



PGSUS

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 seyriz 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
- Kargo + Posta (Ton) %8.4 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 sektörde %7 , Dış Hatlar ise %8 artış göstermiştir.

Karlılık

- 4Q25'de RASK %10 daralma gösterirken FY25'e baktığımızda %7 daralma
- 4Q25'de CASK % daralma gösterirken FY25'e baktığımızda yatay seyriz
- 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 giderde (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 seyriz 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 itibariyle 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 itibariyle 4.35x NetBorç/FAVOK çarpanlarıyla işlem görürken görece yüksek borcun karlılığı baskılandığını izlese de agresif büyümenin bir sonucu olarak değerlendirmekteyiz ve NÖTR olarak yorumlamaktayız.

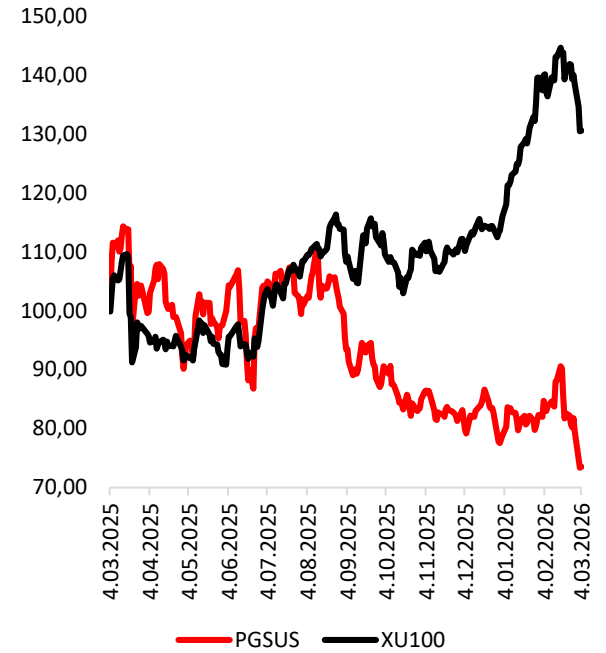
Açıklanan finansal sonuçları **SINIRLI POZİTİF** olarak değerlendirmekteyiz. Sektörel etkilere kaynaklanan karlılık makasının daralmaya devam ettiğini izlerken trafik verileri ve operasyonel performansın da etkisiyle beraber negatif etkinin görece nötrlendiğini izlemekteyiz. PGSUS için lowcost modelin 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 seyretiltiğini izlerken yapılan yatırım etkisiyle beraber önümüzdeki süreçte büyüme ivmesinin devam edeceğini düşünürken RASK'da azalış trendine karşılık olarak yolcu başına yan gelir tarafındaki seyriz öneminin arttığını düşünmekteyiz.

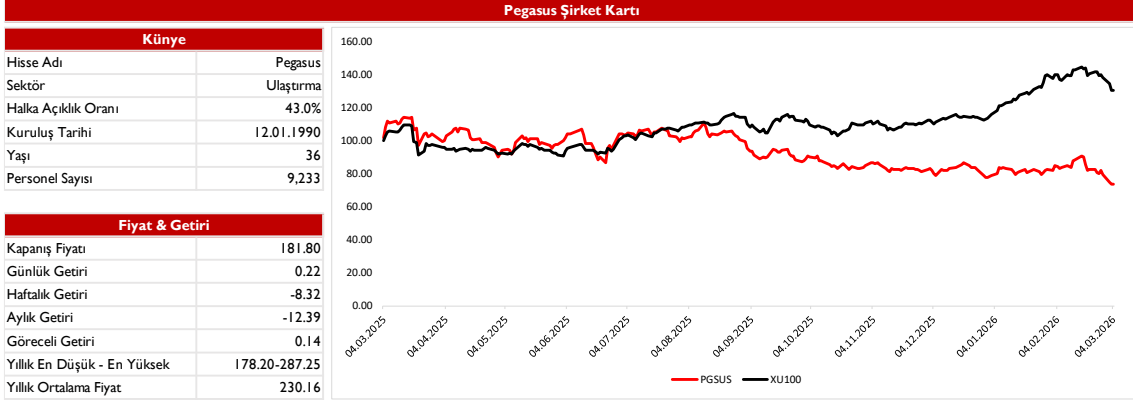
5 Mart 2026

Son Fiyat	181,80
Piyasa Değeri (milyon TL)	92.200
Piyasa Değeri (milyon \$)	2.096
F/K	6,7
FD/FAVÖK	6,84
PD/DD	0,79
Hisse Sayısı (milyon lot)	500
FDPO (%)	46,28
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	4,285

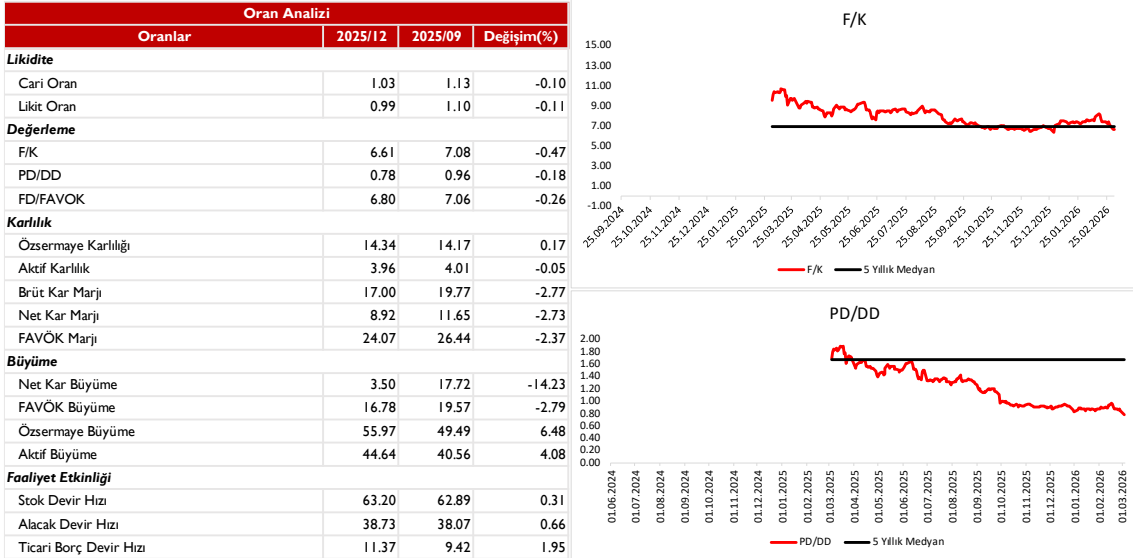
ORTAKLIK YAPISI	%
Esas Holding A.Ş	52,81
Diğer	47,19

FİYAT PERFORMANSI (%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-24.25	-38.63	-73.84
Nominal (TL)	-12.39	-7.86	-27.79
Nominal (USD)	-13.50	-11.13	-48.33





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



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