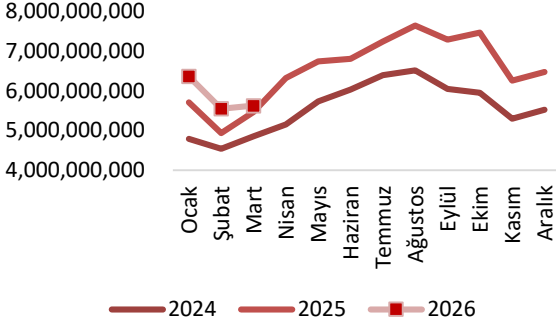


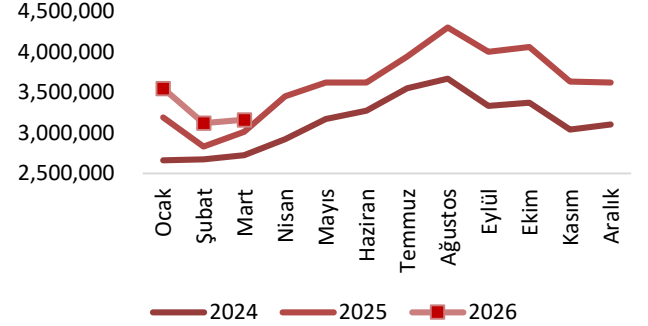
HAVACILIK BÜLTENİ



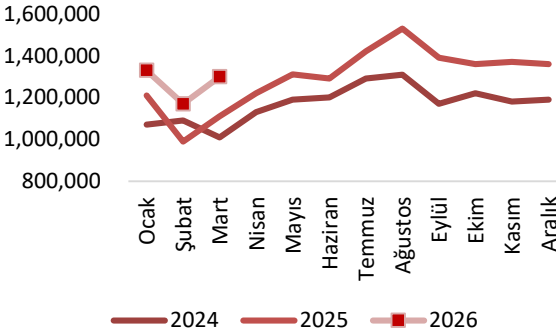
PGSUS ASK



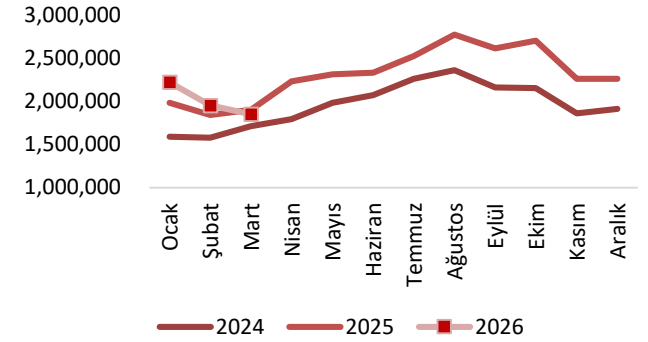
PGSUS Toplam Misafir Sayısı



PGSUS Yurt İçi Misafir Sayısı



PGSUS Yurt Dışı Misafir Sayısı



Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre;

- Yolcu sayısı %5 artış göstererek 3.16 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı %84.5 oldu. (2025 Mart - %84.3)
- AKK (arz edilen koltuk km) ise %2.9 artış gösterdi.

Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YURT İÇİ);

- Yolcu sayısı %17 artış göstererek 1,3 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı %88.1 oldu. (Mart 2025 - %86.9)

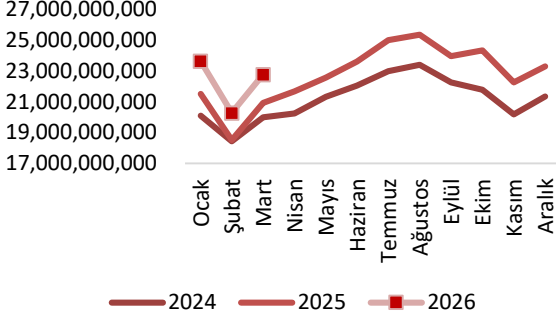
Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YURT DIŞI);

- Yolcu sayısı %2 azalış göstererek 1.85 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı Mart ayında %82.1 oldu. (Mart 2025 - %82.9)

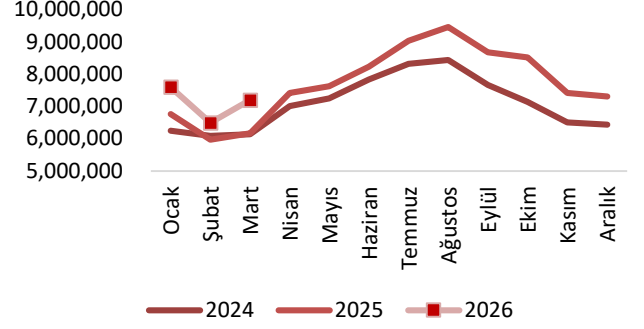
1Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre;

- Yolcu sayısı %8.9 artış göstererek 9.83 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı %86.3 oldu. (1Q25 - %86.2)
- AKK (arz edilen koltuk km) ise %8.9 artış gösterdi.
- İç Hatlar Yolcu Sayısı %14.8 artış gösterdi.
- Dış Hatlar Yolcu Sayısı %5.2 artış gösterdi.

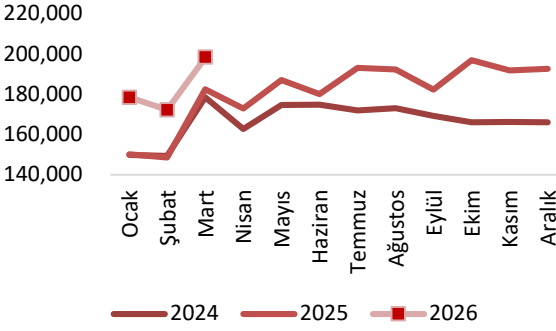
THYAO ASK (Toplam)



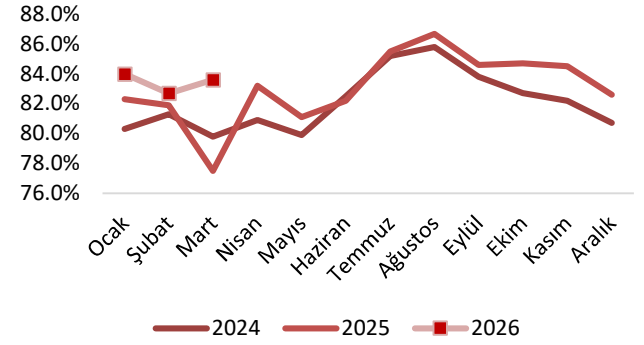
THYAO Toplam Misafir Sayısı



THYAO Kargo + Posta (Ton)



THYAO Yolcu Doluluk Oranı



Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre;

- Yolcu sayısı %16,6 artış göstererek 7,2 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı %83,6 oldu. (2025 Mart - %77,5)
- AKK (arz edilen koltuk km) ise %8,9 artış gösterdi.
- Kargo + Posta (ton) ise %15,9 artış gösterdi.

Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YURT İÇİ);

- Yolcu sayısı %22,7 artış göstererek 2,5 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı %82,3 oldu. (Mart 2025 - %74,3)

Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YURT DIŞI);

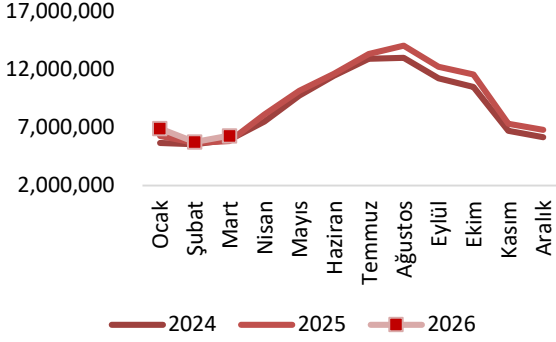
- Yolcu sayısı %13,6 artış göstererek 4,7 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı Mart ayında %83,7 oldu. (Mart 2025 - %77,8)

1Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre;

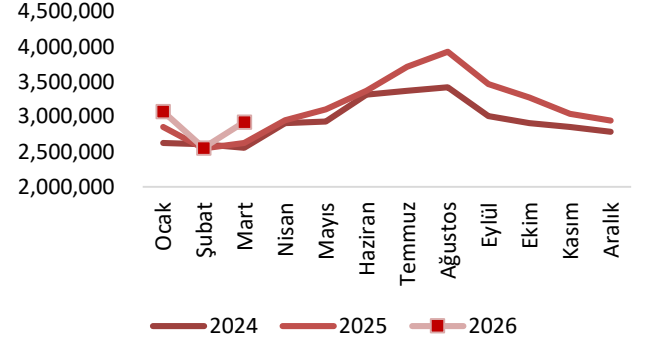
- Yolcu sayısı %12,6 artış göstererek 21,3 m kişi oldu.
- Yolcu doluluk oranı %83,4 oldu. (1Q25 - %80,6)
- AKK (arz edilen koltuk km) ise %9,5 artış gösterdi.
- Kargo + Posta (ton) ise %14,1 artış gösterdi.



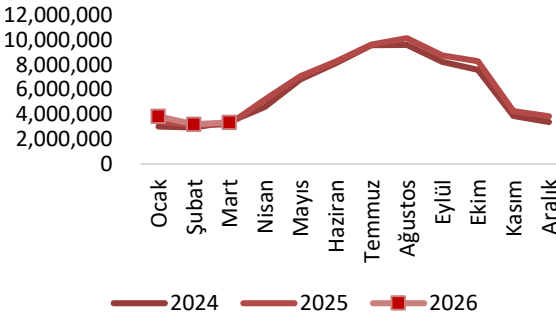
TAVHL Toplam Yolcu Sayısı



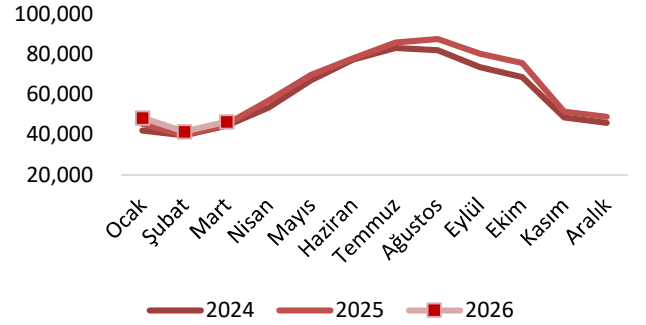
TAVHL Yurt İçi Yolcu Sayısı



TAVHL Yurt Dışı Yolcu Sayısı



TAVHL Toplam Uçuş Sayısı



Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre;

- Yolcu sayısı %7,7 artış göstererek 6.28 m kişi oldu.
- Toplam Uçuş %3 artarak 46.567 olarak gerçekleşti. (2025 Mart – 45.206)

Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YURT İÇİ);

- Yolcu sayısı %11,6 artış göstererek 2.92 m kişi oldu.
- Toplam Uçuş %7,1 artarak 19.952 olarak gerçekleşti. (2025 Mart – 18.623)

Mart ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre (YURT DIŞI);

- Yolcu sayısı %4,5 artış göstererek 3.35 m kişi oldu.
- Toplam Uçuş %0,1 artarak 26.615 olarak gerçekleşti. (2025 Mart – 26.583)

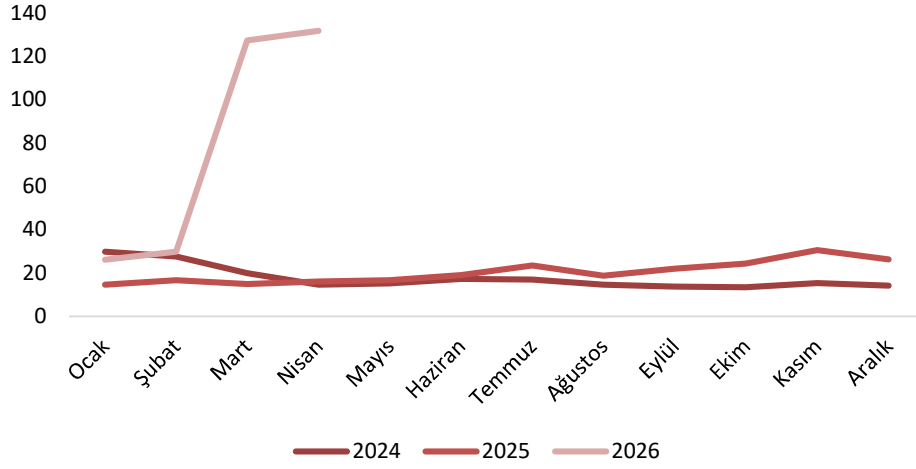
1Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre;

- Yolcu sayısı %6,6 artış göstererek 18.97 m kişi oldu.
- Toplam Uçuş %4,7 artarak 136.687 olarak gerçekleşti. (1Q25 – 130.522)



KOD	Şirket Adı	Özsermaye Kartılığı %	Brüt Kar Marjı %	Faaliyet Kar Marjı %	FAVOK Marjı %	Piyasa Değeri (usd)	F/K	FD/FAVOK
DAL.N	Delta Air Lines Inc	27,8%	46,6%	9,2%	13,0%	45.994.697.378	9,20	6,77
RYA.I	Ryanair Holdings PLC	26,4%	30,0%	11,2%	19,9%	35.913.922.650	13,63	7,80
UAL.OQ	United Airlines Holdings Inc	24,0%	58,7%	8,4%	13,4%	35.889.593.461	10,86	6,13
ICAG.L	International Consolidated Airlines Group SA	58,4%	60,5%	13,4%	20,8%	27.067.891.630	8,35	3,88
LUV.N	Southwest Airlines Co	4,8%	68,0%	1,9%	7,5%	26.473.168.545	64,77	13,36
601111.SS	Air China Ltd	1,9%	5,1%	-	17,3%	20.141.677.470		
LTM.SN	LATAM Airlines Group SA	-	25,5%	12,0%	21,2%	19.413.662.945	16,18	7,04
600029.SS	China Southern Airlines Co Ltd	-	8,4%	3,2%	19,5%	18.468.201.125		45,43
600115.SS	China Eastern Airlines Corp Ltd	-	4,2%	0,5%	20,7%	17.753.421.363		
SIAL.SI	Singapore Airlines Ltd	15,6%	36,5%	8,7%	20,9%	16.083.679.608	8,53	5,90
ADP.PA	Aeroports de Paris SA	2,2%	72,4%	19,1%	33,2%	12.891.419.418		9,51
LHAG.DE	Deutsche Lufthansa AG	15,1%	36,7%	4,0%	10,2%	12.744.426.997	6,62	4,10
QAN.AX	Qantas Airways Ltd	-	44,3%	10,3%	18,8%	10.891.294.579	9,77	4,68
0293.HK	Cathay Pacific Airways Ltd	17,5%	62,4%	12,6%	24,1%	10.675.663.203	8,93	5,53
600221.SS	Hainan Airlines Holding Co Ltd	-	7,4%	5,8%	21,7%	10.403.604.541		36,55
THYAO.IS	Turk Hava Yollari AO	14,86%	16,28%	6,65%	16,56%	9.946.283.873	3,78	5,95
AAO.OQ	American Airlines Group Inc		60,7%	3,0%	7,0%	9.250.818.131	83,44	8,45
9201.T	Japan Airlines Co Ltd	11,9%	50,6%	8,9%	17,3%	8.468.900.915	10,14	3,65
601021.SS	Spring Airlines Co Ltd	12,3%	12,9%	14,6%	28,7%	7.859.004.794	27,57	22,94
2618.TW	Eva Airways Corp	21,0%	24,4%	17,5%	30,4%	6.566.929.366	8,04	3,34
AIRA.DU	Air Arabia PJSC	19,8%	23,5%	17,8%	27,6%	6.454.528.030	15,31	11,12
ALK.N	Alaska Air Group Inc	2,4%	49,5%	3,9%	9,4%	6.370.373.219	66,13	7,27
THAI.BK	Thai Airways International PCL	-	40,7%	22,3%	29,3%	6.279.652.646		3,26
CPA.N	Copa Holdings SA	26,7%	52,4%	21,8%	31,4%	5.992.584.988	9,07	6,19
003490.KS	Korean Air Lines Co Ltd	5,9%		4,4%		5.853.682.542		6,03
EZJ.L	Easyjet PLC	15,3%	33,1%	7,3%	14,6%	5.080.601.649	7,73	2,10
603885.SS	JUNEYAO AIRLINES Co Ltd	10,6%	14,1%	11,6%	27,3%	4.643.876.281	35,79	31,03
AC.TO	Air Canada	-	52,8%	5,7%	13,7%	4.463.592.849	4,38	4,68
2610.TW	China Airlines Ltd	17,0%	16,8%	8,9%	23,4%	4.363.686.900	9,32	3,85
SKYW.OQ	SkyWest Inc	16,6%	61,8%	15,2%	24,2%	4.069.342.733	9,81	5,86
AIRF.PA	Air France KLM SA		38,0%	4,6%	13,6%	3.540.771.710	3,43	2,68
ELAL.TA	El Al Israel Airlines Ltd	69,4%	22,5%	21,8%	29,6%	3.222.179.517	6,53	2,99
PGSUS.IS	Pegasus Hava Tasimaciligi AS	14,34%	17%	11,73%	24,07%	2.139.884.506	6,99	6,94
2646.TW	Starlux Airlines Co Ltd	1,0%	20,2%	6,7%	22,6%	2.191.358.339		12,79
JBLU.OQ	JetBlue Airways Corp	-	61,6%	-	3,9%	2.025.868.710		22,51
AIR.NZ	Air New Zealand Ltd	6,4%	39,1%	2,6%	13,3%	1.133.718.992	15,50	3,60
BA.BK	Bangkok Airways PCL	22,1%	27,9%	20,5%	26,8%	1.064.976.228	9,21	5,42
TAVHL.IS	TAV Havalimanlari Holding AS	4,06%	40,32%	19,88%	30,78%	2.531.609.654	40,35	6,92
	Ortalama	17,9%	36,4%	10,5%	20,1%		17	10

Jet Yakıt Marjları

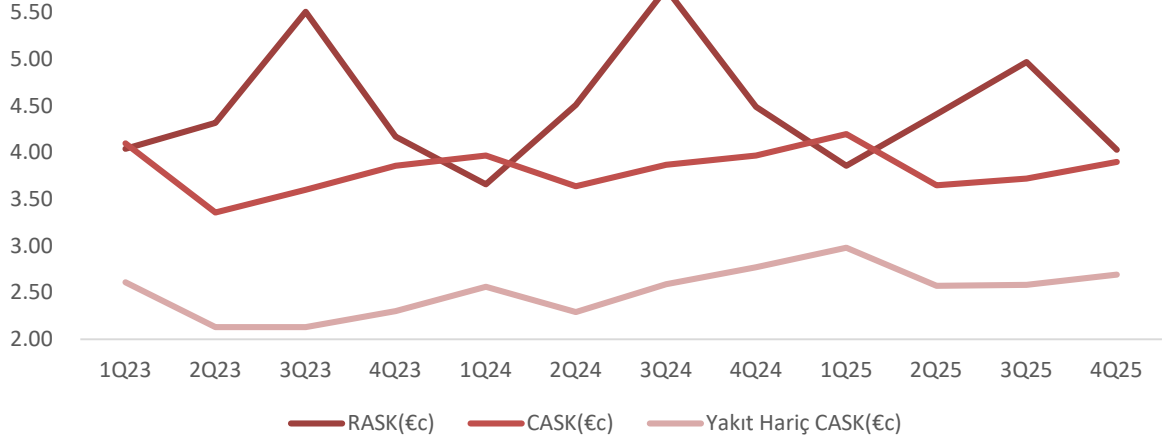


IATA verilerine göre sektöre baktığımızda;

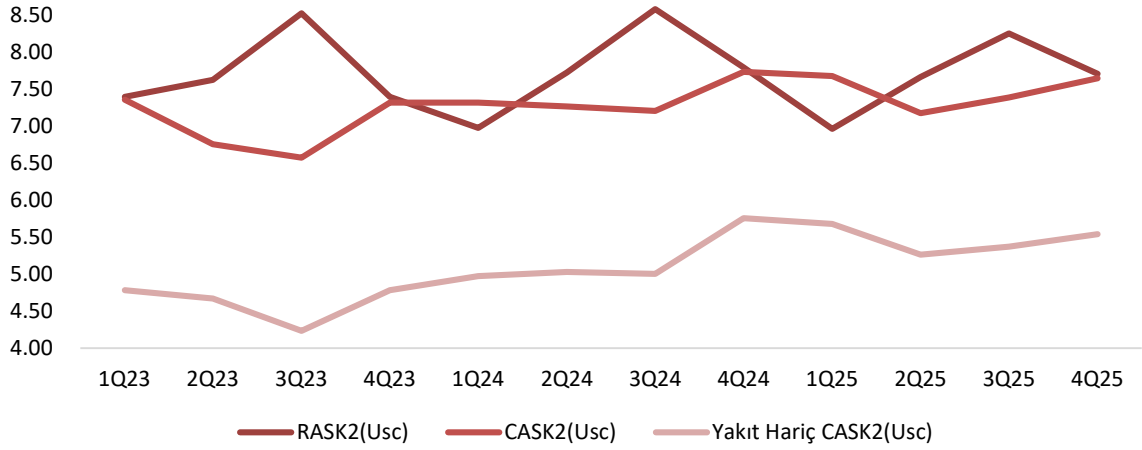
- Kargo trafiğinin 2026 yılında %2,6 büyümesi beklenmektedir.
- Küresel yolcu trafiğinin 2026 yılında %4,9 oranında büyümesi beklenmektedir.
- 2026'da faaliyet kar marjlarının %6,9'lara, net kar marjlarının ise %3,9'larda sabit kalması beklenmektedir.
- 2026 yılında yakıt fiyatlarında sınırlı da olsa düşüş beklenirken, pilot eksikliği, artan iş gücü, enflasyon ve baki maliyetlerinin de etkisiyle karlılık üzerinde baskının sürmesi beklenmektedir.
- Endüstri genelinde Ücretli Yolcu Kilometresi (RPK), Şubat ayında geçen yılın aynı ayına göre (YoY) %6,1 oranında artış gösterdi.
- Endüstri genelinde Yolcu Doluluk Oranı (PLF), %81,4 ile Şubat ayı için tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştı.
- Şubat 2026 verilerinde Sektör genelinde talep (RPK), yıllık bazda %6,1 oranında artış göstererek %5,6'lık kapasite (ASK) artışını geride bıraktı. Talebin arzdan daha hızlı büyümesi, verimlilik göstergesi olan doluluk oranlarını (PLF) yukarı taşıyarak Şubat ayı için tarihi bir rekor olan %81,4 seviyesine ulaştırdı.
- Yılın ilk iki ayını kapsayan kümülatif verilere bakıldığında, uluslararası pazarın yılbaşından bu yana %6,0'lık büyüme ile daha istikrarlı bir ivme sergilediği anlaşılıyor. Toplam pazar ise yılın ilk bölümünde %5,0'lik bir talep artışı ve %81,7'lik ortalama doluluk oranı görmekteyiz.
- Küresel hava kargo talebi (CTK), Şubat 2026'da ivmesini koruyarak hızlandı ve yıllık bazda %11,2 arttı. Bölgesel trendler farklılık gösterdi: Afrika %21,0 artışla liderliği göğüslerken, Amerika kıtası toparlanma sürecine girdi. Asya-Pasifik ve Orta Doğu ana büyüme iticileri olmaya devam etti.
- **PGSUS** 2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin finansal raporlar 11 Mayıs'ta kamuya duyurulacak.
- **THYAO** Genel Müdür olarak görev yapan Bilal Ekşi'nin emekli olarak ayrılması sebebiyle Genel Müdür Yardımcısı olarak görev yapan Ahmet Olmuştur'un Genel Müdür olarak atanmasına karar verildi.



PGSUS



THYAO



RASK2: Toplam Yolcu ve Kargo Geliri / AKK (Kargo operasyonları için Arz Kargo Ton Kilometre eklenerek düzeltilmiştir.)

CASK2: Toplam Giderler / AKK (Kargo operasyonları için Arz Kargo Ton Kilometre eklenerek düzeltilmiştir.)

AKK: Arz edilen koltuk kilometre



HTTBT

HTTBT Türkiye'nin ve dünyanın sayılı havayolu yazılım çözüm sağlayıcılarından biri olup 1994 yılında kurulmuş, 2022 yılında halka arz olmuştur. Şirket, 2025 yılı finansalları itibarıyla küresel yolcu hizmet sistemi (PSS) pazarında sistemler üzerinden geçen yolcu sayısına göre dünyada üçüncü, Avrupa ve Afrika'da ikinci ve Batı Afrika'da lider konumunda yer almaktadır. 48 ülkede 68 havayolu partnerine bulut tabanlı SaaS modeliyle hizmet sunan şirket, 2025 yılını 41,9 milyon USD ciro, %43 FAVÖK marjı ve %24 net kâr marjı ile kapattığını görmekteyiz. Şirketin en önemli ve defansif özelliği ise Tekrarlayan gelir oranının %90-95 bandında olması ve yaklaşık %5 düzeyindeki düşük müşteri devir oranı olarak değerlendirmekteyiz. Şirketin ürün grubunu beş ana kalem ile aşağıdaki gibi açıklamaktayız;

- SaaS-PSS** havayollarının rezervasyon, biletleme, check-in ve koltuk yönetimi operasyonlarını yöneten ana platform olup satışların %58'ine denk gelmektedir.
- SaaS-ADS** seyahat acentelerinin dağıtım kanalını yöneten platform olup satışların %3'ünü oluşturmaktadır.
- SaaS-Diğer, Oxygen, HPO**, kargo ve charter çözümlerini kapsayan en hızlı büyüyen segmenttir.
- Yazılım Geliştirme ve Bakım** ise Adam/Gün bazlı özel geliştirme hizmetleri olup satışların %23'ünü oluşturmaktadır.
- IaaS ve Projeler** Altyapı ve yeni partner kurulum gelirlerinden oluşup satışların %8'ine denk gelmektedir.

Havacılık Sektöründe Yan Gelir Arayışının Pozitif Etkisi

Küresel havacılık sektöründe yolcu trafiği %4-5 bandında yapısal büyümesini sürdürürken artan rekabet ve kapasite genişlemesiyle birlikte bilet fiyatlarında aşağı yönlü baskının oluştuğunu izlemekteyiz. Bu durum havayolu şirketlerini bilet geliri dışında alternatif gelir kaynaklarına yönlendirmekte olup dinamik fiyatlama, kişiselleştirilmiş ek hizmet satışı, ödeme orkestrasyonu ve dijital perakendecilik gibi alanlarda yazılım çözümlerine olan talebin yapısal olarak arttığını görmekteyiz. Ek hizmet gelirlerinin toplam sektör gelirleri içindeki payının 2025 yılında %14 ile rekor seviyeye ulaşmasını bu trendin somut göstergesi olarak değerlendirmekteyiz. HTTBT'nin ise havayolları arasındaki artan rekabetin doğrudan etkisinden bağımsız konumlandığını, aksine bu rekabetin havayollarını alternatif gelir çözümlerine yönlendirmesiyle şirketin hizmetlerine olan talebi desteklediğini düşünmekteyiz.

HTTBT'yi 63,4 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Yatırım temamız ise aşağıdaki unsurlara dayanmaktadır;

- Oxygen ve HPO ürünlerinin güçlü büyümesi,
- %90-95 tekrarlayan gelir oranı ile öngörülebilir nakit akışı yapısı,
- USD bazlı gelir modeli ile doğal hedge mekanizması olması,
- Orta ve büyük ölçekli havayolu partnerlerine yönelik stratejik pozisyonlanma (%35hibrit / %25 fullservice / %25 lowcost %15 diğer),
- Niş iş kolunda potansiyel Pazar payı kazanımı,
- 100m \$ satış hedefi doğrultusunda istikrarlı büyüme,
- Emsallerine kıyasla cazip çarpanlar ve sürdürülebilir kârlılık yapısı ile yatırım temamızın temel unsurları olarak ön plana çıkmaktadır.

20 Nisan 2026

Son Fiyat	41,90
Piyasa Değeri (milyon TL)	12,474
Piyasa Değeri (milyon \$)	272,6
Hedef Fiyat	63,40
Tavsiye	AL
F/K	32,08
FD/FAVÖK	17,38
PD/DD	4,12
Hisse Sayısı (milyon lot)	300
FDPO (%)	27,60
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	49,3

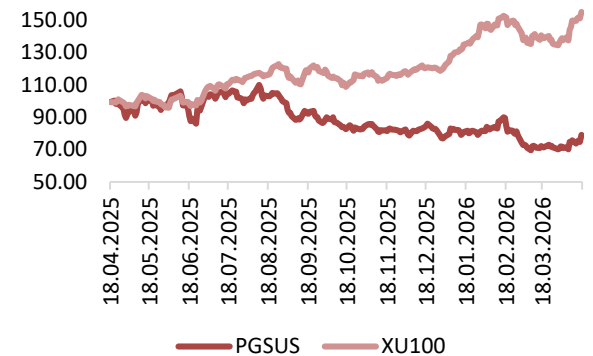
FİYAT

PERFORMANSI (%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-1.31	-22.25	-65.09
Nominal (TL)	8.69	-9.74	-11.28
Nominal (USD)	7.30	-13.28	-29.12

	2026T	2027T	2028T
Satış (Mn USD)	53,3	68,03	86,9
FAVÖK (Mn USD)	24,7	31,4	40,6
FAVÖK Marjı (%)	%45,5	%46,2	%47,8
FD/FAVÖK	11,3x	8,7x	6,7x

ORTAKLIK YAPISI

	%
PGSUS	36,20
Fatma Nur Gökman	22,81
Dilek Ovacık	4,71
Hakan Ünlü	4,34
Özkan Dülger	4,34
Diğer	27,60





4Ç25 FİNANSAL HATIRLATMA

HTTBT, 2025 4.çeyrekte 449,7 m TL Hasılat, 175 m TL FAVÖK, 101.4 m TL Net Kar ile beklentilere paralel sonuçlar açıkladığını görmekteyiz.

Sürdürülebilir İş Modeli

FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre satışlar \$ bazlı %22 artış gösterdiğini izlerken TL bazlı büyümenin ise %47 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Segment bazlı baktığımızda ise SaaS gelirlerinin %30, Yazılım Geliştirme ve Bakım %14.9 artış gösterdiğini izlerken IaaS ve Projelerin ise %6.9 daralma gösterdiğini görmekteyiz. SaaS gelirlerinin toplam satış içerisindeki payın 4pt artış ile %68 seviyesine geldiğini izlerken SaaS payının sırasıyla PSS %85, ADS %4 ve Diğer %11 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Güçlü satış büyümesinin sebeplerini büyüyen iş hacimleri, yeni kazanılan partnerlerin geçtiğimiz yıla göre artması ve defansif iş modeli olarak açıklamaktayız.

2025 Gelişmeler

FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre operasyonel metriklere baktığımızda;

- SaaS üzerinden işlem gören yolcu sayısında %26 artış
- Yıl boyunca 11 partnerin kurulumu tamamlanırken 12 aktif kurulum projesinin devam ettiğini
- Hitit Oxygen'de IATA standartlarındaki yeni e-ticaret platformunda günlük 6mlr satış teklifi hacmi
- HPO'nun hedef aldığı mevcut ödeme altyapısından yıl genelinde 11,5mlr \$'ı aşan işlem hacmine ulaştığını görmekteyiz.
- 2025 yılında 3 yeni, 7 askıya alınan partner ile beraber toplam 68 partner
- Yatırım/Satış oranının ise %49 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz.

Karlılık

Kar marjlarına baktığımızda hem geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre hem de geçtiğimiz çeyreğe kıyasla daralma görsek de sürdürülebilir karlılık ve defansif iş modeli yapısını pozitif değerlendirmekteyiz. FY25 olarak baktığımızda ise Brüt Kar marjında 1pt iyileşme ile %49, FAVÖK'de ise 3pt artış ile %43 seviyesine çıktığını izlemekteyiz. Net Kar ise 1.1pt daralma ile %23.5 olarak gerçekleştiğini görmekteyiz.

Borç yapısı

4Q25'de geçtiğimiz çeyreğe kıyasla \$ bazlı finansal borç %4 daralırken net nakit pozisyonun ise artarak devam ettiğini görmekteyiz. HTTBT 4Q25 itibarıyla -0.44x NetBorç/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Açıklanan beklentiye paralel sonuçları POZİTİF değerlendirmekteyiz. HTTBT'yi A'dan Z'ye entegre çözüm, niş Pazar, defansif iş modeli, yolcu sayısında artış, etkin maliyet yönetimi ve sürdürülebilir ve tekrarlayan gelir yapısıyla beğenmeye devam etmekteyiz. Önümüzdeki dönemde ADS'nin payının artarak devam etmesini beklerken şirketin iş modelinin sürdürülebilir ve sağlam zeminlere atılması sebebiyle 100m \$ ciro hedefinin gerçekçi olacağını ve büyümenin sürdürülebilir olacağını düşünmekteyiz. 4Q25 itibarıyla HTTBT 16.7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görürken 2026 beklentileri ise aşağıdaki gibidir;

- %25-30 \$ bazlı Satış Büyümesi
- %43-48 FAVÖK Marjı
- %25-30 Net Kar Marjı
- %90-95 Tekrarlayan Gelir Oranı



Hitit Bilgisayar Ne İş Yapar?

HTTBT havayollarının günlük operasyonlarını yürütebilmesi için ihtiyaç duyduğu yazılım altyapısını bulut tabanlı SaaS modeliyle sunan bir teknoloji şirkettir. Şirketin çözüm portföyü, havayolunun uçuş öncesinden uçuş sonrasına kadar tüm süreçlerini kapsayacak şekilde yapılandırılmıştır. Ana ürün olan Yolcu Hizmet Sistemi (PSS) rezervasyondan check-in'e kadar tüm yolcu operasyonlarını yönetirken, Acente Dağıtım Sistemi (ADS) havayolları ile seyahat acenteleri arasındaki satış kanalını oluşturmaktadır.

2025 yılı sonunda lansmanını tamamladığı Oxygen platformu ve 2026 yılı içerisinde satışa açılması planlanan Hitit Ödeme Orkestrasyonu (HPO) ürünü, şirketin orta-uzun vadeli büyüme hikayesinin merkezinde yer aldığını düşünmekteyiz.

Çözüm Grubu	Ne Yapar?	Çalışma Şekli	Ciro Payı	Gelir Tipi
SaaS — Yolcu Hizmet Sistemi (PSS)				
PSS	Havayolunun tüm yolcu operasyonlarını yönetir: rezervasyon, biletleme, check-in, bagaj, mobil uygulama, sadakat programı	Yolcu sayısı × birim fiyat (USD)	58%	Tekrarlayan
SaaS — Acente Dağıtım Sistemi (ADS)				
ADS	Havayolu ile seyahat acenteleri arasında köprü	Acente yolcu sayısı × birim fiyat	3%	Tekrarlayan
SaaS — Diğer				
Operasyonel Planlama	Tarife planlama, sefer kontrol, uçuş ekibi yönetimi	İşlem hacmi bazlı		Tekrarlayan
Finansal & Raporlama	Gelir-gider muhasebesi, performans raporları, karbon emisyon takibi	İşlem hacmi bazlı		Tekrarlayan
Hava Kargo	Kargo rezervasyon, gümrük bildirim, kargo gelir muhasebesi	Kargo işlem başına fiyatlandırma	8%	Tekrarlayan
Turizm Portalı	Havayollarına entegre otel, transfer, sigorta gibi seyahat ürünlerinin satışı	İşlem hacmi bazlı		Tekrarlayan
Seyahat Çözümleri	Kurumsal ve bireysel seyahat yönetimi platformu	İşlem hacmi bazlı		Tekrarlayan
Yazılım Geliştirme ve Bakım				
Yazılım Geliştirme ve Bakım	Şirketlere özel yazılım geliştirme ve bakım hizmeti	Adam/gün × birim fiyat	23%	Tekrarlayan
IaaS ve Projeler				
IaaS	Altyapı hizmeti	Sabit kontrat		Sabit
Kurulum Projeleri	Yeni partner entegrasyon ve kurulum	Proje bazlı, tek seferlik	8%	Tek seferlik



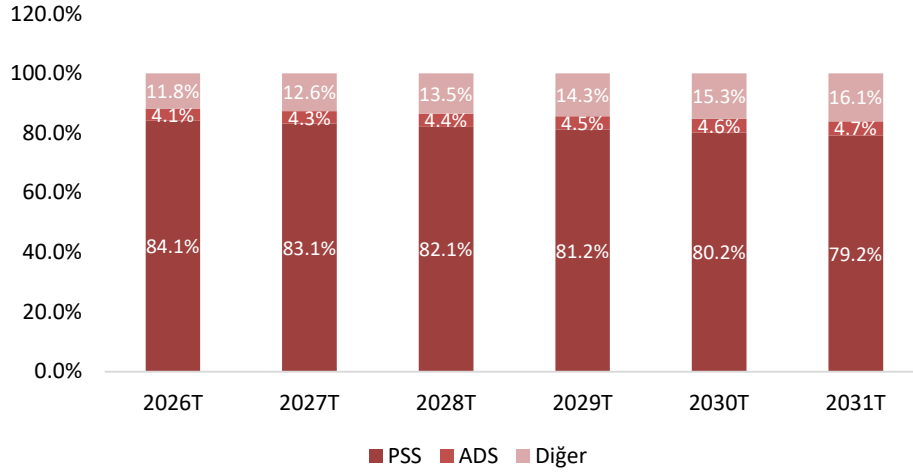
Ana Katalizör: OXYGEN - HPO

2025 yılı sonunda lansmanını tamamladığı Oxygen platformu ve 2026 yılı içerisinde satışa açılması planlanan HPO (Hitit Ödeme Orkestrasyonu) ürünü, şirketin orta-uzun vadeli büyüme hikayesinin merkezinde yer aldığını düşünmekteyiz.

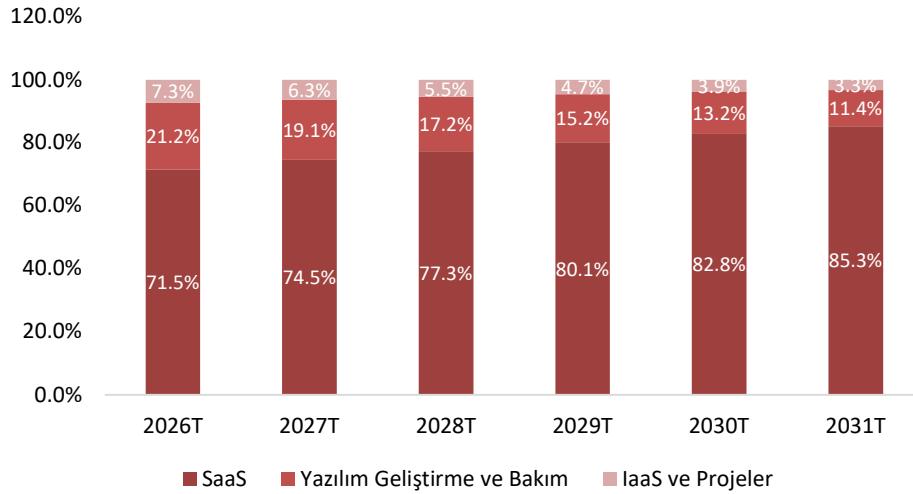
OXYGEN dünyanın en büyük canlı havayolu perakendeciliği uygulamaları arasında yer almakta olup günlük bazda yaklaşık 6 milyar satış teklifi hacmini işleyen altyapıya sahiptir. Ürün, havayollarının bilet dışı ek gelir kalemlerini (koltuk seçimi, ek bagaj, paket yükseltmeleri, otel, sigorta, transfer) tek platform üzerinde dinamik fiyatlandırma ile yönetmelerini sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Küresel havayolu sektöründe yan gelirlerin yapısal olarak toplam gelir içindeki payının artıyor olmasını Oxygen için pozitif değerlendirilmekteyiz.

HPO tarafında ise şirketin halihazırda 11,5 milyar USD üzerinde ödeme hacmini yönettiği altyapı, 2026 yılında bağımsız bir SaaS ürünü olarak piyasaya sunulacaktır. Kullanım amacı ise havayollarının birden fazla ödeme sağlayıcısıyla çalışma yükünü azaltan, başarı oranını yukarı çeken ve işlem maliyetlerini optimize eden bir altyapı ürünü olarak görmektediriz.

Bu iki ürünün yarattığı kaldıraç etkisini, yolcu hacmi büyümesiyle körele seyreden PSS gelirine ek olarak yerleşen bir katalizör olarak yapılandığını söyleyebiliriz. Modelimizde Diğer SaaS segmentinin projeksiyon dönemi boyunca orta vadede %25-30 bandında büyüme göstereceğini öngörürken, bu büyümenin ana motorunu Oxygen ve HPO penetrasyonu olarak görmektediriz.



Grafik 1: SaaS Dağılımı

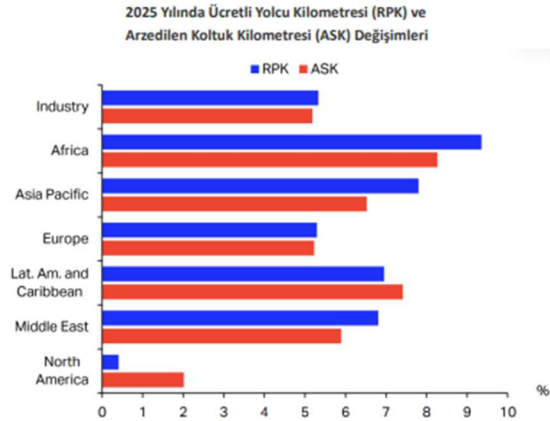
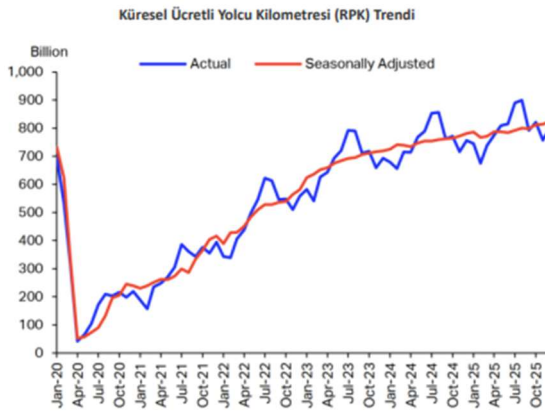


Grafik 2: Satış Dağılımı

Havacılık Sektörü

Küresel havacılık sektörü 2025 yılını Covid sonrası normalleşmeyi tamamen geride bırakarak rekor seviyelerle kapattığını izlerken sektörün temel performans göstergeleri olan Ücretli Yolcu Kilometresi (RPK) %5,3, Arz edilen Koltuk Kilometresi (ASK) %5,2 artış gösterirken talep artışının arz artışının üzerinde gerçekleşmesiyle Yolcu Doluluk Oranı tarihin en yüksek seviyesi olan %83,6'ya ulaşmıştır. Toplam sektör gelirleri ilk kez 1 trilyon USD eşğini aşarken ek hizmet gelirlerinin toplam gelir içindeki payı %14 ile rekor kırdığını görmekteyiz.

Bölgesel kırılıma baktığımızda RPK büyümesinin en güçlü gerçekleştiği bölgenin Hitit'in güçlü bir mevcudiyet gösterdiği Afrika bölgesi olmasını şirket açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirmekteyiz. Uçak üretim kapasitesindeki darboğazın 2030 yılına kadar sürmesinin beklenmesi havayollarını mevcut filolarından maksimum verim çıkarmaya zorlamakta olup bu durum dinamik fiyatlama, yan gelir yönetimi ve ödeme sistemi gibi yazılım çözümlerine yönelik yapısal talebi desteklerken bu durumu HTTBT için katalizör olarak değerlendirmekteyiz.



(Kaynak: IATA, HTTBT 4Q25 Sunum)

Riskler

- İlişkili taraf gelir bağımlılığı riski,
- Amadeus, Sabre ve Travelport gibi küresel dev oyuncuların rekabet baskısı,
- Küresel havacılık talebinde daralma senaryolarında gelir yapısının baskılanması,
- Büyük ölçekli bir partnerin sözleşme feshi halinde gelir tabanında belirgin etki oluşması,
- Küresel veri güvenliği ve ödeme regülasyonlarındaki değişikliklerin uyum maliyetlerini artırması,
- Siber güvenlik riski.



MODELLEME VE DEĞERLEME

Hedef fiyatımızı USD bazlı İNA yöntemiyle belirlerken WACC hesabında %7 Risksiz Faiz Oranını ve %11,7 AOSM olarak almaktayız. Aşağıdaki projeksiyon doğrultusunda 63,4 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi başlatmaktayız.

HTTBT	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	53,357,022	68,036,808	86,933,164	111,171,077	141,650,862	180,990,975
%	27.4%	27.5%	27.8%	27.9%	27.4%	27.8%
EBIT	12,272,115	16,124,723	21,559,425	28,793,309	38,245,733	51,582,428
%	23.0%	23.7%	24.8%	25.9%	27.0%	28.5%
NOPAT	11,044,904	14,512,251	19,403,482	24,474,313	32,508,873	43,845,064
Amortisman (+)	12,005,330	15,308,282	19,125,296	23,345,926	28,330,172	36,198,195
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	587,955	1,976,861	2,209,828	2,088,270	3,289,658	3,367,490
Yatırım Harcamaları	-15,473,536	-19,050,306	-22,602,623	-26,681,058	-31,163,190	-36,198,195
Serbest Nakit Akışı	6,988,742	8,793,366	13,716,328	19,050,911	26,386,198	40,477,574
İndirgenmiş Nakit Akışı	6,256,707	7,267,245	10,305,280	13,012,028	16,383,753	22,848,535
İskonto Faktörü	0.90	0.80	0.72	0.65	0.58	0.52

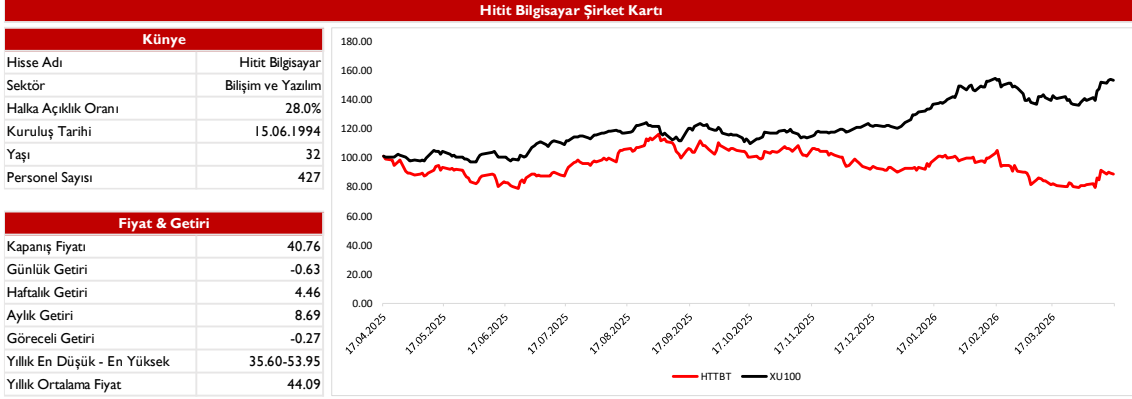
HEDEF FİYAT (TL)	63.4
S.N.A Toplam	76,073,548
Artık Değer	351,237,499
Firma Değeri	427,311,047
Toplam Borç	-7,263,185
Azınlık Payı	0
Özsermaye Değeri	434,574,232
Sermaye	300,000,000

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
ERP	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Beta	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
Özsermaye Oranı	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
Borç Oranı	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Özsermaye Maliyeti	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
Borç Maliyeti	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
AOSM	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%



	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
SaaS	38,127,402	50,718,765	67,233,037	89,099,680	117,306,730	154,324,115
%	33.0%	33.0%	32.6%	32.5%	31.7%	31.6%
PSS	32,054,835	42,152,108	55,219,261	72,337,232	94,038,402	122,249,923
% SaaS Payı	84.1%	83.1%	82.1%	81.2%	80.2%	79.2%
%	31.5%	31.5%	31.0%	31.0%	30.0%	30.0%
ADS	1,577,290	2,160,887	2,949,611	3,981,975	5,375,666	7,203,392
% SaaS Payı	4.1%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
%	37.5%	37.0%	36.5%	35.0%	35.0%	34.0%
Diğer (Oxygen, HPO, Uçak, Kargo, Charter)	4,495,277	6,405,770	9,064,165	12,780,473	17,892,662	24,870,800
% SaaS Payı	11.8%	12.6%	13.5%	14.3%	15.3%	16.1%
%	42.5%	42.5%	41.5%	41.0%	40.0%	39.0%
Yazılım Geliştirme ve Bakım	11,309,220	13,005,603	14,956,443	16,900,781	18,759,867	20,635,854
%	17.0%	15.0%	15.0%	13.0%	11.0%	10.0%
IaaS ve Projeler	3,920,400	4,312,440	4,743,684	5,170,616	5,584,265	6,031,006
%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	8.0%	8.0%
Toplam	53,357,022	68,036,808	86,933,164	111,171,077	141,650,862	180,990,975
%	27.3%	27.5%	27.8%	27.9%	27.4%	27.8%

Şirket	Özsermaye Karlılığı %	Faal Marj %	FAVÖK Marj %	Brüt Marj %	Piyasa Değeri (usd)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Amadeus IT Group SA	26,9%	27,8%	38,2%	65,0%	27.871.847.936	17,42	4,66	12,26
Karoo Ltd	33,5%	28,7%	45,4%	70,1%	1.607.069.466	26,9	8,6	12,5
ATOSS Software SE	54,6%	35,8%	38,3%	78,4%	1.475.027.111	25,8	12,9	23,8
Planisware SA	24,5%	30,7%	35,1%	73,8%	1.410.791.053	23,9	5,5	21,2
Vitec Software Group AB (publ)	8,9%	25,0%	42,1%	71,1%	1.071.229.510	24,1	2,1	9,8
Asseco Business Solutions SA	32,8%	30,2%	38,7%	44,3%	743.413.192	19,8	6,2	15,2
Rategain Travel Technologies Ltd		18,5%	21,7%		736.379.695	38,1	4,1	17,6
Sabre Corp		12,5%	16,3%	56,7%	695.504.730		-	9,11
Alfa Financial Software Holdings PLC	61,5%	32,8%	35,4%	63,7%	633.862.194	15,7	9,1	13,6
Cerillion PLC	30,7%	44,8%	50,2%	76,2%	572.727.961	25,6	7,1	18,2
Hitit Bilgisayar	15,4%	21,8%	42,7%	49,1%	273.322.858	31,4	4,1	17,4
Ortalama	32,1%	28,1%	36,7%	64,8%		24,9	6,4	15,5



Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2025/12	2025/09	Değişim(%)	İtems	2025/12	2025/09	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	1,116	1,056	5.60	Net Satışlar	1,653	1,203	1,122	37.38
Nakit ve Benzerleri	509	331	53.50	Yurt İçi Satışlar	645	463	446	39.14
Stoklar	0	0 a.d		Yurt Dışı Satışlar	1,053	763	745	37.95
Ticari Alacaklar	413	458	-9.74	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	2,574	2,376	8.34	Satışların Maliyeti	842	606	581	38.87
Maddi Duran Varlıklar	151	162	-6.89	İskontolar	0.00	0.00	0.00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,266	2,056	10.19	İndirimler	0.00	0.00	0.00	a.d
Aktifler	3,690	3,433	7.50	Brüt Kar	811	597	542	35.87
Kısa Vadeli Yükümlülükler	513	439	16.85	Faaliyet Giderleri	456	317	297	43.81
Uzun Vadeli Yükümlülükler	209	216	-3.43	Esas Faaliyet Karı	355	280	244	26.88
Toplam Borç	722	655	10.16	Amortisman	345	245	206	40.70
Net Borç	-311	-241	-29.25	FAVÖK	700	525	0	33.34
Sermaye	300	300	0.00	Vergi Öncesi Kar	400	313	285	27.69
Özkaynaklar	2,968	2,777	6.87	Ana Ortaklık Net Kar	389	287	277	35.31

Oran Analizi			
Oranlar	2025/12	2025/09	Değişim(%)
Likidite			
Cari Oran	2.17	2.41	-0.23
Likit Oran	2.16	2.40	-0.23
Değerleme			
F/K	31.44	39.01	-7.57
PD/DD	4.12	5.23	-1.11
FD/FAVÖK	17.02	21.07	-4.05
Karlılık			
Özsermaye Karlılığı	15.36	12.19	3.18
Aktif Karlılık	12.33	9.83	2.50
Brüt Kar Marjı	49.05	49.60	-0.54
Net Kar Marjı	23.53	23.89	-0.36
FAVÖK Marjı	42.35	43.64	-1.28
Büyüme			
Net Kar Büyüme	40.45	49.63	-9.18
FAVÖK Büyüme	55.33	76.19	-20.86
Özsermaye Büyüme	41.68	43.22	-1.53
Aktif Büyüme	41.05	42.16	-1.11
Faaliyet Etkinliği			
Stok Devir Hızı	0.00	0.00	0.00
Alacak Devir Hızı	4.08	4.00	0.08
Ticari Borç Devir Hızı	8.11	9.79	-1.67

PGSUS

PGSUS, Türkiye'nin lider düşük maliyetli havayolu şirketi olup 1990 yılında kurulmuş, 2013 yılında borsaya kote olmuştur. Şirket, 2025 yılı finansalları itibarıyla Türkiye iç hat yolcu pazarında yaklaşık %25, Dış Hat pazarında %19 paya sahip olup ana üssü İstanbul Sabiha Gökçen Havalimanı'dır. 2025 yıl sonu itibarıyla 56 ülkede 158 destinasyona (39 İç Hat, 119 Dış Hat) ulaşan şirket, yıl boyunca 43,3 milyon misafir taşımış ve %87,7 doluluk oranı ile faaliyet gösterdiğini görmekteyiz. Toplam misafirlerin %64'ü dış hat (27,7 milyon), %36'sı iç hat (15,6 milyon) yolculardan oluşmaktadır.

31 Aralık 2025 itibarıyla 127 uçaklık filosunda 4 adet sahip olunan, 99 adet finansal kiralama ve 24 adet operasyonel kiralama yöntemiyle finanse edilen uçaklar bulunmakta olup ortalama filo yaşı 5,1 yıl ile Türkiye'nin en genç filosu konumundadır. Yeni nesil Neo uçakların toplam filo içindeki payı %88 seviyesinde olup 2029 yılına kadar %100'e ulaşması planlanmaktadır. 2026 yılında 7 adet A321neo'nun filoya dahil edilmesi ve 2 adet A320neo'nun filodan çıkması ile toplam filo büyüklüğünün 132 uçağa ulaşması öngörülmektedir. Şirketin devam eden sipariş defterine baktığımızda 108 adet A321neo siparişinin 65 adedini teslim almış olup geri kalan 43 uçağın 2034 yılına kadar kademeli olarak teslim alınmasıyla birlikte filo büyüklüğünün 2030 yıl sonunda 172 uçağa, 2031 yıl sonunda ise 182 uçağa ulaşması beklenmektedir. A321neo modellerinin artan filo payı sayesinde ortalama koltuk sayısının 2021'deki 191'den 2029'da 228'e yükseleceği öngörülmekte olup bu durum, uçak başına gelir üretim kapasitesini yapısal olarak %19 artıracığını belirttiğini görmekteyiz.



PGSUS'u 364,7 TL Hedef Fiyat ve AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Yatırım temamız ise aşağıdaki unsurlara dayanmaktadır;

- Filo genişlemesi ve Doluluk Oranlarındaki artış
- Misafir Başına Yan Gelirlerde toparlanma ve emsal şirketlere kıyasla güçlü seyir
- Yeni uçakların maliyet avantajı yaratması
- Artan Yolcu Trafığı
- Smartwings'in getireceği kaldıraç etkisini modelimizde belirtmesek de yukarı yönlü katkı unsuru olarak nitelendirmekteyiz.
- Smartwings ile ilgili satın alım süreci tamamlansa da regülasyon onaylarının tamamlanması 6-8 ayı bulabiliyor, tam konsolide için 3Q26 daha sağlıklı bir tarih olur. Yapılan satın alımın ise borçluluk üzerinde majör bir etkisinin oluşturulmadığını ve PGSUS için stratejik bir hamle olarak değerlendirmekteyiz.
- Emsallerine kıyasla cazip çarpanlar ve sürdürülebilir karlılık yapısı ile yatırım temamızın temel unsurları olarak ön plana çıkmaktadır.

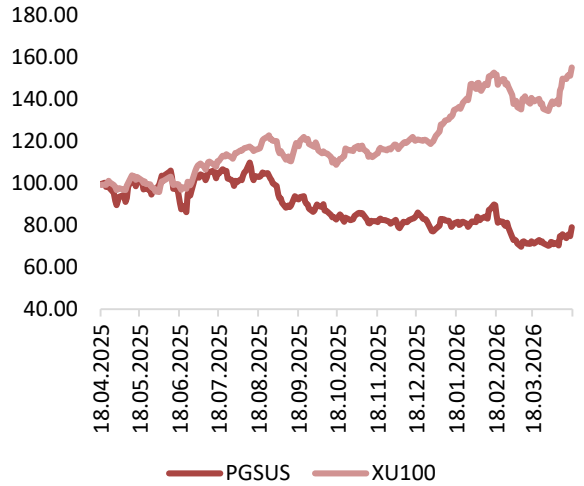
20 Nisan 2026

Son Fiyat	196,90
Piyasa Değeri (milyon TL)	96,100
Piyasa Değeri (milyon \$)	2,141
Hedef Fiyat	364,7
Tavsiye	AL
F/K	6,99
FD/FAVÖK	6,94
PD/DD	0,82
Hisse Sayısı (milyon lot)	500
FDPO (%)	46,28
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	4,647

FİYAT PERFORMANSI (%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	2.01	-14.38	-72.16
Nominal (TL)	9.45	-2.28	-21.02
Nominal (USD)	8.19	-5.94	-39.00

	2026T	2027T	2028T
Hasılat (Mlr Eur)	3,543	3,741	4,096
FAVÖK (Mn Eur)	832,7	879,3	966,6
FAVÖK Marjı (%)	%23,5	%23,5	%23,6
FD/FAVÖK	6,1x	5,7x	5,2x

ORTAKLIK YAPISI	%
Esas Holding A.Ş.	52,81
Diğer	47,19



4Q25 FİNANSAL HATIRLATMA

PGSUS, 2025 4.çeyrekte 39.72 mİr TL Hasılat, 6,85 mİr TL FAVÖK, 423.5 m TL Net Kar ile piyasa beklentilerinin hafif üzerinde sonuçlar açıkladığını görmekteyiz.

Agresif büyümenin devamı

4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışların € bazlı %8 artış gösterdiğini izlerken FY25'e baktığımızda ise %9 artış görmekteyiz. Segment bazlı baktığımızda ise 4Q25'de İç Hat Tarifeli %1 daralma gösterirken Dış Hat Tarifeli %4, Yan Gelirlerin ise %18 ile güçlü büyüme gösterdiğini görmekteyiz. FY25'e segment bazlı baktığımızda ise İç Hat Tarifeli %10, Dış Hat Tarifeli %3 ve Yan Gelirlerin ise %20 artış gösterdiğini görmekteyiz. TL bazlı bölgesel gelirlere baktığımızda FY25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla Avrupa %30.33, Yurtiçi %38.4 ve Diğer bölgeler %26.2 artış gösterdiğini görmekteyiz. Son olarak Misafir Başına Yan Gelir'de 4Q25'de yatay seyir izlese de FY25'de %4.2 artış ile 29.5€/Misafir seviyesinde gerçekleşmesini gelir kompozisyonu açısından pozitif değerlendirmekteyiz.

Operasyonel veriler

4Q25'de operasyonel verilere baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla;

- AKK %20.4 artış
- Yolcu Sayısı kümüle %18.9, İç Hatlar %13.9, Dış Hatlar %22.7 artış
- Yolcu Doluluk Oranı ortalama 1.8pt artış ile %88.5 olarak artış gösterdiğini görmekteyiz.

FY25'e de operasyonel verilere baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla;

- AKK %17.3 artış
- Yolcu sayısı kümüle %15.5, İç Hatlar %10.7, Dış Hatlar %18.3 artış
- Yolcu Doluluk Oranı %87.6 olarak gerçekleşmiştir.

FY25'e de Havacılık Sektörüne baktığımızda geçtiğimiz yıla kıyasla;

- 2025 yılında küresel yolcu trafiğine baktığımızda ise %5.3 artış görmekteyiz.
- 2026 yılında yolcu doluluk oranlarında hafif bir yükseliş ile %83.8 seviyesine çıkması beklenmektedir.
- 2026 yılında küresel yolcu trafiğinde ise %4.9 artış beklenmektedir.
- 2025 yılında Türkiye Toplam Yolcu sayısında ise %7 artış görmekteyiz. İç Hatlar sektöründe %7, Dış Hatlar ise %8 artış göstermiştir.

Karlılık

- 4Q25'de RASK %10 daralma gösterirken FY25'e baktığımızda %7 daralma
- 4Q25'de CASK %2 daralma gösterirken FY25'e baktığımızda yatay seyir
- 4Q25'de Yakıt Hariç CASK'a baktığımızda ise %3 daralma görürken FY25'e baktığımızda ise %5 artış görmekteyiz.

Özetle yıl boyu süren artan rekabet ile beraber bilet fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilimle yolcu birim başına gelirden (RASK) düşüş sürerken, CASK için ise yıl boyu personel giderlerinin negatif etkilerini izlerken 4Q25'de personel etkisinin görece azaldığını izlerken yakıt için yıl boyu CASK'ı aşağı destekleyici seyrin 4Q25'de görece tersine döndüğünü görmekteyiz. Özetle RASK -CASK makasının artan rekabet ve değişen yolcu talebiyle beraber daralmaya devam ettiğini görmekteyiz. RASK - CASK makasındaki daralmanın ise artan trafik, güçlü operasyonel performans ve misafir başına yan gelirlerdeki güçlü artış ile kompanse edildiğini görmekteyiz. 4Q25 itibarıyla sırasıyla FAVOK Marjı 5.3pt daralma ile %18.1 seviyesine geldiğini izlerken FY25'e baktığımızda ise 3.8pt daralma ile %24.6 seviyesine gerilediğini görmekteyiz. Karlılıktaki aşağı yönlü eğilimin sebeplerine baktığımızda yukarıdaki koşullara ek olarak talebi destekleyici fiyatlandırma stratejisi izlenmesini sayabiliriz. Operasyonel karlılıktaki baskının Net Kar üzerinde de görece negatif etkilerini görmekteyiz.

Borç yapısı

4Q25'de önceki çeyreğe göre finansal borçlar € bazlı %3 artış gösterirken net borcun da paralel olarak %3 artış gösterdiğini görmekteyiz. PGSUS 4Q25 itibarıyla 4.35x NetBorç/FAVOK çarpanlarıyla işlem görürken görece yüksek borcun karlılığı baskıladığını izlese de agresif büyümenin bir sonucu olarak değerlendirmekteyiz ve NÖTR olarak yorumlamaktayız.

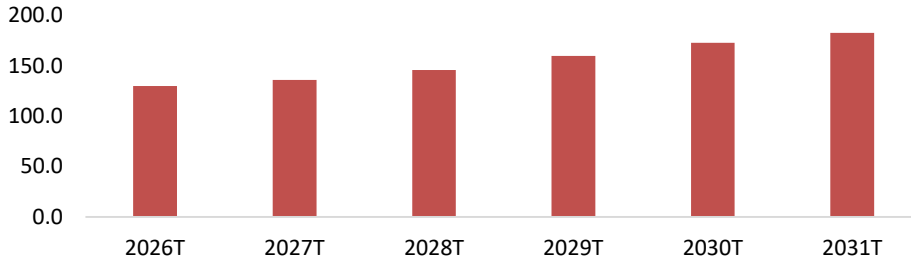
Açıklanan finansal sonuçları SINIRLI POZİTİF olarak değerlendirmekteyiz. Sektörel etkilerden kaynaklanan karlılık makasının daralmaya devam ettiğini izlerken trafik verileri ve operasyonel performansın da etkisiyle beraber negatif etkinin görece nötrlendiğini izlemekteyiz. PGSUS için lowcost modelin de gereği olarak sektör üzeri trafik verileri göstermesini, agresif kapasite artışı ve tarihi doluluk oranları göstermesi, yan gelirlerdeki sürdürülebilir yapıyı pozitif değerlendirmekteyiz. PGSUS için 2026 HEDGE Oranının %61 olduğunu izlemekteyiz. Smartwings ile ilgili satın alım süreci tamamlansa da regülasyon onaylarının tamamlanması 6-8 ayı bulabileceğini tam konsolide için 3Q26-4Q26 sonunun bekleneceğini izlerken, yapılan satın alımın ise borçluluk üzerinde majör bir etkisinin oluşturulmadığını ve PGSUS için stratejik bir hamle olarak değerlendirmekteyiz. Özetle trafik verilerinin güçlü seyrattığını izlerken yapılan yatırım etkisiyle beraber önümüzdeki süreçte büyüme ivmesinin devam edeceğini düşünürken RASK'da azalış trendine karşılık olarak yolcu başına yan gelir tarafındaki seyrin öneminin arttığını düşünmekteyiz.

FILO GENİŞLEMESİ

Pegasus'un sipariş defterine baktığımızda 2034 yılına kadar 79 adet uçak tesliminin gerçekleşeceğini izlerken, sipariş takvimine baktığımızda ise 2027-2034 yılları arasında ortalama yıllık 10-16 uçak teslimiyle beraber kapasite ve büyümenin süreceğini görmekteyiz. Özellikle filo büyümesinin yanı sıra Airbus Neo uçakların yakıt verimliliği ve ortalama koltuk sayısındaki artışın ana katalizör oluşturacağını düşünmekteyiz. Güncel filo başına ortalama koltuk sayısına baktığımızda 2021'deki 191 bandından 2029'da 228-230 bandına yükseleceğini görmekteyiz. Bunun sebebinin ise A320 modellerinden ziyade A321neo modellerinin filoya alınmasından kaynaklandığını görmekteyiz.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030-34
A320neo	9	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A321neo	0	1	17	16	16	9	7	14	11	11	0
737-10	5	0	0	0	0	0	0	0	9	12	79
Toplam	14	7	17	16	16	9	7	14	20	23	79

Ortalama Filo -Marbaş Tahmin



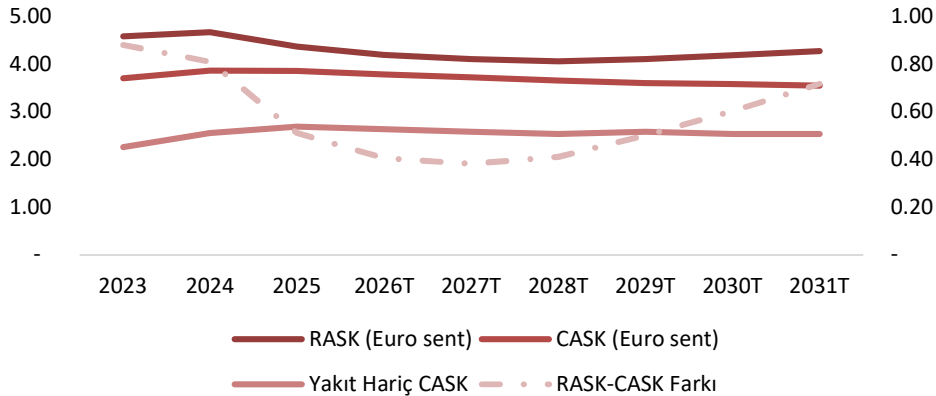
RASK'ta Rekabet Baskısı CASK'ta Yapısal İyileşme Beklentisi

PGSUS'un karlılık hikayesinin merkezinde RASK (AKK başına birim gelir) ve CASK (AKK başına birim gider) arasındaki fark yer almakta olup bu metrik, havayolu şirketlerinin operasyonel marjını ölçen en kritik göstergedir.

RASK tarafında önümüzdeki dönemde zayıf seyrin süreceğini öngörmekteyiz. 2026 yılında 4,19, 2027'de 4,10 ve 2028'de 4,06 Euro sent ile RASK'ın dip formasyonu oluşturacağını beklemekteyiz. Bu zayıf görünümün temel nedenini ise Türkiye dış hat pazarında artan rekabet baskısı olarak değerlendirmekteyiz.

CASK tarafında ise hikaye belirgin şekilde daha olumlu şekillendiğini düşünmekteyiz. 2025'teki 3,85 Euro sent seviyesinden 2031'e kadar 3,55 seviyesine gerilemesini öngördüğümüz CASK'ın iki ana sürücüsü bulunmaktadır. Birincisi son dönemde jeopolitik etkilerden dolayı artış gösterse de uzun vadeli senaryoda Brent beklentilerinin destekleyici seyridir. Bir diğer beklentimiz ise Neo uçakların yarattığı yapısal yakıt verimliliği avantajıdır. A320neo ve A321neo modelleri, önceki nesil A320ceo uçaklarına kıyasla AKK başına yaklaşık %15-20 daha az yakıt tüketmesidir. PGSUS'un Pegasus'un Neo filo payı 2025 itibarıyla %88 seviyesinde olup 2029 yılına kadar %100'e ulaşması planlanmaktadır.

Özetle önümüzdeki dönemde RASK tarafında artan rekabet kaynaklı zayıf seyrin süreceğini CASK tarafında ise Brent'in ılımlı seyri, hedge mekanizmasının etkin işletilmesi ve Neo filosunun genişleyen payıyla beraber yapısal iyileşmenin oluşmasını beklemekteyiz.

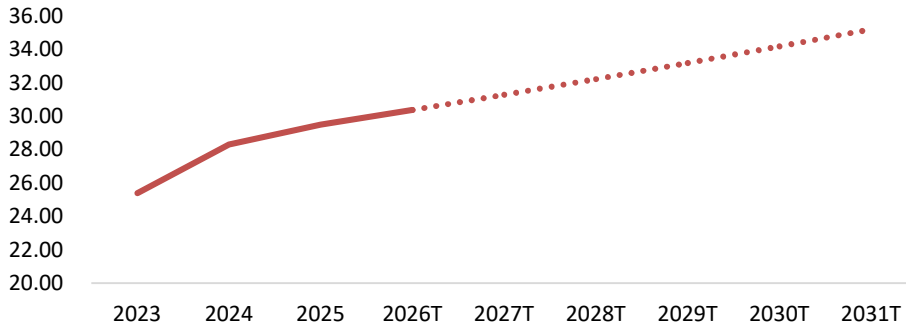


RASK'ta Rekabet Baskısı CASK'ta Yapısal İyileşme Beklentisi

PGSUS ve low-cost maliyetli havacılık şirketlerindeki en önemli ek gelir katalizörlerinden birisinin de yan gelir olduğunu belirtmek isteriz. PGSUS nezdinde Misafir Başına Yan Gelir 2018 yılındaki 11,6 Euro seviyesinden 2022'de 23,3 Euro, 2023'te 25,4 Euro, 2024'te 28,3 Euro seviyesine çıktıktan sonra 2025 yıl sonunda 29,5 Euro ile rekor seviyesine geldiğini görmekteyiz. Yan gelirlerin toplam gelirler içindeki payı ise 2022'deki %26 seviyesinden 2025 yıl sonunda %37 seviyesine yükselmiş olup 4Ç25 bazında %41 ile çeyreklik rekor kırılmıştır. PGSUS nezdinde yan gelir segmentini dört ana kategoriye ayırırken bunlar Dijital Hizmetler altında Fly & Watch Uçak İçi Eğlence Sistemi, İkram Hizmetleri altında Pegasus Cafe ve ön sipariş yemek, konfor hizmetleri altında koltuk seçimi ücretleri ve lojistik hizmetler altında ek bagaj ücretleri yer almaktadır.

Misafir Başına Yan Gelir için gelecek projeksiyonumuzda ise yıllık %3 büyümeye 2028'de 32,2 Euro, 2030'da 34,2 Euro ve 2031'de 35,2 Euro seviyesine ulaşmasını öngörmekteyiz.

Misafir Başına Yan Gelir (Euro)



Riskler

- Orta Doğu ve çevre coğrafyada yaşanabilecek savaş ve jeopolitik gerilimler kaynaklı talep daralması
- Savaş kaynaklı yakıt fiyatlarındaki yüksek seviyelerin yeni normal olması
- RASK toparlanmasının öngörülenden daha geç başlaması
- Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısında beklenmeyen daralma
- Küresel resesyon riski ve tüketici harcamalarında daralma
- A321neo teslimatlarında Airbus kaynaklı gecikmeler

Ek Katalizörler – SMARTWINGS

PGSUS, 8 Nisan 2026 tarihinde Çek Cumhuriyeti merkezli Smartwings paylarının tamamının devralınmasına ilişkin anlaşma imzalamıştır. İşlem bedeli temlike konu alacaklar dahil 154 milyon Euro olarak belirlenmiş olup satın alım için Hollanda'da yeni bir paylı şirket kuruluşu karara bağlandığını görmekteyiz. Smartwings Grubu, Çekya'nın en büyük havayolu grubu konumunda olup Çekya, Slovakya, Polonya ve Macaristan'da 4 adet AOC lisansına sahip olup Hollanda üzerinden yönettiği 47 uçaklık filosu ile 20 ülkede 80 destinasyona ulaştığı ve 2024 yılı satış gelirlerinin yaklaşık 1 mlr € seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz. Gerekli idari izinlerin alınmasına takiben işlem 2026 yılı içerisinde sonuçlandırılması hedeflenmekte olup tam konsolidasyon için 2026 döneminin daha sağlıklı bir tarih olacağını düşünmekteyiz.

Özetle modelimizde Smartwings etkisini modelimize dahil etmemiş olsak da büyüme açısından yukarı yönlü risk oluşturduğunu not ediyoruz. 154 milyon Euro'luk işlem bedelinin büyük bir etki yaratmayacağını, 1,0 milyar Euro ciroya sahip ve EBITDA üreten bir iştirakin cazip çarpanla devralınmasının değerlendirilmesinde olumlu olduğunu ve söz konusu işlemin PGSUS için Avrupa pazarında coğrafi genişleme ve charter pazarında yapısal konumlanma açısından orta-uzun vadede pozitif stratejik bir hamle olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.



MODELLEME VE DEĞERLEME

Hedef fiyatımızı Euro bazlı İNA yöntemiyle belirlerken aşağıdaki projeksiyon doğrultusunda 364,7 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi başlatmaktayız.

PGSUS	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	3,543,501,956	3,741,894,453	4,096,169,316	4,669,857,468	5,304,777,127	5,895,349,072
%	3.8%	5.6%	9.5%	14.0%	13.6%	11.1%
EBIT	425,220,235	467,736,807	536,598,180	635,100,616	758,583,129	878,407,012
%	12.0%	12.5%	13.1%	13.6%	14.3%	14.9%
NOPAT	318,915,176	350,802,605	402,448,635	476,325,462	568,937,347	658,805,259
Amortisman(+)	407,502,725	411,608,390	430,097,778	466,985,747	530,477,713	589,534,907
Net İşletme Sermayesi Değişimi(-)	-13,606,590	-6,346,836	-13,040,563	-10,365,402	-19,861,816	-14,871,994
Yatırım Harcamaları	-439,394,243	-486,446,279	-512,021,165	-513,684,322	-503,953,827	-501,104,671
Serbest Nakit Akışı	300,630,249	282,311,552	333,565,812	439,992,289	615,323,048	762,107,489
İndirgenmiş Nakit Akışı	274,332,089	234,882,192	252,928,277	303,801,116	386,554,092	435,415,015
İskonto Faktörü	0.91	0.83	0.76	0.69	0.62	0.57
S.N.A Toplam	1,887,912,780					
Artık Değer	5,090,735,597					
Firma Değeri	6,978,648,377					
Toplam Borç	3,198,173,571					
Azınlık Payı	0					
Finansal Kira Yükümlülükleri	334,346,084					
Özsermaye Değeri	3,446,128,722					
Sermaye	500,000,000					
Hedef Fiyat (TL)	364.7					

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
ERP	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Oranı	37,0%	39,0%	40,0%	42,0%	44,0%	45,0%
Borç Oranı	63,0%	61,0%	60,0%	58,0%	56,0%	55,0%
Özsermaye Maliyeti	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
AOSM	9,6%	9,7%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%

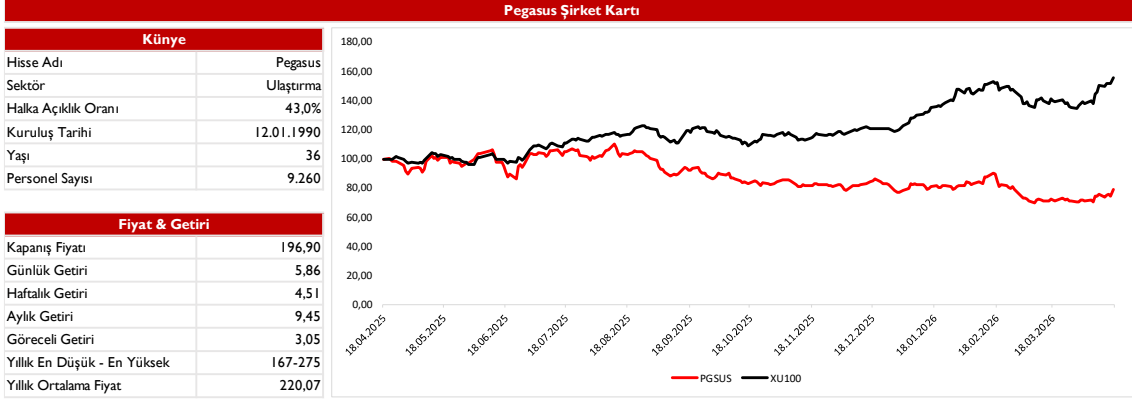


	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
AKK (milyar)	84,659,354,838.7	91,223,710,967.7	100,869,276,877.4	113,857,923,489.0	126,802,146,165.7	138,155,702,490.0
%	8.0%	7.8%	10.6%	12.9%	11.4%	9.0%
Ortalama Uçuş Mesafesi	1,600	1,610	1,620	1,630	1,640	1,655
Misafir Sayısı (milyon)	47,356,326.61	50,711,317.59	55,727,162.23	62,866,338.12	69,973,135.54	75,964,766.93
%	9.3%	7.1%	9.9%	12.8%	11.3%	8.6%
Yolcu Doluluk Oranı	89.5%	89.5%	89.5%	90.0%	90.5%	91.0%
Ortalama Filo	130.0	136.0	146.0	160.0	173.0	183.0
	6.0	6.0	10.0	14.0	13.0	10.0
AKK/Filo	651,225,806	670,762,581	690,885,458	711,612,022	732,960,382	754,949,194
%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
RASK (Euro sent)	4.19	4.10	4.06	4.10	4.18	4.27
CASK (Euro sent)	3.78	3.72	3.65	3.60	3.58	3.55
Yakıt Hariç CASK	2.63	2.58	2.53	2.58	2.53	2.53
RASK-CASK Farkı	0.41	0.38	0.41	0.50	0.60	0.72

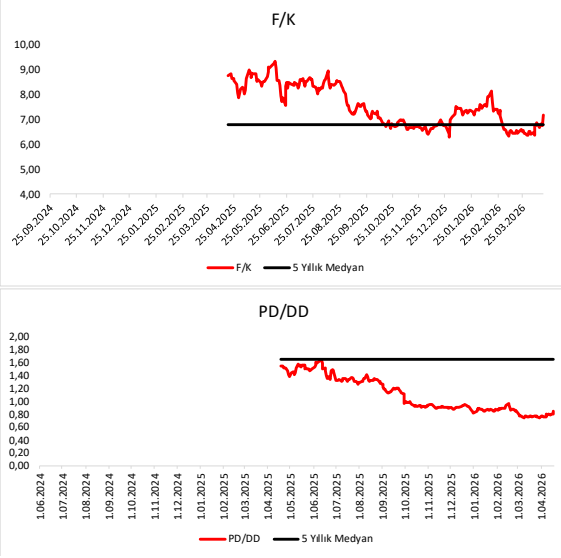
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Toplam Gelirler	3,543,501,956	3,741,894,453	4,096,169,316	4,669,857,468	5,304,777,127	5,895,349,072
Yan Gelirler	1,438,921,984	1,587,089,286	1,796,389,957	2,087,320,214	2,392,982,237	2,675,824,180
Misafir Başına Yan Gelir	30.39	31.30	32.24	33.20	34.20	35.22

Şirket Adı	Özsermaye Karlılığı	Faaliyet Kar Marjı %	FAVÖK Marjı %	Brüt Kar Marjı %	Piyasa Değeri (USD)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Ryanair Holdings PLC	26.4%	11.2%	19.9%	30.0%	31,836,912,179	12.20	3.11	6.69
Southwest Airlines Co	4.8%	1.9%	7.5%	68.0%	20,261,785,362	52.21	2.67	10.94
Interglobe Aviation Ltd		13.7%	24.5%	31.6%	18,392,216,499	53.33	18.25	11.17
Spring Airlines Co Ltd	13.0%	15.6%	30.0%	13.6%	6,789,307,095	19.90	2.55	11.36
Air Arabia PJSC	19.9%	16.3%	24.3%	21.8%	6,060,979,388	13.67	2.65	10.22
Easyjet PLC	15.3%	7.3%	14.6%	33.1%	4,057,624,020	6.19	0.87	1.98
Vietjet Aviation JSC	10.1%	4.8%	6.1%	10.3%	3,431,748,168	44.75	3.93	33.66
Jet2 PLC	23.6%	6.2%	10.2%	8.5%	3,166,284,435	4.93	1.20	0.88
flynas Company SJSC			18.6%	18.9%	2,342,463,864		2.48	9.86
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	14.3%	11.5%	23.9%	17.0%	2,094,645,276	7.16	0.84	7.00
JetBlue Airways Corp		(3.7%)	3.9%	61.6%	2,083,305,806		0.98	22.84
Allegiant Travel Co		6.7%	16.3%	58.7%	1,657,583,708		1.57	6.03
Norwegian Air Shuttle ASA	40.3%	9.9%	21.2%	41.7%	1,615,623,354	5.63	1.99	3.50
Wizz Air Holdings PLC	41.2%	8.1%	21.5%	21.9%	1,428,599,340	4.19	1.74	5.94
Jazeera Airways Co KSCP	52.5%	13.8%	25.0%	15.8%	1,129,070,147	15.96	7.30	8.83
AirAsia X Bhd	45.2%	5.9%	12.4%	41.8%	1,006,644,418	2.77	1.02	4.48
Sun Country Airlines Holdings Inc	8.8%	9.1%	17.9%	55.4%	973,825,511	18.67	1.53	5.49
Tigerair Taiwan Co Ltd	33.0%	19.0%	31.3%	55.7%	721,124,704	9.26	3.12	5.35
Asia Aviation PCL	18.7%	12.0%	22.7%	12.5%	446,711,556	6.11	1.05	5.11
Ortalama	24.5%	9.4%	18.5%	32.5%	5,762,971,307	17.31	3.10	9.02



Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2025/12	2025/09	Değişim(%)	İtems	2025/12	2025/09	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	90.235	84.372	6,95	Net Satışlar	154.128	114.405	111.823	34,72
Nakit ve Benzerleri	54.846	50.434	8,75	Yurt İçi Satışlar	20.053	15.481	14.485	29,53
Stoklar	2.314	2.145	7,88	Yurt Dışı Satışlar	74.402	56.041	57.509	32,76
Ticari Alacaklar	3.677	4.470	-17,74	Diğer Satışlar	59.673	42.883	39.828	39,15
Duran Varlıklar	319.933	303.911	5,27	Satışların Maliyeti	127.932	91.787	86.887	39,38
Maddi Duran Varlıklar	25.867	25.390	1,88	İskontolar	0,00	0,00	0,00	a,d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.025	1.552	30,44	İndirimler	0,00	0,00	0,00	a,d
Aktifler	410.168	388.283	5,64	Brüt Kar	26.196	22.618	24.935	15,82
Kısa Vadeli Yükümlülükler	88.020	74.813	17,65	Faaliyet Giderleri	8.115	5.622	5.192	44,35
Uzun Vadeli Yükümlülükler	205.295	200.773	2,25	Esas Faaliyet Karı	18.080	16.996	19.743	6,38
Toplam Borç	293.314	275.585	6,43	Amortisman	19.016	13.250	12.022	43,51
Net Borç	161.358	150.861	6,96	FAVÖK	37.096	30.246	0	22,65
Sermaye	500	500	0,00	Vergi Öncesi Kar	14.836	15.823	11.922	-6,24
Özkaynaklar	116.854	112.698	3,69	Ana Ortaklık Net Kar	13.750	13.327	13.285	3,18

Oran Analizi			
Oranlar	2025/12	2025/09	Değişim(%)
Likidite			
Cari Oran	1,03	1,13	-0,10
Likit Oran	0,99	1,10	-0,11
Değerleme			
F/K	7,16	7,08	0,08
PD/DD	0,84	0,96	-0,12
FD/FAVOK	7,00	7,06	-0,05
Karlılık			
Özsermaye Karlılığı	14,34	14,17	0,17
Aktif Karlılık	3,96	4,01	-0,05
Brüt Kar Marjı	17,00	19,77	-2,77
Net Kar Marjı	8,92	11,65	-2,73
FAVÖK Marjı	24,07	26,44	-2,37
Büyüme			
Net Kar Büyüme	3,50	17,72	-14,23
FAVÖK Büyüme	16,78	19,57	-2,79
Özsermaye Büyüme	55,97	49,49	6,48
Aktif Büyüme	44,64	40,56	4,08
Faaliyet Etkinliği			
Stok Devir Hızı	63,20	62,89	0,31
Alacak Devir Hızı	38,73	38,07	0,66
Ticari Borç Devir Hızı	11,37	9,42	1,95





YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

