Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.Toplantı Notu

Öne Çıkan Başlıklar

- Orta Doğu uçuş ağı, 5 Mayıs itibarıyla İran ve Kuveyt haricindeki tüm destinasyonlarda kademeli olarak yeniden faaliyete geçmiştir; jet yakıtı fiyatları Haziran itibarıyla ~920 $/ton seviyesine gerilemiş olup, 3Ç26 maliyet görünümü için olumlu bir zemin oluşturmaktadır.
- Mayıs-Ağustos dönemi biletlerine yansıtılan fiyat artışlarının dış hat yield'ini 1Ç26'daki %10'luk yıllık gerilemeden yatay/hafif pozitif bir seyre taşıması beklenmektedir; ancak talebin bu fiyat artışına tepkisi henüz erken evrede izlenmektedir.
- Orta Doğu kapasite kesintileri ve kârlılık odaklı rota optimizasyonu nedeniyle, 2026 tam yıl ASK büyümesinin ~%5 civarında gerçekleşebileceğini değerlendiriyoruz
- Fiyat volatilitesini sınırlayan bir yapı kapsamında, 2026 yakıt tüketiminin %62,5'i Brent bazlı collar yapısıyla (65-71 $/varil bandı) hedge edilmiş olmakla birlikte, Brent-jet yakıtı crack marjındaki olası genişleme risk unsuru olmaya devam etmektedir.
- Cari yılın 7 adetlik A321neo teslimat planında şu ana kadar bir gecikme gözlenmemekle birlikte, Airbus'ın motor tedarik kaynaklı üretim-teslimat sorunları (üretimden teslimata dönüşüm oranı %70,4), 2027 için planlanan 14 adetlik A321neo teslimatının zamanlaması açısından izlenmeye değer, sektör genelinde geçerli bir tedarikçi riski olmaya devam etmektedir.

Operasyonel Dinamikler

Gelir ve talep dinamikleri: Türkiye havayolu pazarı, jeopolitik dalgalanmalara rağmen dayanıklılığını korumuştur; yabancı ziyaretçi girişleri Nisan'da yıllık bazda %9,44 gerilemiş, Mayıs'ta ise düşüş %3,58'e daralarak kademeli bir iyileşme sinyali vermiştir. Pegasus'un dış hat misafir büyümesi 1Ç26'da %5 ile Türkiye pazarının %6'lık dış hat büyümesinin bir miktar gerisinde kalmıştır; bu ayrışma büyük ölçüde Orta Doğu kapasite azaltımından kaynaklanmaktadır. Yield tarafında, savaş ortamının yarattığı olumsuz talep ve fiyatlama koşulları nedeniyle 1Ç26'da dış hat yield'ı %10 gerilemiş, ancak Mayıs ayından itibaren yakıt maliyet artışını yansıtmak amacıyla başlatılan fiyat artışları sektör genelinde tüketici tarafında kabul görmüştür.

Kapasite ve filo: Filo büyüklüğü Mart 2026 sonu itibarıyla 129 uçağa ulaşmış olup, yıl sonu için 132 uçak (7 yeni A321neo girişi, 2 A320neo çıkışı) hedeflenmektedir. Neo tipi uçakların filo içindeki payı %88 seviyesinde bulunmakta ve ASK başına yakıt tüketiminde yapısal verimlilik sağlamaya devam etmektedir. Şirket yönetimi, talep toparlanmasının kapasite kararlarına doğrudan yansımasıyla, Nisan-Mayıs döneminde planlanan küçük çaplı bir Haziran kapasite kesintisini satış temposundaki iyileşme nedeniyle iptal ederek kapasiteyi yeniden eklemiştir.

Orta Doğu operasyonları: 2025 yılında toplam ASK içinde %12, dış hat ASK içinde %15 paya sahip olan 10 ülkelik Orta Doğu ağının yaklaşık 8,5'i Şubat sonu itibarıyla askıya alınmış, Mayıs ayından itibaren ise kademeli olarak yeniden faaliyete geçirilmiştir. Haziran ortası itibarıyla ağın tamamına yakını normal seyrine dönmüş olup, İran ve Kuveyt hatlarında kapasite artışına gidilmesi ve Halep'e yeni bir hat açılması, savaş sonrası bölgesel genişlemeye işaret etmektedir.

Pegasus

Hisse Detayları	
Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Hisse Fiyatı (TL)	166,00
Fiili Dolaşım Oranı	46,30%
Piyasa Değeri (mn TL)	83.000
Piyasa Değeri (mn $)	1.775
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,87%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,62%
Yabancı Yatırımcı Oranı	10,2%
Emeklilik Fonları Oranı	2,8%
Yatırım Fonları Oranı	3,7%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 08/07/2026 itibarıyla

Finansal Veriler (mn TL)	1Ç25	1Ç26	3A25	3A26
Gelirler	23.588	32.761	23.588	32.761
Brüt Kâr	-846	-3.129	-846	-3.129
Brüt Kâr Marjı	-3,6%	-9,6%	-3,6%	-9,6%
FAVÖK	1.304	176	1.304	176
FAVÖK Marjı	5,5%	0,5%	5,5%	0,5%
Net Kâr	-2.635	-7.758	-2.635	-7.758
Net Kâr Marjı	-11,2%	-23,7%	-11,2%	-23,7%
Net Borç	125.563	169.535	125.563	169.535

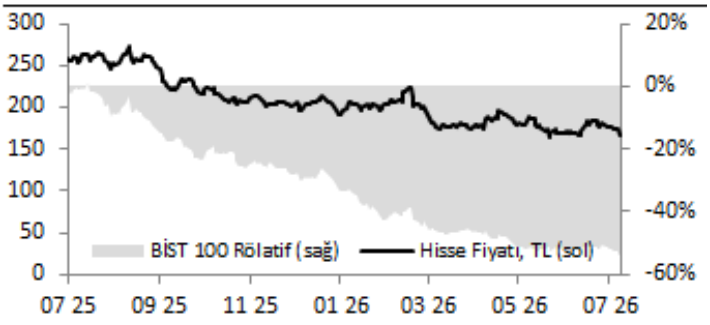
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	4,9	7,5	9,6
PD/DD	0,9	0,9	0,7
FD/FAVÖK	5,5	7,1	7,0

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Esas Holding A.Ş.	264	52,8%
Diğer	236	47,2%
Toplam	**500**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-2,4%	-10,8%	-19,6%	-34,3%
Rölatif	-4,6%	-14,9%	-31,5%	-53,7%
Ort.İşl.Hacmi (mn$)	46,3	50,5	81,4	88,7

Kaynak: BİST, Finnet

Anıl Öztürk
anil.ozturk@phillip.com.tr

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Finansal Performans ve Beklentiler

Milyon Euro	1Ç25	1Ç26	Yıllık % değ.
Gelirler	622	642	3%
FAVÖK	42	3	n.a.
FAVÖK Marjı	6,80%	0,50%	-6,3pp
Net Kâr/Zarar	-62	-153	n.a.
RASK (€cent)	3,86	3,66	-5%
CASK (€cent)	4,2	4,28	2%

Jet yakıtı fiyatları Mart ayındaki zirveden Haziran'a kadar belirgin biçimde gerilemiştir (~1.550 $/ton'dan ~920 $/ton'a). Brent ham petrol Temmuz başı itibarıyla ~71 $/varil seviyesine gerilemiş olup savaş öncesi ortalamanın (~55-65 $/varil) hâlâ üzerinde seyretmekte ve Şirket'in 2026 için hedge ettiği %62,5'lik kısmın sabitlendiği 65-71 $/varil Brent bandının üst sınırına yakın konumlanmaktadır. Bakım CASK'ındaki %27'lik sıçramayı bakım faaliyetlerinin zamanlamasındaki geçici bir farklılığa bağlayan şirket yönetimi, bu etkinin yılın geri kalanında normalleşmesini öngörmektedir.

Net borç (finansal kiralama yükümlülükleri dahil) Mart 2026 sonu itibarıyla 3,04 milyar Euro'ya yükselmiştir; bu tutarın büyük bölümü, filodaki kiralık uçaklara ilişkin 3,68 milyar Euro'luk finansal kiralama borcundan kaynaklanmaktadır. Kiralama yükümlülükleri hariç tutulduğunda, banka kredileri ve tahviller sonrası artı nakit pozisyonu 632 milyon Euro olarak gerçekleşmiştir; banka/tahvil bazlı finansal borçlar ise aynı dönemde 1 milyar Euro'ya yükselmiştir.

2026 tam yıl ASK büyümesinin, Orta Doğu kapasite kesintileri ve kârlılık odaklı rota optimizasyonu nedeniyle ~%5 civarında gerçekleşebileceğini değerlendiriyoruz.

Soru-Cevap Kısmında Öne Çıkanlar

✓ **CASK/Brent ilişkisi:** Hedge yapısının Brent'e dayalı olması nedeniyle Brent hareketinin doğrudan yakıt CASK'ı için yeterli bir gösterge olup olmadığı soruldu. Yönetim, hedge kazanç/kaybı açısından Brent takibinin önemli olduğunu, ancak Brent ile jet yakıtı arasındaki crack marjının bu yıl savaş kaynaklı arz şoku nedeniyle tarihsel korelasyonundan saptığını; bu nedenle yalnızca Brent değil, jet yakıtı/crack marj verisinin de ayrıca izlenmesi gerektiğini belirtti.

✓ **Hedge gain/loss raporlama kalemi:** Hedge kazanç/kaybının hangi kalemde raporlandığı soruldu. Yönetim, bu tutarın ayrı bir finansal gelir/gider kalemi olarak değil, doğrudan yakıt maliyetinin (CASK'ın yakıt bileşeni) içinde gösterildiğini teyit etti.

✓ **2026-2027 finansal tahmin/hedef fiyat paylaşımı:** Yatırımcı tarafının hedef fiyat ve finansal tahmin beklentisine ilişkin sorusuna karşılık yönetim, mevcut belirsizlik ortamında 2026 ve 2027 için kendi iç tahminlerini dahi netleştirmenin güç olduğunu belirterek herhangi bir rakam paylaşmadı.

PhillipCapital Türkiye Değerlendirmesi

Dönem içi gelişmeler, Pegasus için Mart-Nisan dönemine kıyasla iki yönlü bir tablo ortaya koymaktadır. Olumlu tarafta, Orta Doğu ağının büyük bölümünün Mayıs ayından itibaren yeniden devreye girmesi ve Brent'in Temmuz başı itibarıyla ~71 $/varil seviyesine gerilemesi, çeyrek içinde maliyet baskısının Mart-Nisan zirvesine kıyasla belirgin biçimde hafiflediğine işaret etmektedir. 2026 yakıt tüketiminin %62,5'ini kapsayan hedge yapısı, Şubat-Mayıs döneminde yaşanan fiyat şokuna karşı Şirket'i etkili biçimde korumuş ve maliyet tabanında öngörülebilirlik sağlamıştır; spot fiyatın hedge collar bandına (65-71 $/varil) yakınsamasıyla birlikte, hedge'in bundan sonraki katkısının büyük ölçüde fiyat istikrarı sağlama yönünde olması beklenmektedir. Yakıt tarafındaki asıl belirsizlik Hürmüz Boğazı normalleşme sürecinin seyrine bağlı olup, güncel senaryo analizleri baz senaryoda 3Ç26 Brent ortalamasının savaş öncesi seviyenin belirgin üzerinde (85-100 $/varil bandında) kalacağını ve tam normalleşmenin ancak 2027 başında gerçekleşebileceğini işaret etmektedir; bununla birlikte, spot fiyattaki hızlı gerileme bu senaryonun iyimser ucuna doğru bir sinyal olarak değerlendirilebilir.

Yield tarafındaki toparlanma sinyalleri, sektör genelinde IATA'nın Haziran ayında küresel 2026 kâr beklentisini aşağı yönlü revize etmesine rağmen olumlu bir ayrışma sunmaktadır. Pegasus'un Orta Doğu maruziyetinin sınırlı (toplam ASK'in %12'si) ve büyük ölçüde stabil Umre trafiğine dayalı olması, Şirket'i bölgesel dalgalanmalara karşı görece koruma altına almaktadır.

Sektör geneline dair değerlendirmemiz, Türk havayolu şirketlerinin savaş dönemini beklentilerin üzerinde bir performansla yönettiği ve yaz sezonuna güçlü bir görünümle girildiği yönünde. PGSUS özelinde, yüksek yakıt hedge oranı (2026 için %62,5) maliyet öngörülebilirliği açısından olumlu bir konumlandırma sağlarken, kargo operasyonlarına ve uzun mesafe hat ağına sahip olmayan iş modeli yapısı, Körfez taşıyıcılarının yaşadığı operasyonel aksaklıkların açtığı fırsatlardan (örn. transit trafik kaymaları, Asya hatlarında doluluk artışı) faydalanma kabiliyetini yapısal olarak sınırlandırmaktadır.

Kapasite tarafında, tam yıl ASK büyümesinin ~%5 civarında gerçekleşeceğini öngörmemiz, jeopolitik ve tedarik zinciri kaynaklı belirsizliklerin kapasite planlamasına yansıdığına işaret etmektedir. Cari yılın teslimat planında şu ana kadar bir aksama olmamakla birlikte, Airbus'ın motor tedarik kaynaklı üretim-teslimat sorunları (dönüşüm oranı %70,4), Şirket'in kontrolü dışında bir tedarikçi darboğazı olarak 2027 için planlanan 14 adetlik A321neo teslimatının zamanlamasını etkileyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım 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 yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.