

Havacılık Sektörü (THYAO TI & PGSUS TI & TAVHL TI & HTTBT TI)

Muhasebe zamanı: beklenen, yaşanan ve sonrası

2025 Strateji Raporumuzda 2025 yılı havacılık sektörü için neler beklediğimizi, bugüne kadar neler yaşadığımızı, değişen beklentileri ve son olarak 2Ç25 dönemine ait beklentilerimize dair hazırladığımız raporun detaylarını ilerleyen sayfalarda bulabilirsiniz.

- Hatırlanacağı üzere 2025 yılına güçlü IATA ve DHMİ beklentileriyle başlamıştık. IATA, 2025 yılında **yolcu sayısının 5,2 milyara ulaşmasını, yolcu talebinin %8,0 oranında artmasını** beklemekteydi. DHMİ ise 2024-2028 Stratejik Planı'nda **«Bölgesel hava ulaşım merkezi olmak»** amacı altında en agresif büyüme hedefi 2025 yılında planlanmıştı.
- Haziran ayında yayımlanan IATA raporunun başlığı **'Protectionism on the rise'** olarak belirlenirken, yolcu talebinin, **2024'te kaydedilen %10,6'dan %5,8'e gerilemesi beklenmeye başlanmıştır**. Bu oran, Aralık 2024 raporunda öngörülen %8,0 yıllık artış tahminine göre aşağı yönlü revizyona işaret etmektedir. Raporun detaylarına baktığımızda ise bu aşağı yönlü revizyonun temellerinin, ilk akla gelen jeopolitik gerginlikler yerine, **Amerika bazlı büyüme beklentilerindeki düşüşten** oluştuğunu görmekteyiz.
- DHMİ tarafında, 2025 yılı için beklenti, yolcu trafiğinin %6 artış göstererek 244,8 milyon yolcuya ulaşması yönündeyken, yılın ilk 6 ayında yolcu trafiğinin %3,3 artışla 108,8 milyon yolcu seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz. İlk 5 ayda ülkemizi ziyaret eden toplam turist sayısı ise geçen yılın aynı dönemine göre %1 oranında azalarak 15,6 milyon seviyesinde gerçekleşmiş durumda. Jeopolitik gerginliklerin yoğun yaşandığı Orta Doğu ve BDT ülkelerinden gelen turist sayısındaki zayıf seyrin devam etmesi söz konusu. **Bu noktada, halihazırda zayıf seyreden bu bölgelerin önemli katkısını görmemekte olduğumuzu, Avrupa tarafındaki turist sayısının daha önemli olduğunun altını çizmek isteriz.**
- Kısaca özetleyecek olursak; **IATA, Amerika kaynaklı beklentilerinde aşağı yönlü revizyona giderken, Eurocontrol, DHMİ ve Kültür ve Turizm Bakanlığı beklentilerinin güçlü kalmaya devam ettiğini görüyoruz**. Yüksek sezona girerken gelen trafik ve turizm verilerini artık daha önemli olacak. Jeopolitik gerginliklerin azalması ve petrol fiyatlarının normal seyrini önümüzdeki dönemde destekleyici unsurlar olarak karşımıza çıkarken, beklentimiz, hedeflenen kadar olmasa da yakınsayan büyüme rakamları görmek yönünde oluşmakta.
- Araştırma kapsamımızda yer alan hisselerle baktığımızda, benzer şirketlerine göre iskontoların olduğunu görmekteyiz. Bu ayrışmayı anlamlı bulmazken, Borsa İstanbul tarafından açıklanan net yabancı işlemlerini incelediğimizde, son aylarda pozisyon artışının söz konusu olduğunu, son aylarda pozisyonlamanın başladığını, keza yabancı oranlarında da artış yaşandığını görmekteyiz.
- Yıl başlangıcında yayımladığımız, son olarak 9A24 finansallarını barındıran, Strateji Raporumuzda, TAV Havalimanları ve Türk Hava Yolları için öngördüğümüz net kar rakamlarının hem muhasebesel hem de kur hareketleri kaynaklı revize ihtiyacı duyduğunu düşünüyoruz. Net kar kaleminin hedef fiyatımızda majör değişikliğe yol açmamasına karşı, sektör ve şirket spesifik gelişmelere paralel yaklaşan 2Ç finansalları ile aşağı yönlü güncelleme hakkımızı saklı tutuğumuzu belirtmek isteriz.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				THYAO
Mevcut Fiyat (TL)				296.00
Hedef Fiyat (TL)				450.56
Getiri Potansiyeli (%)				52.2%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	249.20			335.07
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				7,868
Sermaye (mln TL)				1,380
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				408,480
Hedeflenen Piyasa Değeri				621,773
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	17%	-6%	-2%	7%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-18%	1%	-2%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				PGSUS
Mevcut Fiyat (TL)				263.75
Hedef Fiyat (TL)				362.50
Getiri Potansiyeli (%)				37.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	207.30			287.25
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				2,230
Sermaye (mln TL)				500
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				131,875
Hedeflenen Piyasa Değeri				181,250
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	23%	8%	12%	24%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	-6%	16%	14%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)				256.25
Hedef Fiyat (TL)				460.00
Getiri Potansiyeli (%)				79.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	207.50	293.25		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				667
Sermaye (mln TL)				363
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				93,091
Hedeflenen Piyasa Değeri				167,109
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	12%	12%	-3%	-6%
BIST100 Rölatif Getiri	-5%	-3%	-1%	-14%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				HTTBT
Mevcut Fiyat (TL)				44.76
Hedef Fiyat (TL)				73.50
Getiri Potansiyeli (%)				64.2%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	27.39			51.55
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				35
Sermaye (mln TL)				300
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				13,428
Hedeflenen Piyasa Değeri				22,050
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	24%	3%	44%	-13%
BIST100 Rölatif Getiri	6%	-10%	49%	-20%

İçerik

Havacılık sektörü Ne bekliyorduk?	3
Havacılık sektörü Neler yaşadık? Ya sonra?	5
Türk Hava Yolları 2Ç25 tahminlerimiz.....	9
Pegasus 2Ç25 tahminlerimiz.....	11
TAV Havalimanları 2Ç25 tahminlerimiz	12
Hitit Bilgisayar 2Ç25 tahminlerimiz.....	13
Havacılık sektörü benzer şirket karşılaştırmaları.....	14
Havacılık sektörü net yabancı işlemleri	16
Son 90 güne ait yabancı payı & fiyat grafikleri	17
Yasal Uyarı	18

Havacılık sektörü | Ne bekliyorduk?

- **2024 yılında en fazla büyüyen pazarlardan birisi olarak karşımıza çıkan havacılık sektörü, Türkiye’de yeni rekorlar gördüğümüz bir yıl olarak tarihe geçmişti.** Aralık 2024 IATA raporuna göre, Kuzey Afrika, Doğu Avrupa, Orta Avrupa ve Orta Asya'daki ülkeler, sektör ortalamasının üzerine çıkarken, Asya Pasifik bölgesi ise ortalamasının oldukça üzerinde performans göstermişti. Buna karşılık, Orta Doğu, küresel hava trafiğinin önemli bir parçası haline gelmiş olsa da 2024 yılında uluslararası yolcu sayısında sadece mütevazı bir büyüme kaydetmiştir. Bu sınırlı artışın başlıca nedeni, İsrail ve komşu ülkelerle ilgili trafikteki düşüş olarak açıklanmıştı.
- **Bu paralelde 2025 yılına yönelik ana beklentimizi «hala ve yine» büyümenin devam etmesi yönünde olarak kurgulamıştık.** Büyüme beklentimizin dinamiklerini; i) *açıklanan DHMİ 2024-2028 Stratejik Planı ve halihazırda ulaşılan rakamlar* ii) *henüz 2025 beklentileri açıklanmasa da hava taşımacılığı yapan şirketlerin uçak siparişleri ve orta-uzun vade çizdikleri yol haritaları* iii) *yakından takip ettiğimiz IATA ve Eurocontrol öngörülleri* oluşturmaktaydı. Gelin beklentilerin detaylarını aşağıda tekrar hatırlayalım daha doğru.
- DHMİ 2024-2028 Stratejik Planı’nda «**Bölgesel hava ulaşım merkezi olmak**» amacı altında, Türkiye geneli havalimanlarında toplam yolcu ve uçak trafiği ile satış hasılatının, 2028 yılı sonuna kadar her yıl artırılması hedeflenmişti. 2024’ü geride bıraktığımızda ise en agresif büyüme hedefi 2025 yılı için planlanmıştır. 2025’te bir önceki yıla göre, toplam yolcu sayısı ve uçak sayısında %3’lük, satış hasılatında ise %20’lik artış öngörülmüştü.
- **Daha önce 2025 yılı Strateji Raporumuzda yer verdiğimiz IATA 2025 yılı öngörülleri:**
 - 2025 yılında, **yolcu sayısının 5,2 milyara** ulaşması beklenmektedir; bu rakam 2024’e kıyasla %6,7’lik artış anlamına gelirken, yolcu sayısı ilk kez 5 milyar sınırını aşmaktadır.
 - **Toplam sektör gelirlerinin 1.007 trilyon dolar** olması beklenmektedir. 2024 yılına kıyasla %4,4’lük artış beklenirken, 2025, sektör gelirinin 1 trilyon dolar sınırını aştığı ilk yıl olacaktır.
 - **Yolcu gelirlerinin 705 milyar dolara** (toplam gelirin %70’i) ulaşması ve **yan hizmetlerden de 145 milyar dolara** (toplam gelirin %14,4’ü) gelir elde edilmesi beklenmektedir.
 - Birim gelirlerin, daha ılımlı bir şekilde, %2,5 oranında düşmesi beklenmektedir.
 - **Yolcu talebinin (RPKs) %8,0 oranında artması** beklenmektedir.
 - **Kargo hacminin 2024’e göre %5,8 artışla 72,5 milyon tona** ulaşması beklenmektedir.
 - **Kargo gelirlerinin 157 milyar dolara** (toplam gelirlerin %15,6’sı) ulaşması beklenmektedir. Süveyş Kanalı üzerinden devam eden jeopolitik belirsizliğin ve Asya kaynaklı e-ticaretteki büyümenin hava kargo taşımacılığını desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir.
 - **Giderlerin %4,0 oranında artarak 940 milyar dolara** ulaşması beklenmektedir.
 - Yakıt dışı birim maliyet artışlarının **%0,5 ile sınırlı kalarak 692 milyar dolara** ulaşması beklenmektedir. Yakıt dışı maliyet tarafında en büyük kalem olan işgücünün 2025’te 2024’e kıyasla sınırlı artış göstermesi beklenmektedir.
 - **Jet yakıtının ortalama 87 dolar/varil** olması beklenmektedir (2024’te 99 dolar/varil). Havayollarının kümülatif yakıt harcamasının, tüketilmesi beklenen yakıt miktarındaki %6’lık artışa rağmen %4,8’lik düşüşle 248 milyar dolar olması beklenmektedir.
 - 2025 yılında, **faaliyet kârının %6,7 net faaliyet marjı ile 67,5 milyar dolar** olması beklenmektedir (2024’te beklenen %6,4).
 - **Yolcu başına ortalama net kârın 7 dolar** olması beklenmektedir (2023:7,9 dolar, 2024’te beklenen 6,4 dolar).
 - Net karın **%3,6 net kâr marjı ile 36,6 milyar dolar** olması beklenmektedir. 2024 yılında beklenen 31,5 milyar dolarlık net kar (%3,3 net kâr marjı) rakamına kıyasla hafif iyileşmeye işaret etmektedir.
 - Küresel sektör için **yatırılan sermaye getirisinin (ROIC) %6,8** olması beklenmektedir (2024’te beklenen %6,6).

- Ekim 2024’te yayımlanan Eurocontrol raporunda, hava trafiğindeki büyüme geçmişi ve 2030 yılına kadar baz senaryo büyüme tahmini paylaşılmıştı. **2025 için baz senaryoda, Türkiye’nin büyüme beklentisi %4,1 iken, ECAC (Avrupa Sivil Havacılık Konferansı’na üye olan 44 ülke) ülkelerinin büyüme beklentisi %3,7 seviyesindeydi.**

Eurocontrol ECAC üye ülkelere göre 2024 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	0.8%	.
2020	.	-55.0%	.
2021	.	25.0%	.
2022	.	48.0%	.
2023	.	9.8%	.
2024	5.8%	5.1%	4.5%
2025	5.2%	3.7%	1.8%
2026	4.0%	2.1%	0.2%
2027	3.5%	2.1%	0.5%
2028	3.5%	2.3%	0.7%
2029	2.6%	1.7%	0.1%
2030	2.8%	1.7%	0.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Eurocontrol Türkiye 2023 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	1.1%	.
2020	.	-55.0%	.
2021	.	46.0%	.
2022	.	38.0%	.
2023	.	18.0%	.
2024	4.8%	4.4%	3.9%
2025	5.6%	4.1%	2.4%
2026	5.6%	3.4%	1.2%
2027	5.0%	3.2%	1.3%
2028	5.2%	3.4%	1.5%
2029	4.4%	2.9%	1.0%
2030	4.7%	3.1%	1.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Havacılık sektörü | Neler yaşadık? Ya sonra?

- **Bugün, baktığımızda, 2025 yılı, değişen ABD ticaret politikaları ve artan jeopolitik gerginliklerin etkisiyle tekrar şekillenmekte.** 2025'e "**A World with Lower Oil Prices? (Daha Düşük Petrol Fiyatlarının Olduğu Bir Dünya mı?)**" başlıklı raporuyla başlayan IATA, Haziran ayında yayımladığı raporunun başlığını "**Protectionism on the rise (Korumacılık Yükselişte)**" olarak belirledi. Raporların detaylarına girmeden, başlıklardan, 2025'in beklenenden daha zorlu geçtiğinin ilk sinyallerini almaktayız.
- IATA'nın beklenti revizyonunun temelinde, **küresel ekonominin 2025 yılında önceki tahminlerin altında büyümesi, manşet küresel enflasyonun seyri ve ekonomilerde yavaşlamaya paralel olarak işsizlik oranlarının artacağı** öngörüsü yer almaktadır. Küresel GSYH, son birkaç yıldır %3'ün üzerinde seyrederken, 2025 yılında büyümenin yaklaşık %2,5 seviyesine gerilemesi ve önceki konsensüse göre 0,5 puanlık yavaşlama göstermesi beklenmektedir. ABD ekonomisinde bu etkinin daha belirgin olması ve büyümenin 2025'te yaklaşık %1,5'e gerileyerek 1 puanlık kayıp yaşaması öngörülmektedir. Diğer büyük ekonomilerde de önceki tahminlere kıyasla daha düşük bir büyüme performansı beklenmektedir. Bunun yanı sıra IATA; yüksek ve istikrarsız gümrük vergilerinin hâkim olduğu mevcut ortamda, mal ticaretinin toplam ticaret içindeki payının azalmasını ve buna karşılık hizmet ticaretinin payının artmasını olumlu bir gelişme olarak değerlendirmektedir. Bir diğer olumsuz beklenti olarak küresel manşet enflasyon gösterilmiştir. Küresel manşet enflasyonun düşük petrol fiyatlarından olumlu etkilenmesi beklenmekle birlikte, ABD'de mal fiyatlarında artış olasılığı öne çıkarılmış; bu durumun, ekonomik yavaşlamanın faiz indirimi ihtiyacını doğurduğu dönemde, merkez bankalarının politika faizlerini düşürme kapasitesini sınırlayabileceği vurgulanmıştır.
- IATA'nın 2025'e yönelik yeni beklentileri:
 - **2025 yılında yolcu talebinin, 2024'te kaydedilen %10,6'dan %5,8'e gerilemesi beklenmektedir.** Bu oran, Aralık 2024 raporunda öngörülen %8,0 yıllık artış tahminine göre aşağı yönlü revizyonu ifade etmektedir. Beklentilerdeki düşüş, Amerika bazlı büyüme beklentilerindeki düşüşten kaynaklanmaktadır.
 - **Hava kargo taşımacılığındaki küresel büyümenin 2025'te yavaşlayarak, yıllık bazda %0,7 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.** Gümrük vergilerindeki artışların ticaret hacmini azaltması; özellikle ABD'de, değeri 800 doların altındaki paketlerin gümrük işlemine tabi olmadan ülkeye girmesine olanak tanıyan "de minimis" muafiyetinin kaldırılmasının bu düşüşte önemli rol oynayacağı belirtilmiştir. Buna ek olarak, denizyolu taşımacılığı ücretlerinin gerilemesi, hava taşımacılığına kıyasla maliyet avantajı yaratarak hava kargosunu daha az cazip hale getireceği vurgulanmıştır.
 - **2025 gibi belirsizliklerin yoğun olduğu bir yılda, havayolu sektörünün kârlılığını büyük ölçüde koruması beklenmektedir.** Düşen yakıt fiyatlarının talebi bir miktar artırması öngörülürken, tedarik zincirlerindeki aksaklıklar nedeniyle filo havayollarının yavaşlamakta olduğu, bunun da mevcut uçakların daha yüksek doluluk oranlarıyla çalışmasına ve dolayısıyla kârların desteklenmesine neden olacağı belirtilmiştir.
 - **Uçak teslimatları, zirve yaptığı dönemin %30 gerisinde kalırken, toplam bekleyen sipariş sayısı 17.000 uçakla rekor seviyeye ulaşmıştır.** Bu birikimin sadece teslimat gecikmelerinden kaynaklandığı varsayılırsa, havayollarının yaklaşık 5.400 uçaklık, yani, aktif filonun %18'i kadar kapasite açığı yaşamakta olduğu; yıllık yaklaşık 2.000 uçak üretimi göz önünde bulundurulduğunda, bu açığın kapanmasının 3 ila 5 yıl sürebileceği vurgulanmıştır.
 - **2025'te havayolu şirketlerinin gelirlerinin 2024 seviyelerinde kalması beklenirken, sektör genelinde 36 milyar dolarlık net kâr ve %3,7 düzeyinde net kâr marjı öngörülmektedir.** Bu oran, sektör tarihindeki en güçlü sonuçlardan biri olsa da yine de diğer küresel sektörlerin ortalama kâr marjının yalnızca yarısına denk gelmektedir.

- 2025 Şubat’ında yayımlanan Eurocontrol raporuna baktığımızda ise Ekim ayında yayımlanan rapora kıyasla, beklentilerin yukarı yönlü revize edildiğini görmekteyiz. Eurocontrol, 2024 Sonbahar tahmininden bu yana, Avrupa genelinde gerçekleşen uçuş sayılarının, tahmin edilen baz senaryonun hafif altında kaldığını; ancak, bazı bölgelerde beklentilerin üzerinde trafik artışı gözlemlendiğini açıklamıştır. Akdeniz ülkeleri ve Baltık devletlerinde; çatışmalar, hava sahası kapanışları/açılışları, yoğun bölgelerden kaçınmak için güney güzergahlarının tercih edilmesi gibi çeşitli nedenlerden, beklenenden daha fazla üst geçiş uçuşu gerçekleşmiştir. Buna karşın, Kuzey Avrupa ülkelerinde (örneğin Almanya, Birleşik Krallık, İrlanda, Hollanda, Finlandiya, İsveç, Polonya) öngörülenden daha düşük uçuş hacimleri kaydedilmiştir. Bu gerçekleştirmeler sonrasında havayolları tarafından Eurocontrol’a iletilen görece iyimser 2025 yaz sezonu tarifesi ve 2025’e dair biraz daha kötümser ekonomik öngörülerle birlikte tahminlerinde değişikliğe gitmiştir. **Bu yıl baz senaryoda, Türkiye’nin büyüme beklentisi %5,9’a yükseltilirken, ECAC (Avrupa Sivil Havacılık Konferansı’na üye olan 44 ülke) ülkelerinin büyüme beklentisi %3,7 olarak sabit bırakılmıştır.**

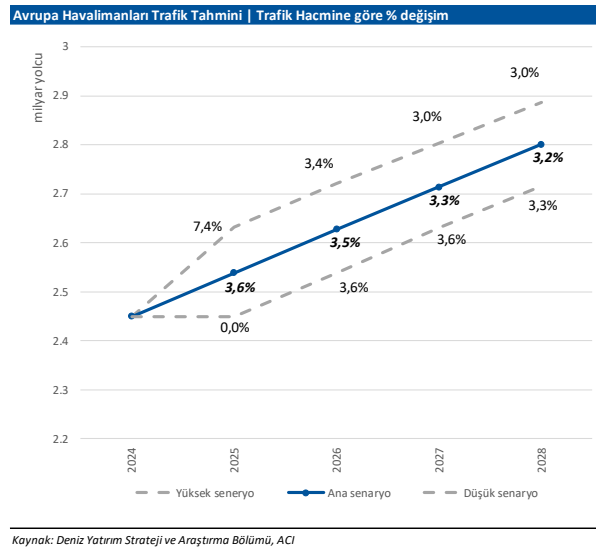
Eurocontrol ECAC üye ülkelere göre 2025 - 2031 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	0.8%	.
2020	.	-55.0%	.
2021	.	25.0%	.
2022	.	48.0%	.
2023	.	9.8%	.
2024	.	4.8%	.
2025	5.1%	3.7%	2.0%
2026	3.7%	2.5%	1.2%
2027	4.0%	1.8%	-0.4%
2028	3.5%	1.9%	0.2%
2029	2.7%	1.3%	-0.4%
2030	2.9%	1.5%	-0.2%
2031	2.6%	1.3%	-0.3%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Eurocontrol Türkiye 2025 - 2031 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	1.1%	.
2020	.	-55.0%	.
2021	.	46.0%	.
2022	.	38.0%	.
2023	.	18.0%	.
2024	.	4.1%	.
2025	7.1%	5.9%	4.5%
2026	5.9%	4.6%	3.2%
2027	5.6%	2.9%	0.5%
2028	5.2%	3.0%	1.0%
2029	4.5%	2.4%	0.4%
2030	4.9%	2.6%	0.7%
2031	4.7%	2.6%	0.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

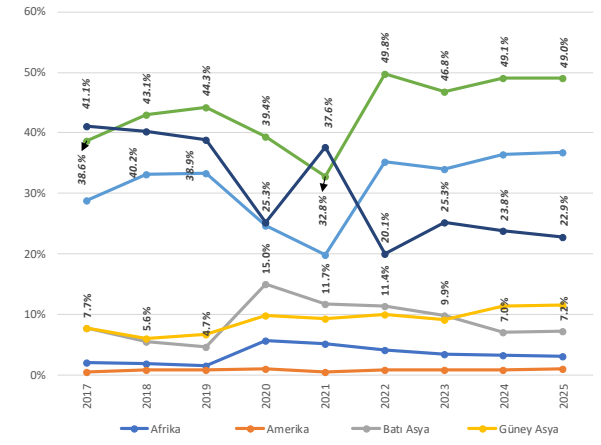
- Airports Council International 25 Nisan 2025’te yayımladığı raporda, pandemi sonrası toparlanma etkisini yitirdiğini, büyüme oranının 2024’te yıllık bazda %7,7 seviyesinde iken 2025’te %3,6’ya gerilemekte olduğunu; bu oranın 2028’de ise %3,2 seviyelerine kadar düşmesini beklediklerini açıkladı. Bu büyüme oranları, 1 Nisan 2025’te yayımlanan beklentilerin ise hafif aşağı yönlü revizyonuna işaret etmekte. Yavaşlamanın nedenleri ise; *artan makroekonomik belirsizlikler, devam eden enflasyonist baskılar, kapasite sınırlamaları ve pazarın giderek olgunlaşması* olarak açıklanmıştır.



- **2024'te görmeye başladığımız jeopolitik gerginliklerin 2025'te daha da derinleşmesine tanıklık ettik.** IATA raporunda, jeopolitik gerginliklerin henüz beklentiler üzerinde değişikliğe yol açmadığı görülmektedir. Ancak, bu noktada, Haziran ayında yayımlanan ve ilk çeyrek sonuçları ağırlıklı oluşturulan bu raporun hazırlandığı tarih itibarıyla söz konusu gelişmelere yer verilmemiş olabileceğinin altını çizmek isteriz. Keza, Şubat ayında yayımlanan Eurocontrol beklentilerinde de henüz derinleşen jeopolitik gerginliğin etkileri gözlemlenmemektedir. Yakın coğrafyamızda gerçekleşen bu gerginlikler, mobilitayı azaltmasıyla, henüz ciddi boyutta olmasa da, önem arz etmektedir.

- **Turizm verilerine baktığımızda, Ocak-Mayıs döneminde ülkemizi ziyaret eden turist sayısının geçen yılın aynı dönemine göre %1 oranında azalarak 15,6 milyon seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz.** Jeopolitik gerginliklerin yüksek olduğu bölgelerden gelen turistlerin, toplam yabancı ziyaretçi sayısı içerisindeki payının azaldığı yandaki grafikte açıkça görülmektedir. Buna karşın, Almanya ve İngiltere başta olmak üzere Avrupa ülkeleri, jeopolitik riskler nedeniyle yaşanan ziyaretçi kaybını dengeleyen ana pazarlar olarak öne çıkmaktaydı. 2025 yılı verilerine baktığımızda Almanya'nın payının da azalış görülmektedir.

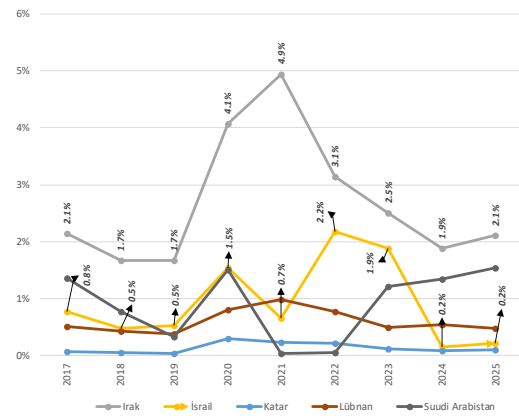
Bölgelere göre turizm istatistikleri | Ocak-Mayıs dönemi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

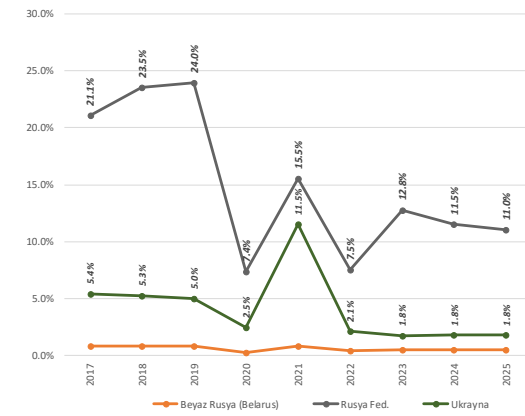
- Jeopolitik gerginliklerin yoğun yaşandığı Orta Doğu ve BDT (Bağımsız Devletler Topluluğu) ülkelerinden gelen turist sayısındaki zayıf seyrin devamı söz konusu. Bu noktada, halihazırda zayıf seyreden bu bölgelerin önemli katkısını göremediğimizi, Avrupa tarafındaki turist sayısının daha önemli olduğunun altını çizmek isteriz. Aşağıdaki grafiklerde, bu ülkelere ait ziyaretçilerin toplam yabancı turistler içindeki payını ülke bazında bulabilirsiniz.

Milletlere göre turizm istatistikleri | Ocak-Mayıs dönemi



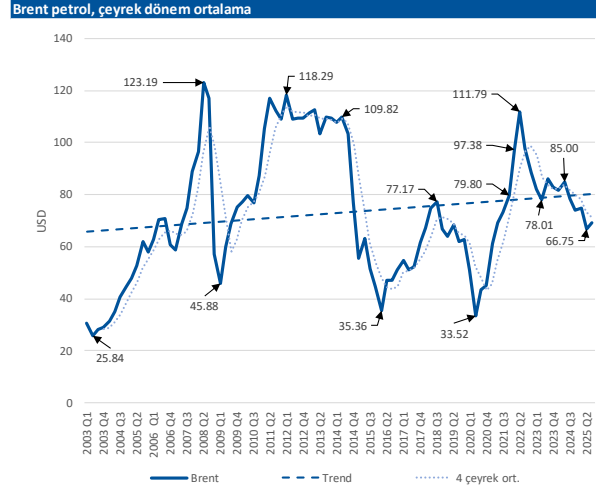
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

Milletlere göre turizm istatistikleri | Ocak-Mayıs dönemi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

- Petrol tarafındaki hareketlilik, artan jeopolitik gerginlikler paralelinde en dikkat çekici başlık olurken, artan gerginlik doğrultusunda varil başına petrol fiyatının 78 doların üzerine hareket ettiğini takip ettik. Ancak, bu hareket kısa sürdü ve petrol, elde ettiği kazançların tamamını geri verdi. 2Ç25 döneminde ortalama Brent fiyatının yıllık bazda %21 azalışla 66,75 dolar seviyesinde tamamlandığını görürken, bugün, 3Ç25 ortalamasının ise 69 dolar seviyesinde olduğunu takip ediyoruz. Haziran IATA raporuna baktığımızda, petrol fiyatlarındaki seyir, küresel ekonomiye destek sağlayan olumlu gelişme olarak karşımıza çıkmaya devam etmektedir. IATA, Brent petrol fiyatının 2024 yılına göre %13'lük düşüşle varil başına ortalama 69 doları seviyesinde gerçekleşmesini beklerken; jet yakıtı fiyatlarının varil başına ortalama 86 dolar seviyesinde olacağını değerlendirmektedir. Bu değerlendirmelerin, 2024 yıl sonunda paylaşılan IATA tahminlerine hala oldukça benzer olduğunu ise altını çizmek isteriz.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türk Hava Yolları | 2Ç25 tahminlerimiz

1Ç25'i hatırlayalım. Türk Hava Yolları, 1Ç25 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %2,5 artışla 4,9 milyar USD satış geliri açıkladı. Bu dönemde yolcu geliri %2,7'lik, kargo geliri %1,6'lık artış gösterdi. 1Ç25 döneminde akaryakıt gideri toplam maliyetlerin %26,1'ini, personel gideri ise %26'sını oluşturmuştur. Maliyet kalemleri arasında en yüksek artış, personel gideri tarafında olurken, FAVÖK, bu dönemde, %19,6 azalarak 503 milyon USD seviyesinde gerçekleşti. 1Ç24 döneminde 226 milyon TL net kar elde eden Şirket, azalan operasyonel karlılığa ek olarak azalan iştirak kârlılığı ve vergi katkılarıyla 1Ç25 döneminde 44 milyon TL net zarar açıkladı.

Trafik rakamları. Hatırlanacağı üzere Şirket, 2024 yılında rekor yolcu sayısına ulaşmış, bir önceki yıla göre %2 artışla 85,2 milyon yolcuya hizmet vermişti. 2025 yılının ilk çeyreğinde yolcu sayısında yine %2'lik büyüme görürken, 2Ç25 döneminde %5'lik büyüme karşımıza çıkmakta. Artan jeopolitik gerginlikler sonrasında yayımladığımız notta, Orta Doğu hattındaki yolcu sayısında **henüz** anlamlı etki beklemediğimizi; zira gerginliğin yüksek seyrettiği bu bölgelerde, halihazırda talebin zayıf olduğu dönemden geçildiğini ifade etmiştik. 2Ç25 rakamlarına detaylı baktığımızda Şirket, **Orta Doğu** yolcu sayısında, Haziran ayında yavaşlama görsek de, geçen yılın aynı çeyreğine göre yolcu sayısında artış olduğunu açıkladı. Keza, Türk Hava Yolları 2Ç25 döneminde toplam AKK'de büyümesini devam ettirdi. **2Ç25 döneminde Uzak Doğu tarafında %6'lık, Afrika tarafında %13'lük, Kuzey Amerika tarafında %15'lik, Orta & Güney Amerika tarafında %2'lik ve Avrupa tarafında %7'lik AKK büyümesi söz konusu.**

Toplam	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	58,451,064	60,976,737	4%	63,640,075	67,908,311	7%
Yolcu Sayısı	18,488,272	18,922,156	2%	22,119,655	23,278,358	5%
Kargo + Posta (Ton)	477,429	480,933	1%	511,843	539,799	5%
Diştan Dışa Transfer Yolcu Sayısı	7,571,698	7,901,974	4%	7,531,437	8,447,039	12%
Yurt içi	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	1Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	5,437,183	5,436,098	0%	6,727,387	7,040,385	5%
Yolcu Sayısı	6,444,313	6,336,430	-2%	8,464,247	8,529,834	1%
Kargo + Posta (Ton)	14,000	13,507	-4%	13,978	16,346	17%
Yurt dışı	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	1Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	53,013,881	55,540,639	5%	56,912,687	60,867,925	7%
Yolcu Sayısı	12,043,959	12,585,726	4%	13,655,408	14,748,524	8%
Kargo + Posta (Ton)	463,428	467,426	1%	497,865	523,453	5%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Yurt içi	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	5,406,089	5,391,935	0%	6,687,281	6,456,102	-3%
Yolcu Sayısı	6,418,912	6,307,302	-2%	8,426,518	8,277,357	-2%
Kargo + Posta (Ton)	13,971	13,480	-4%	13,962	16,273	17%
Avrupa	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	13,912,161	14,102,552	1%	15,578,268	16,612,038	7%
Yolcu Sayısı	5,998,275	6,096,545	2%	6,946,019	7,487,193	8%
Kargo + Posta (Ton)	142,152	144,452	2%	155,329	158,006	2%
Orta Doğu	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	4,691,825	4,837,727	3%	4,745,340	4,774,205	1%
Yolcu Sayısı	1,875,875	1,937,254	3%	1,869,759	2,027,598	8%
Kargo + Posta (Ton)	38,268	37,676	-2%	42,259	44,842	6%
Uzak Doğu	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	14,862,199	16,221,881	9%	15,407,670	16,392,063	6%
Yolcu Sayısı	1,871,345	2,062,159	10%	1,909,804	2,169,318	14%
Kargo + Posta (Ton)	160,734	169,371	5%	178,922	192,707	8%
Afrika	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	5,276,821	5,472,110	4%	5,245,609	5,917,972	13%
Yolcu Sayısı	967,030	1,069,419	11%	993,600	1,196,111	20%
Kargo + Posta (Ton)	39,777	31,867	-20%	37,137	36,377	-2%
Kuzey Amerika	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	10,091,702	10,838,451	7%	10,798,466	12,368,113	15%
Yolcu Sayısı	914,782	961,949	5%	1,037,760	1,137,387	10%
Kargo + Posta (Ton)	58,655	64,386	10%	62,030	71,200	15%
Orta & Güney Amerika	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	3,772,716	3,529,630	-6%	3,533,187	3,617,270	2%
Yolcu Sayısı	284,344	276,660	-3%	266,711	273,374	2%
Kargo + Posta (Ton)	14,240	12,876	-10%	14,753	14,493	-2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2Ç25 beklentilerimiz. Haziran ayında yaşanan jeopolitik gerginlikler Orta Doğu yolcu sayısında baskı oluşturmuş olsa da Şirket'in, 2025 yılı beklentileri paralelinde ASK büyümesi elde etmeye devam ettiğini, yolcu sayısında ise beklentilerinin %46'sına ulaştığını görüyoruz. 2Ç25 döneminde 23 milyon yolcuya hizmet veren Türk Hava Yolları'nın 5.114 milyon USD yolcu geliri elde edeceğini hesaplıyoruz. Kargo tarafında, birim gelirden azalış beklentimiz doğrultusunda, 1Ç25 dönemine yakınsayan, 781 milyon TL gelir elde etmesini öngörüyoruz. **Nette satış gelirinin 6.032 milyon USD olmasını bekliyoruz.**

2Ç25 döneminde, kısa süren petrol hareketliliğinin operasyonlara önemli etki yaratmayacağını daha önce belirtmiştik. Bu paralelde gerçekleştirdiğimiz tahmin doğrultusunda, akaryakıt giderleri düşük seyrini devam ettirirken, personel giderlerinin de ilk çeyreğe göre etkisinin azalmasını bekliyoruz. **Türk Hava Yolları'nın 2Ç25 döneminde %20'nin üzerinde FAVÖK marjı elde ederek, 1.213 milyon USD FAVÖK açıklamasını bekliyoruz.**

Net kar tarafına geldiğimiz ise EUR/USD paritesindeki hareketin olumsuz etiketlerini göz ardı etmiyoruz. Hatırlayacak olursak 1Ç25 döneminde paylaşılan sunumda toplam kiralama borçlarının %28'i USD, %44'ü ise EUR kaynaklıydı. **Bu paralelde, muhafazakâr kalarak, Şirket'in 603 milyon USD net kar elde etmesini öngörüyoruz.**

THYAO (mn USD)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim
Net Satış Geliri	5,661	4,887	6,032	7%	23%
FAVÖK	1,202	503	1,213	1%	141%
Net Kar	943	-44	603	-36%	n.m.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Şirket'in 2025 yılı beklentileri; i) %6-8 kapasite büyümesi ii) 91 milyon üzerinde yolcu sayısı iii) %6-8 gelir büyümesi iv) %22-24 FAVÖK marjı v) yakıt hariç birim giderde orta tek haneli artış vi) 515-525 uçak sayısı yönünde.

Pegasus | 2Ç25 tahminlerimiz

1Ç25'i hatırlayalım. 1Ç25 döneminde toplam misafir sayısı geçen yıla göre %12 artış gösterirken, satış gelirleri geçen yıl aynı döneme göre %20 artarak 622 milyon EUR olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde iç tarifeli yolcu gelirleri %25, dış hat tarifeli yolcu gelirleri %9 ve yan gelirler ise %33 artmıştır. 1Ç25 döneminde misafir başına yan gelirler 29.1 EUR seviyesine ulaşmıştır. Yan gelirlerin toplam gelir içindeki payı %42'ye yükselmiştir (2024: %34, 2023: %30 ve 2022: %26). **Şirket'in temel ticari stratejisi "doluluk oranında yükseliş" ve "yan gelirlerde büyüme" vasıtasıyla "satış gelirlerinin azami oranda büyütülmesi" yönündedir.** 1Ç25'te doluluk oranı %86,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde 42 milyon EUR olarak açıklanan FAVÖK rakamı, piyasa ve bizim beklentimizin üzerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı 0,6 puan azalışla %6,8 seviyesindedir. Toplam maliyetler, 1Ç25'te yıllık bazda %20 yükseliş göstermiştir. Çeyrek içerisinde en çok artış gösteren maliyet kalemi personel gideri olmuştur. Şirket, 1Ç25 döneminde 62 milyon EUR net zarar açıklamıştır.

Trafik rakamları. 2024 yılında rekor yolcu rakamlarına ulaşan Pegasus'un yolcu sayısı, artan trendde yoluna devam etmektedir. Bugüne dek açıklanan veriler, halihazırda yeni rekor yolcu rakamlarına işaret etmektedir. 2Ç25 döneminde toplam yolcu sayısı %14 artış göstermiş ve böylelikle 6A25 döneminde hizmet verilen yolcu sayısı 19.7 milyona ulaşmıştır. **Şirket, yolcu verilerinde bölgesel dağılım paylaşmadığı için Orta Doğu etkisini göremiyoruz. Ancak, hem yurt içi hem de yurt dışı rakamlarında artış yaşanması olası etkilerin tolere edildiğini düşündürüyor.** 6A25 döneminde toplam AKK (arz edilen koltuk kilometre) büyümesi %16 olarak gerçekleşirken, Şirket'in, 2025 yılı için AKK büyüme beklentisini %12-14 yönündedir. Halihazırda beklentilerin üzerinde seyretmeye devam eden AKK büyümesinin olası negatif gelişmeleri tolere edebileceğini düşünmekteyiz.

Toplam	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Misafir sayısı, mn	8.06	9.02	12%	9.36	10.69	14%
Konma	45,061	53,070	18%	51,793	58,697	13%
ASK (mln km)	14,177	17,294	22%	16,911	19,858	17%
Yurt içi	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Misafir sayısı, mn	3.18	3.57	12%	3.53	3.82	8%
Konma	17,574	18,542	6%	18,632	19,365	4%
ASK (mln km)	2,676	2,847	6%	2,857	3,167	11%
Yurt dışı	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Misafir sayısı, mn	4.88	5.72	17%	5.84	6.87	18%
Konma	27,487	32,212	17%	33,161	39,332	19%
ASK (mln km)	11,501	13,324	16%	14,055	16,690	19%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

2Ç25 beklentilerimiz. Şirket, Nisan ve Mayıs aylarında açıklanan beklentinin üzerinde ASK büyümesi gerçekleştirmeyi başarmıştır. Haziran ayında yaşanan jeopolitik gerginlikler Orta Doğu yolcu sayısında baskı oluşturmuş olsa da Şirket'in, bu dönemde elde ettiği büyümelerin satış gelirini desteklemesini bekliyoruz. **Bu paralelde Şirket'in 2Ç25 döneminde satış gelirinin 870 milyon EUR olmasını bekliyoruz.** Henüz Haziran ayı verileri açıklanmadan gerçekleştirdiğimiz bu tahmin setinin, mevcut durumda muhafazakâr düzeyde kaldığının altını çizmek isteriz.

Hatırlayacak olursanız, artan jeopolitik gerginlik sonrasında paylaştığımız bilgi notumuzda da petrol fiyatlarının varil başına 78 USD'nin üzerine hareket ettiğini ve kısa süre içinde fiyatların geri çekildiğini yazmış, 2Ç25 döneminde, bu, kısa süren fiyat hareketliliğinden önemli bir etki beklemediğimizi belirtmiştik. Bu paralelde gerçekleştirdiğimiz tahmin doğrultusunda, akaryakıt giderleri düşük seyrini sürdürürken personel giderlerinin de benzer şekilde maliyetler üzerindeki etkisini devam ettirmesini bekliyoruz. **Pegasus'un 2Ç25 döneminde %28'e yakınsayan FAVÖK marjı elde ederek, 242 milyon EUR FAVÖK açıklamasını bekliyoruz.**

Net kar tarafına geldiğimizde ise EUR hareketinin olumlu etkisini öngörüyoruz. Bu paralelde, **Şirket'in 122 milyon EUR net kar elde etmesini bekleriz.**

PGSUS (mn EUR)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	Yıllık Değişim	Çeyreksele Değişim
Net Satış Geliri	763	622	870	14%	40%
FAVÖK	230	42	242	5%	475%
Net Kar	112	-62	122	9%	n.m.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

TAV Havalimanları | 2Ç25 tahminlerimiz

1Ç25'i hatırlayalım. TAV Havalimanları'nın, hizmet verdiği toplam yolcu sayısını 1Ç24 dönemine göre %4 artış göstermiştir. Bu dönemde satış gelirleri 2024 yılı aynı döneme göre %18 artarak 478.5 milyon EUR'ya ulaşmıştır. Şirket, ciro artışının nedenlerini; *i) fiyat artışları ii) yolcu başı gümrüksüz satış büyümesi iii) Almatı'daki yeni ticari alanlar iv) Katar'daki yeni TAV Teknoloji projesinin etkisiyle trafik artışının üzerinde gerçekleşmesi* olarak sıralamıştır. 1Ç25'te FAVÖK 2024 yılı aynı döneme göre %5 artışla 90.1 milyon EUR olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde FAVÖK marjı 3,0 puan azalarak %23,8 seviyesine gerilemiştir. Ciroya kıyasla FAVÖK büyümesinin yüzdesel olarak düşmesinin ana nedenleri; *i) TAV Teknoloji projesinin geçen yıla göre daha düşük marjlı olması ii) 1Ç24'te daha önce giderleştirilen varlıkların geri kazanılması iii) TL enflasyonu* olarak belirtilmiştir. Şirket, 1Ç25'te 45.6 milyon EUR net zarar açıklamıştır. Öyle ki; 40.1 milyon EUR olarak karşımıza çıkan negatif etkinin nedenleri; *i) Antalya 1 ve Yeni Antalya'da 17.4 milyon EUR ertelenmiş vergi gideri ii) 9.4 milyon EUR konsolide ertelenmiş vergi gideri iii) 14.1 milyon EUR çevrim farkı gideri* olarak sıralanmaktadır.

Trafik rakamları. Hatırlanacağı üzere Şirket, 2024 yılında, paylaşılan beklentilerinin üzerinde, 106,5 milyon yolcuya hizmet vermişti. **2025 yılına geldiğimizde ise 6A25 rakamları, 110-120 milyon yolcu yönünde olan beklentilerin alt bandının %43'ünü, üst bandının ise %40'ını karşılamış durumdadır.** 6A25 döneminde hizmet verilen yolcu rakamı geçen yılın aynı dönemine göre %4 artış göstererek 47,7 milyonun üzerine çıkmıştır. **2Ç25 dönemine baktığımızda, süregelen toplam yolcu büyümesine ek olarak Almatı, Gürcistan, Tunus, Kuzey Makedonya ve Zagreb büyümeleri dikkat çekmektedir.** Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik gerginliğin TAV Havalimanları özelinde etkilerine bakacak olursak; Şirket, Haziran ayı yatırımcı bülteninde "Orta Doğu trafiği Haziran ayında jeopolitik gelişmelerden etkilendi" ifadesine yer vermişti. Nitekim Medine hattındaki yolcu sayısı Haziran ayında %14 düşüşle 700.444 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak, bu azalışta yalnızca jeopolitik gelişmelerin değil, aynı zamanda hicri takvim kaymasının da etkili olduğunu yinelemek isteriz.

Antalya	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	3,265,766	3,036,451	-7%	11,244,286	11,500,874	2%
Yurt dışı	1,880,379	1,681,566	-11%	9,517,685	9,708,904	2%
Yurt içi	1,385,387	1,354,885	-2%	1,726,601	1,791,970	4%

İzmir	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	2,231,953	2,358,052	6%	3,078,783	3,149,730	2%
Yurt dışı	613,092	693,523	13%	1,285,884	1,329,253	3%
Yurt içi	1,618,861	1,664,529	3%	1,792,899	1,820,477	2%

Ankara	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	2,866,946	3,010,378	5%	3,438,223	3,427,670	0%
Yurt dışı	671,630	706,965	5%	795,000	848,893	7%
Yurt içi	2,195,316	2,303,413	5%	2,643,223	2,578,777	-2%

Milas - Bodrum	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	295,454	297,936	1%	1,263,267	1,232,076	-2%
Yurt dışı	10,634	14,550	37%	571,235	557,230	-2%
Yurt içi	284,820	283,386	-1%	692,032	674,846	-2%

Gazipasa Alanya	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	127,861	114,221	-11%	288,178	270,820	-6%
Yurt dışı	36,624	28,060	-23%	161,753	159,951	-1%
Yurt içi	91,237	86,161	-6%	126,425	110,869	-12%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Almatı	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	2,503,765	2,674,638	7%	2,748,891	3,037,777	11%
Yurt dışı	1,099,293	1,170,435	6%	1,253,878	1,377,087	10%
Yurt içi	1,404,472	1,504,203	7%	1,495,013	1,660,690	11%

Medine	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	3,066,097	3,323,905	8%	2,550,417	2,616,890	3%
Yurt dışı	2,410,963	2,583,770	7%	1,921,700	1,953,831	2%
Yurt içi	655,134	740,135	13%	628,717	663,059	5%

Diğer havalimanları	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Gürcistan	1,015,609	1,172,239	15%	1,441,446	1,635,132	13%
Tunus	247,425	324,431	31%	786,247	874,618	11%
Kuzey Makedonya	641,405	631,907	-1%	816,894	897,544	10%
Zagreb	795,753	856,981	8%	1,175,062	1,295,605	10%

Toplam	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	2Ç24	2Ç25	y/y Δ
Toplam	17,058,034	17,801,139	4%	28,831,694	29,938,736	4%
Yurt dışı	9,332,993	9,773,883	5%	19,610,767	20,510,653	5%
Yurt içi	7,725,041	8,027,256	4%	9,220,927	9,428,083	2%

2Ç25 beklentilerimiz. Şirket, 2Ç25 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yolcu sayısını yaklaşık %4 oranında artırarak 30 milyon yolcuya hizmet vermiştir. **2Ç25 döneminde Şirket'in yaklaşık 474 milyon EUR tutarında satış geliri elde etmesi beklemekteyiz.** Yılın ilk yarısında toplam 852 milyon EUR seviyesinde ciroya ulaşması öngördüğümüz Şirket, bu doğrultuda gelir beklentilerinin alt bandının %49'unu, üst bandının ise %46'sını karşılamış olacaktır.

Kârlılık tarafında, %28'in üzerinde gerçekleşmesi beklediğimiz FAVÖK marjı ile yaklaşık 135 milyon EUR seviyesinde FAVÖK elde edilmesi öngörmekteyiz.

Net kâr tarafında ise, bir önceki çeyrekte olduğu gibi, EUR'nun değer kazanmasına bağlı olarak oluşabilecek çevrim farkı zararı ve ertelenmiş vergi gideri etkileri nedeniyle, Şirket'in bu çeyrekte yaklaşık 19 milyon EUR net kâr açıklamasını bekleriz.

TAVHL (mn EUR)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim
Net Satış Geliri	411	379	474	15%	25%
FAVÖK	129	90	135	5%	50%
Net Kar	76	-46	19	-75%	n.m.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Hitit Bilgisayar | 2Ç25 tahminlerimiz

1Ç25'i hatırlayalım. 1Ç25'te Şirket'in satış gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %60 artarak 345 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. **Bu dönemde satış geliri dolar bazında ise %36 artış göstermiştir.** 1Ç25 dönem sonu itibarıyla SaaS gelirlerinin temeli olan yolcu sayıları bir önceki yılın aynı dönemine göre %75 artmıştır. Söz konusu artışa yeni kazanılanların yanı sıra mevcut partnerlerin iş hacimlerindeki artış katkı sunmuştur. 1Ç25 FAVÖK rakamı yıllık bazda %101 artarak 134 milyon TL olmuştur. Aynı dönemde FAVÖK marjı yıllık bazda 8 puan artışla %38,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. **Dolar bazında baktığımızda ise FAVÖK rakamı geçen yılın aynı dönemine göre %41 artış göstermiştir.** Şirket'in net karı yıllık bazda %46 artışla 66 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Net kar marjı bu dönemde %19 seviyesinde izlenmiştir. **Bu dönemde net kar dolar bazında ise %26'lık artış göstermiştir.**

2Ç25 beklentilerimiz. Mobiliteden doğrudan etkilenen Şirket'in, hem yurt içinde hem de yurt dışında yaşanan zorlu koşullara rağmen, kârlılığın ön plana çıktığı güçlü operasyonel sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. **USD bazında yaklaşık %24 büyüme ile 10,1 milyon USD tutarında satış geliri öngörüyoruz.**

Kârlılık tarafında ise, hem yıllık hem de çeyreklik bazda FAVÖK marjında iyileşme bekliyoruz. **%45'in üzerinde gerçekleşmesini öngördüğümüz FAVÖK marjı ile yaklaşık 4,6 milyon USD seviyesinde FAVÖK elde edilmesini tahmin ediyoruz.**

FAVÖK'teki bu olumlu seyrin, net kâr marjına da yansımaları bekliyoruz. %27 seviyesinin üzerine işaret eden net kâr marjı ile, **Şirket'in 2,78 milyon USD net kâr elde edeceğini öngörüyoruz.**

HTTBT (mn USD)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim
Net Satış Geliri	8.17	9.54	10.11	24%	6%
FAVÖK	3.63	3.25	4.58	26%	41%
Net Kar	2.03	1.83	2.78	37%	52%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Hatırlayacak olursak Şirket'in 2025 yılı beklentileri; **i) ciroda %33 ile %38 aralığında büyüme ii) FAVÖK'te %43 ile %48 aralığında marj iii) net karda %25 ile %30 aralığında marj iv) yatırım/ciro oranı %30 ile %35 aralığı** yönündeydi.

Havacılık sektörü benzer şirket karşılaştırmaları

THYAO

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	1 Hafta	Hisse Performansı 1 Ay	3 Ay	YBB
DEUTSCHE LUFT-RG	ALMANYA	10,838	2.6%	6.4%	21.0%	24.5%
AIR FRANCE-KLM	FRANSA	3,467	1.0%	32.7%	47.8%	38.0%
AIR CHINA LTD-A	ÇİN	16,927	3.4%	-3.7%	6.0%	-3.5%
DELTA AIR LI	ABD	35,899	-2.4%	10.9%	30.8%	-9.1%
Türk Hava Yolları	Türkiye	10,092	2.3%	7.8%	-7.9%	5.3%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2025T	2026T	2025T	2026T
DEUTSCHE LUFT-RG	ALMANYA	3.4	3.0	7.7	6.0
AIR FRANCE-KLM	FRANSA	3.1	2.9	3.5	3.0
AIR CHINA LTD-A	ÇİN	9.3	6.9	46.2	8.5
DELTA AIR LI	ABD	5.8	5.2	9.7	8.0
Medyan		4.6	4.1	8.7	7.0
Türk Hava Yolları	Türkiye	4.1	3.5	4.0	4.6
Prim/(İskonto)		-11.5%	-14.1%	-53.8%	-34.1%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

PGSUS

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	1 Hafta	Hisse Performansı 1 Ay	3 Ay	YBB
RYANAIR HLDGS	İRLANDA	31,258	6.1%	3.9%	24.6%	31.4%
SOUTHWEST AIR	ABD	18,694	-10.0%	3.0%	24.0%	-2.4%
EASYJET PLC	İNGİLTERE	5,092	-0.5%	-7.7%	0.9%	-11.2%
WIZZ AIR HOLDING	İSVİÇRE	1,500	2.3%	-1.1%	-31.7%	-25.4%
AIR ARABIA PJSC	BAE	4,777	1.9%	9.3%	13.3%	22.1%
Pegasus	Türkiye	3,258	1.2%	11.8%	7.8%	23.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2025T	2026T	2025T	2026T
RYANAIR HLDGS	İRLANDA	8.6	6.8	17.1	12.5
SOUTHWEST AIR	ABD	8.6	5.8	30.2	13.2
EASYJET PLC	İNGİLTERE	2.3	2.1	7.4	6.6
WIZZ AIR HOLDING	İSVİÇRE	5.1	4.0	8.6	9.5
AIR ARABIA PJSC	BAE	7.4	6.6	11.8	10.9
Medyan		7.4	5.8	11.8	10.9
Pegasus	Türkiye	5.8	4.9	7.1	6.8
Prim/(İskonto)		-21.4%	-15.4%	-39.9%	-37.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

TAVHL

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	1 Hafta	Hisse Performansı		
				1 Ay	3 Ay	YBB
AENA SME SA	İSPANYA	41,645	0.0%	3.7%	9.6%	19.6%
AIRPORTS OF THAI	TAYLAND	17,269	-3.1%	21.9%	5.4%	-34.5%
ADP	FRANSA	13,004	3.2%	5.4%	4.4%	0.0%
FRAPORT AG	ALMANYA	7,092	-0.8%	6.6%	7.8%	11.5%
Tav Havalimanları	Türkiye	2,300	-6.9%	4.1%	11.9%	-6.5%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2025T	2026T	2025T	2026T
AENA SME SA	İSPANYA	10.8	10.1	17.0	15.6
AIRPORTS OF THAI	TAYLAND	15.7	16.0	30.2	31.5
ADP	FRANSA	9.0	8.5	19.7	15.4
FRAPORT AG	ALMANYA	12.2	11.4	13.8	13.8
Medyan		11.5	10.7	18.3	15.5
Tav Havalimanları	Türkiye	6.2	5.6	12.1	8.9
Prim/(İskonto)		-45.7%	-48.2%	-33.8%	-42.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

HTTBT

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	1 Hafta	Hisse Performansı		
				1 Ay	3 Ay	YBB
AMADEUS IT GROUP	İSPANYA	38,635	6.2%	4.3%	10.7%	18.8%
SABRE CORP	ABD	1,241	4.9%	9.2%	47.5%	-12.3%
TRAVELSKY TECH-H	ÇİN	4,809	7.9%	21.7%	19.0%	24.0%
Hitit Bilgisayar	Türkiye	332	7.4%	17.0%	-0.1%	-13.2%

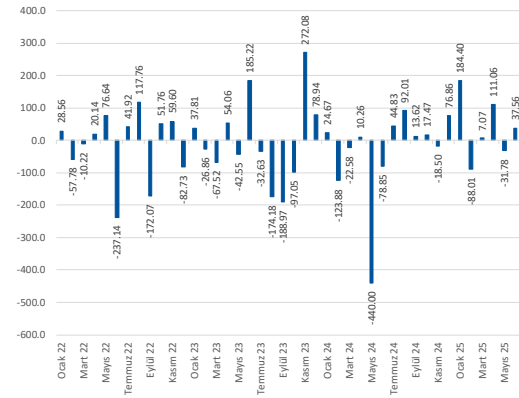
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2025T	2026T	2025T	2026T
AMADEUS IT GROUP	İSPANYA	14.0	12.7	23.4	20.6
SABRE CORP	ABD	8.9	8.3	32.3	8.8
TRAVELSKY TECH-H	ÇİN	7.1	6.6	15.2	13.7
Medyan		8.9	8.3	23.4	13.7
Hitit Bilgisayar	Türkiye	---	---	---	---
Prim/(İskonto)		---	---	---	---

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

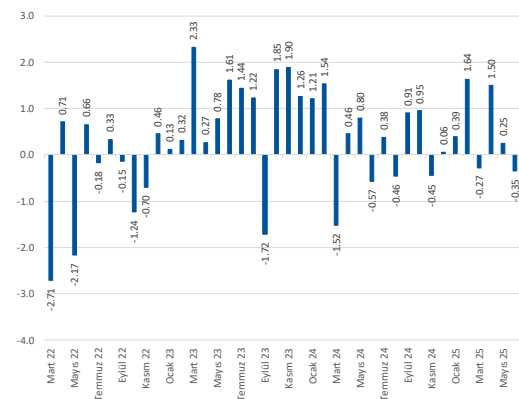
Havacılık sektörü net yabancı işlemleri

THYAO net yabancı işlemler (milyon USD)



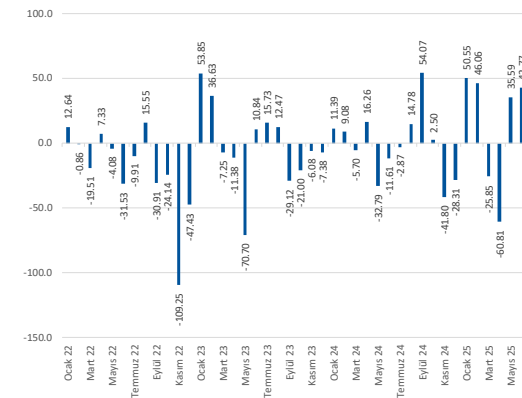
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

HTTBT net yabancı işlemler (milyon USD)



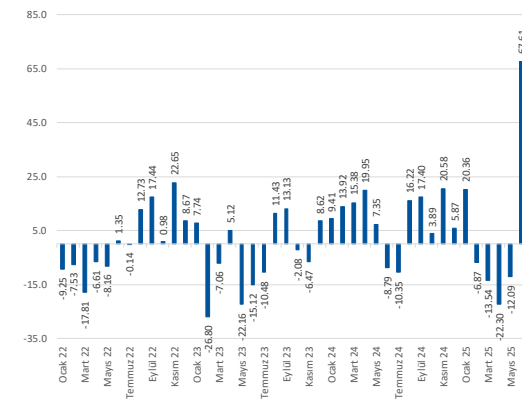
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

PGSUS net yabancı işlemler (milyon USD)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

TAVHL net yabancı işlemler (milyon USD)

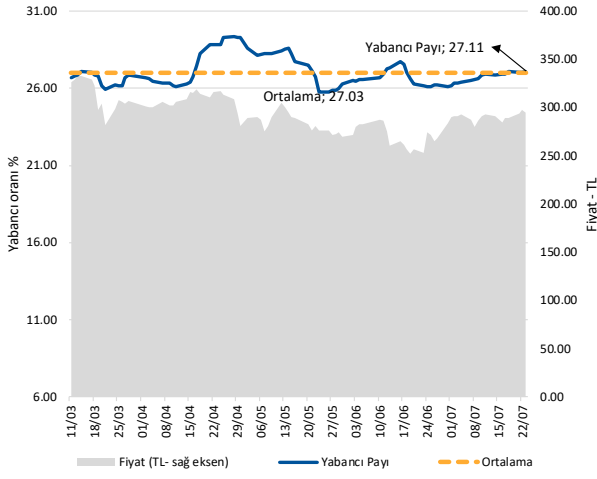


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- Borsa İstanbul (BIST) tarafından açıklanan net yabancı işlemlerine baktığımızda (son veriler ışığında), Haziran ayında, THYAO hissinde +38 milyon dolar, PGSUS nezdinde +43 milyon dolar, HTTBT hissinde -0.4 milyon dolar ve TAVHL cephesinde +68 milyon dolar pozisyonlanma söz konusudur.

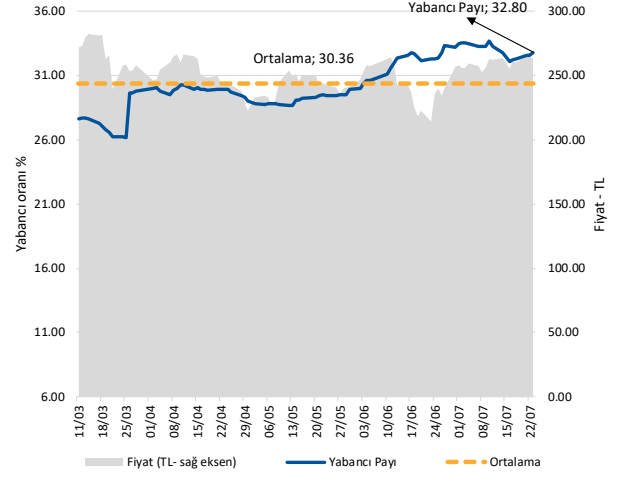
Son 90 güne ait yabancı payı & fiyat grafikleri

Yabancı payı | THYAO



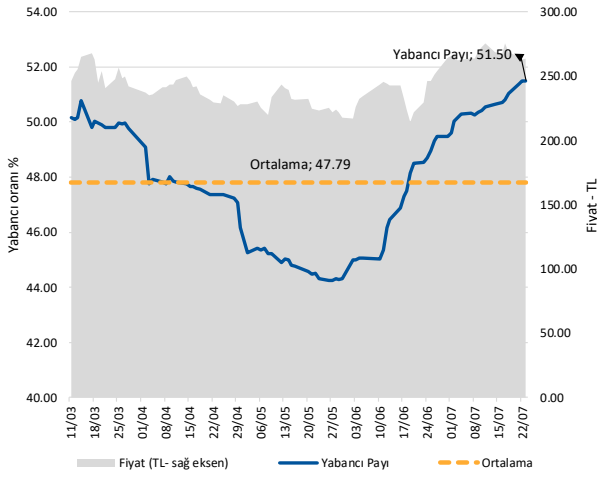
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

Yabancı payı | PGSUS



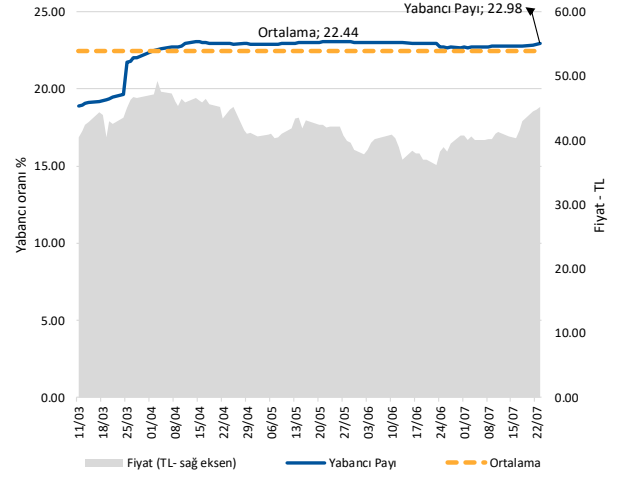
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

Yabancı payı | TAVHL



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

Yabancı payı | HTTBT



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0’dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.