

## PEGASUS

Nötr

## Halka arzdan beri en zor zamanlar

**Pegasus**, piyasa beklentisi olan 169 milyon Euro ve bizim beklentimiz olan 173 milyon Euro net zararın altında 153 milyon Euro net zarar açıkladı. Pegasus, piyasa beklentisi olan -16 milyon Euro ve bizim beklentimiz olan -28 milyon Euro'nun üzerinde, 3 milyon Euro FAVÖK açıklamıştır. FAVÖK ve net kârın beklentileri aşması önemli görünse de bu durum büyük ölçüde düşük mevsimselliğin bir sonucu olup tam yıl sonuçları için önemsiz kalmaktadır. Net kârdaki sapmamız ağırlıklı olarak beklenenden daha iyi gerçekleşen faaliyet kârlılığından kaynaklanmaktadır.

## Yönetim 2026 yılına ilişkin öngörülerini paylaşmamayı tercih etmiştir.

Bu kararın, jeopolitik belirsizlikler nedeniyle yönetimin temkinli kalma isteğinden kaynaklandığını düşünüyoruz.

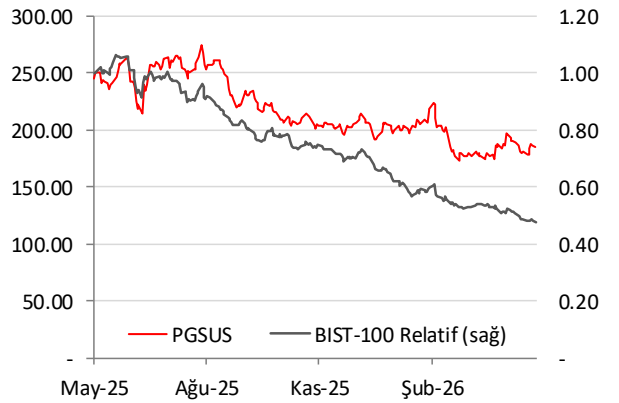
**Yorum ve Revizyonlar:** Açılıştan piyasa tepkisinin "Nötr" olmasını bekliyoruz. 1Ç26 sonuçları ve Nisan verilerinin ardından, 2026 tahminlerimizi önemli ölçüde aşağı yönlü revize ediyoruz. Kaybedilen talebi dikkate alarak, 2026 AKK, tahminimizi %3, yolcu sayısı tahminimizi ise %4 düşürüyoruz. Maliyet tarafında ise Pegasus'un halka arzından bu yana karşılaştığı en zorlu dönem gibi görünüyor. Ortalama petrol fiyatı tahminimizi %44 artırarak varil başına 64,8 dolardan 93,1 dolara yükseltiyoruz ve daha yüksek crack spread'leri de dikkate alarak 2026 jet yakıtı fiyat varsayımımızı %65 artırıyoruz. Güncellenen hedge oranları ve fiyatlarını da hesaba katarak toplam yakıt maliyeti tahminimizi %36 artırıyoruz. Ayrıca, SAW'da yeni inşa edilen hangar iş gücünde %5-10'luk bir genişlemeyi zorunlu kılıyor; bu da Pegasus'un yüksek maliyet ve düşük talep döngüsünde çalışan sayısını artırmasını zorunlu hale getiriyor. Artan yakıt fiyatları, yoğun Avrupa ve iç hat fiyat rekabeti ile büyüyen personel giderleri nedeniyle 2026 FAVÖK tahminimizi aşağı çekiyoruz. Pegasus'un, UFRS-16 öncesi dönemlerle karşılaştırılabilirlik amacıyla FAVKÖK bazında değerlendirildiğinde, halka arzından bu yana en düşük FAVKÖK marjını açıklamasını bekliyoruz; bu marjın 2020'de kaydedilen %14,7 seviyesinin de belirgin şekilde altına düşeceğini öngörüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 345 TL'den 215 TL'ye indiriyoruz. Tavsiyemizi ise 'Endeks Üstü Getiri'den 'Nötr'e düşürüyoruz.

## Çeyrek Özet

milyon EUR	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	642	622	3%	814	-21%	629	630	2%
FAVÖK	3	42	-93%	148	-98%	-16	-28	n.m.
FAVÖK Marjı	0.4%	6.8%	-639 bps	18.1%	-1,026 bps	-2.5%	-4.5%	296 bps
Net Kar	-153	-62	n.m.	15	n.m.	-169	-173	n.m.

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu		PGSUS TI			
Tavsiye		Nötr (önceki Endeks Üz. Getiri)			
Hedef Fiyat, TL		215.00 (önceki 345.00)			
Güncel Fiyat, TL		185.00			
Getiri Potansiyeli		16%			
Halka Açıklık Oranı		43%			
Piyasa Değeri, mn TL		92,500			
Firma Değeri, mn TL		260,891			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T	
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	154,128	184,905	250,976	341,369	
FAVÖK, mn TL	37,096	20,173	50,695	81,006	
Net Kâr, mn TL	13,750	-10,784	10,536	28,470	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	161,358	195,448	262,456	398,991	
Net Borç/FAVÖK	4.3	9.7	5.2	4.9	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	24.1%	10.9%	20.2%	23.7%	
Net Marj	8.9%	n.m.	4.2%	8.3%	
Temettü Verimi	-	-	-	-	
Büyüme					
Ciro, y/y	37.8%	20.0%	35.7%	36.0%	
FAVÖK, y/y	16.8%	-45.6%	151.3%	59.8%	
Net Kâr, y/y	3.5%	n.m.	n.m.	170.2%	
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T	
F/K	8.5	n.m.	8.8	3.2	
FD/FAVÖK	7.5	14.2	7.0	6.1	
FD/Ciro	1.8	1.6	1.4	1.4	
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-1.8%	-10.6%	-24.5%	-3.5%	
BİST-100 Relatif	-8.7%	-18.6%	-53.1%	-28.2%	
AOİH, mn TL	2,820	3,802	3,799	4,282	



Piyasa verileri 11 Mayıs 2026 tarihlidir.

**1Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

**1Ç26'da net satışlar yıllık %3 artarak 642 milyon Euro oldu.** 1Ç26'da iç hat yolcu gelirleri yıllık 8 milyon Euro artarken, dış hat ve charter yolcu gelirleri yıllık 14 milyon Euro daraldı. 1Ç26'da yan gelirler yıllık 25 milyon Euro yükseldi. 1Ç26'da net satışlara en yüksek katkıyı yapan yan gelirler kalemi olmuştur.

**Birim gelirler yıllık %5 daraldı.** Toplam yolcu sayısı yıllık %9 artarak 9,8 milyona yükseldi. İç hat doluluk oranı 0,7 puan arttı. Dış hat doluluk oranı 0,4 puan daraldı. 1Ç26'da yolcu başına yan gelirler yıllık %1 artarak 29,2 Euro seviyesine yükseldi.

**Birim giderler 1Ç26'da yıllık %2 arttı.** Birim yakıt giderleri 1Ç26'da yıllık %1 daraldı. Yakıt dışı birim giderler 1Ç26'da yıllık %3 arttı. Birim personel giderleri 1Ç26'da yıllık %2 arttı.

**1Ç26'da FAVÖK yıllık %93 daraldı.** 1Ç26'da Pegasus FAVÖK marjı 6,4 puan daralarak %0,4 seviyesinde gerçekleşti. Pegasus'un 2026 yılı yakıt hedge (korunma) oranı, 64-71 ABD doları Brent fiyat aralığı ile %62,5 seviyesinde bulunmaktadır.

**1Ç26'da net borç çeyreklik %3 artarak 3.038 milyon Euro oldu.** 1Ç26'da filoya net 2 adet uçak girdi. Net borç/FAVÖK, çeyreklik bazda 3,5x seviyesinden 3,8x seviyesine yükseldi. Yönetim, 2026 yıl sonunda %4'lük bir büyümeye işaret eden 132 uçaklık bir filo büyüklüğüne ulaşmayı hedeflemektedir.

**Revizyonlar - EUR mn**

	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	3,383	3,823	4,473	3,712	4,025	4,598
% değişim	-1%	13%	17%	9%	8%	14%
FAVÖK	361	759	1,061	964	1,086	1,264
FAVÖK Marjı	10.7%	19.9%	23.7%	26.0%	27.0%	27.5%
Net Kar	-209	147	373	314	386	469
% değişim	n.a.	n.a.	154%	8%	23%	22%
AKK	81,608	87,316	98,538	84,102	89,955	101,341
% değişim	4%	7%	13%	7%	7%	13%
Yolcu	44.5	48.6	55.7	46.4	49.7	56.0
% değişim	-3%	2%	3%	7%	7%	13%
Doluluk Oranı	85.0%	86.6%	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%
Birim Gelir	4.14	4.38	4.54	4.41	4.47	4.54
% değişim	-4.9%	5.6%	3.7%	1.4%	1.4%	1.4%
Birim Gider	4.25	4.03	3.95	3.81	3.78	3.76
% değişim	10.6%	-5.3%	-2.1%	0.0%	-0.8%	-0.5%
Birim Yakıt Gideri	1.50	1.22	1.11	1.07	1.07	1.07
% değişim	29.6%	-18.8%	-8.7%	-7.3%	0.1%	0.0%
Birim Yakıt Dışı Gider	2.75	2.81	2.83	2.74	2.71	2.69
% değişim	2.4%	2.1%	0.8%	3.1%	-1.2%	-0.7%

**Eski Tahminlerle Fark**

Net Satışlar	-8.9%	-5.0%	-2.7%			
FAVÖK	-62.5%	-30.0%	-16.1%			
Net Kar	n.a.	-61.9%	-20.5%			
AKK	-3.0%	-2.9%	-2.8%			
Yolcu	-4.1%	-2.3%	-0.5%			
Birim Gelir	-6.1%	-2.1%	0.0%			
Birim Gider	11.7%	6.7%	5.0%			
Birim Yakıt Gideri	40.2%	13.7%	3.8%			
Birim Yakıt Dışı Gider	0.6%	3.9%	5.4%			
Hedef Fiyat - TL		215.0			345.0	
HF Değişim		-37.7%				



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak 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 ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.