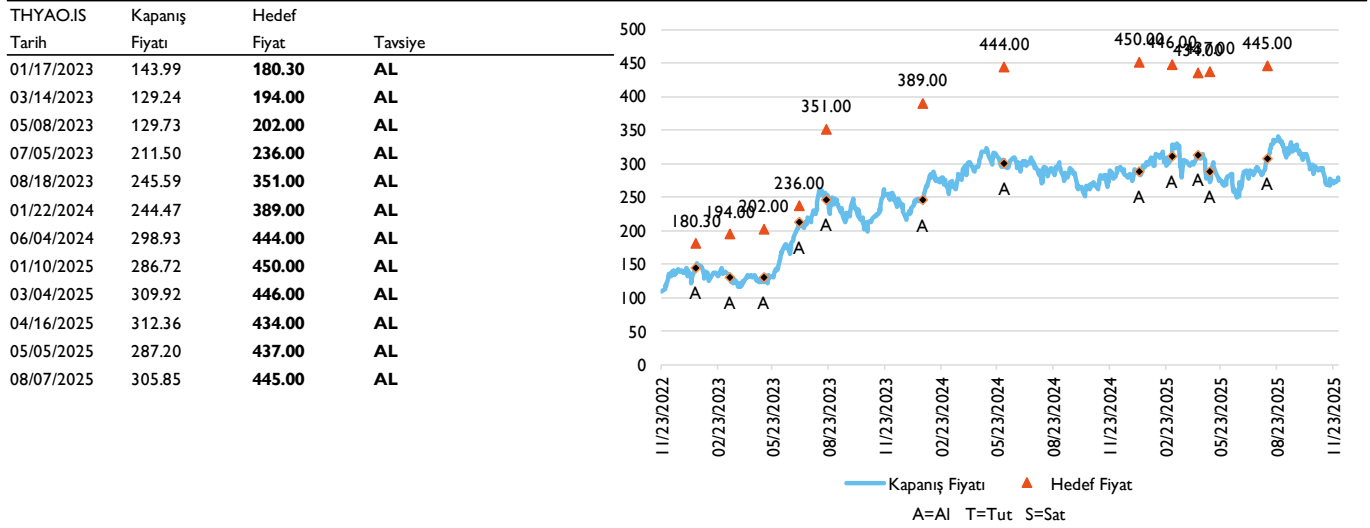
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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 Danış & Mehmet Yiğit Yorulmaz 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).

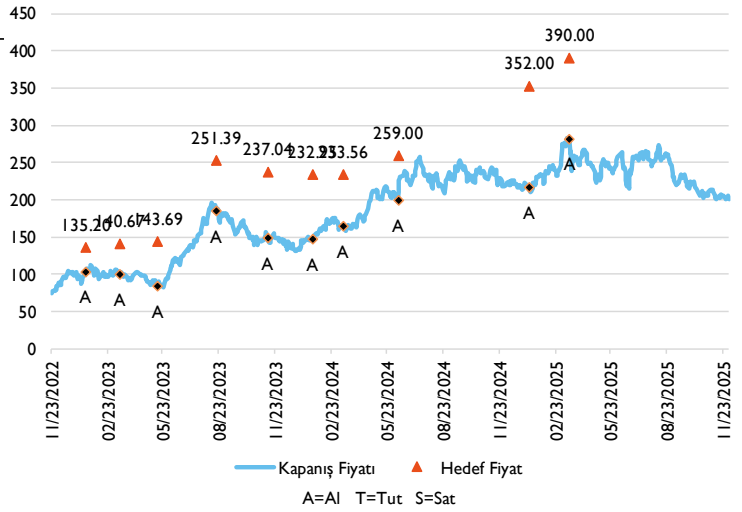
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

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



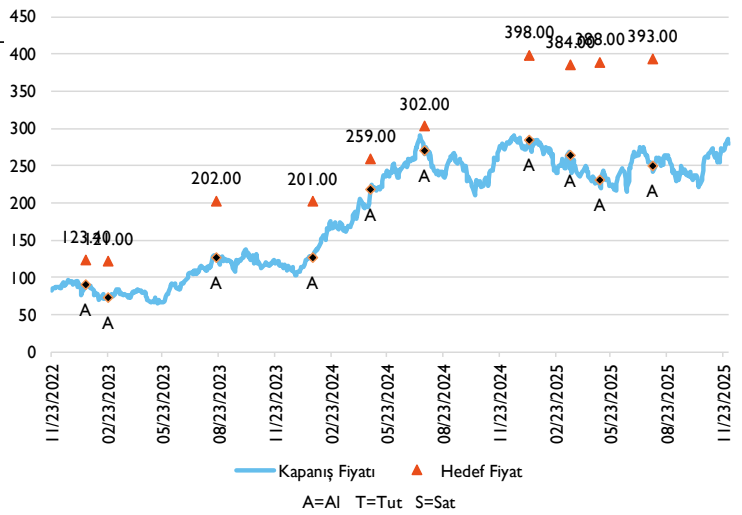
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği PGSUS.IS

Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
01/17/2023	103.00	135.20	AL
03/14/2023	98.94	140.67	AL
05/15/2023	82.99	143.69	AL
08/18/2023	184.12	251.39	AL
11/10/2023	147.93	237.04	AL
01/22/2024	146.60	232.95	AL
03/12/2024	163.37	233.56	AL
06/10/2024	198.40	259.00	AL
01/10/2025	216.20	352.00	AL
03/17/2025	281.25	390.00	AL



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

Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
01/17/2023	89.80	123.40	AL
02/23/2023	72.60	121.00	AL
08/18/2023	126.00	202.00	AL
01/22/2024	126.40	201.00	AL
04/26/2024	217.10	259.00	AL
07/23/2024	270.00	302.00	AL
01/10/2025	284.50	398.00	AL
03/18/2025	263.00	384.00	AL
05/05/2025	229.90	388.00	AL
07/30/2025	249.00	393.00	AL



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	68	32	0	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (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: TRY388 (THYAO.IS)

Metod: 2026T FD/FAVÖKK (4.5x hedef)

Riskler: Yakıt fiyatlarındaki oynaklık, jeopolitik riskler, döviz volatilitesi, talep riski, yoğun rekabet ve Türkiye’de makroekonomik istikrarsızlık

Hedef Fiyat: TRY351 (PGSUS.IS)

Metod: 2026T FD/FAVÖK (6.5x hedef)

Riskler: Yakıt fiyatlarındaki oynaklık, jeopolitik riskler, döviz volatilitesi, talep riski, irrasyonel rekabet ve Türkiye’de makroekonomik istikrarsızlık

Hedef Fiyat: TRY498 (TAVHL.IS)

Metod: Her bir TAV iş kolu için ayrı İNA analizlerine dayanan SoTP değerlemesi

Riskler: Beklenenden zayıf trafik, Orta Doğu’daki jeopolitik istikrarsızlık, döviz volatilitesi ve değeri düşürücü 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.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Türk Hava Yolları	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Pegasus	D
TAV Havalimanları	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

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 zımni 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.

ÜNLÜ & 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.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.