Pegasus (PGSUS TI)

Yeni hikayelere düşük baz, devam eden ama azalan risklerle

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		PGSUS
Mevcut Fiyat (TL)		151.00
Hedef Fiyat (TL)		260.00
Getiri Potansiyeli (%)		72%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	114.6	226.1
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		1,322.7
Sermaye (mln TL)		500
Pazar		Yıldız Pazar

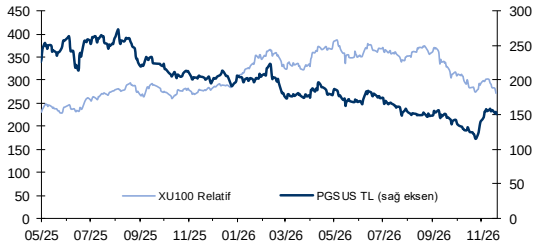
Hisse Verileri (mln EUR)	
Piyasa Değeri	1,365
Hedeflenen Piyasa Değeri	1,853
Net Borç	3,029
Firma Değeri	4,394

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	21%	0%	-11%	-21%
BIST100 Rölatif Getiri	27%	36%	14%	-17%

Özet Veriler (mln EUR)	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	3,126	3,414	3,708	4,038
FAVÖK	888	840	531	870
Net Kar	361	301	-173	148
FAVÖK Marjı	28.4%	24.6%	14.3%	21.6%
Net Kar Marjı	11.6%	8.8%	-4.7%	3.7%

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	1.8x	1.7x	1.2x	1.1x
FD/FAVÖK	6.5x	6.8x	8.3x	5.0x
F/K	8.0x	8.8x	---	9.2x
PD/DD	1.4x	1.1x	0.7x	0.6x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 25 Kasım 2026 tarihi itibariyledir.

Ortaklık Yapısı	
Esas Holding A.Ş.	52.8%
Sabancı Ailesi Üyeleri	1.8%
Halka Açık	45.4%

Strateji ve Araştırma
DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiveArastirma@denizbank.com

Pegasus, Ağustos 2025'teki MSCI çıkışı, jeopolitik riskler ve yüksek yakıt maliyetleri nedeniyle bir yılı aşkın süredir zayıf performans gösteriyordu. Ancak, yabancı takası çıkışında sona gelindiğini düşünmemiz, akaryakıt giderlerinde beklediğimiz düşüş, Smartwings ile açılan yeni dönem, cazip fiyat seviyesi ve ilk pay geri alım programıyla hissenin 'artık' daha makul değerlenebileceği düşüncesindeyiz. 1Ç26 finansallarını takiben 'artan jeopolitik riskler' nedeniyle Gözden Geçiriliyor olarak güncellediğimiz değerlendirmemizi, bu raporumuzla birlikte, 12A hedef fiyatımızı 260,00 TL, önerimizi ise AL yönünde revize ediyoruz (Önceki: 305,50 TL/AL). Hisse, 2027 tahminlerimize göre 9,2x F/K ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

- **2027 toparlanması ve 4Ç26'da beklentilerin üzerinde trafik ivmesi.** Eurocontrol Ekim 2026 tahminleri, Orta Doğu gerilimiyle 2026'da %1,7 daralması beklenen Türkiye uçuş trafiğinin 2027'de %7,3 artışla Avrupa ortalamasının iki katından fazla büyüyeceğine ve enerji fiyatlarında kademeli normalleşmeye işaret etmektedir. Günlük Eurocontrol verileri de solo Pegasus uçuşlarının 4Ç26'nın ilk 53 gününde yıllık %5,5 (25 Ekim kış tarifesi sonrasında %7,8) büyüdüğünü göstererek, yönetimin düşük tek haneli 4Ç26 kapasite öngörüsüne yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.
- **Güçlü 3Ç26 sonuçlarının ardından 2026.** Bölge hatlarının açılması, dış hat birim gelir artışı ve misafir başına rekor 32,9 € yan gelirle 3Ç26'da 1.314 milyon € ciro ve 404 milyon € FAVÖK üreten Şirket; 4Ç26'da %3-4 RASK artışı, %67 hedge ve 95 $/varil Brent varsayımıyla ~400 milyon € yakıt gideri, tüm yılda ise %8-10 ciro büyümesi ve ~%15 FAVÖK marjı hedeflemektedir. Modelimizde 4Ç26'da %4,5 AKK ve %4,3 RASK artışıyla 2026'da 3.708 milyon € ciro ve %14,3 marjla 531 milyon € FAVÖK öngörüyoruz.
- **2027.** Yönetim, öncü beklentilerinde, solo filoya brüt 6 uçak girişi, orta tek haneli AKK büyümesi ve yeni hangarın bakım maliyetlerine kademeli katkısını öngörürken, yıllık yakıt tüketiminin %37'sini 62-71 $/varil Brent aralığından şimdiden hedge etmiştir. Modelimizde %6,2 AKK ve %2,5 RASK büyümesi ile toplam CASK'taki %5,2 düşüşle 2027 solo cironun 4.038 milyon €'ya, FAVÖK'ün %64,0 artışla 870 milyon €'ya yükselmesini öngörüyoruz.
- **Smartwings.** 142,3 milyon € nakit bedelle devralınan Smartwings, ~1,14 milyar € işlem firma değeri üzerinden ~5,4x 2025 FD/FAVKÖK ile Avrupa medyanına (5,2x) uyumlu ve Wizz Air'e (6,4x) iskontolu makul çarpanla bünyeye katılmıştır. Eurocontrol analizimiz, iştirakin yıl genelinde solo Pegasus uçuşlarının %18,4'üne, üçüncü çeyrek yaz zirvesinde ise %28,7'sine ulaşan güçlü bir ölçek sunduğunu göstermektedir. Düşük sezonda konsolidasyona girmesi ve net borcunun bilançoya ilk günden yansıması, FAVÖK katkısı devreye girene dek bilanço ve borçluluk rasyolarını bir süre baskılayacak olsa da; **bu satın alımı Pegasus'un Avrupa'daki izdüşümünü orta-uzun vadede stratejik boyuta taşıması açısından önemli buluyoruz.**

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul TÜRKİYE

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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece yer alan bilgilere burada dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

İçerik

Havacılık sektör görünümü, öncü beklentiler 3
Azalan ama devam eden risk: Jet yakıtı 5
Detay bakış 6
Model beklentilerimiz (solo) 8
Model beklentilerimiz (2026-2028) 9
Parantez: Smartwings satın alımı 10
Parantez: Eurocontrol verileri ışığında Smartwings ölçeği 11
Duyarlılık analizi 12
MSCI çıkışı, yabancı işlemleri ve pay geri alım programı 14
Çeyreksel görünüm | operasyonel veriler 15
Çeyreksel görünüm | gelir tablosu 16

Havacılık sektör görünümü, öncü beklentiler

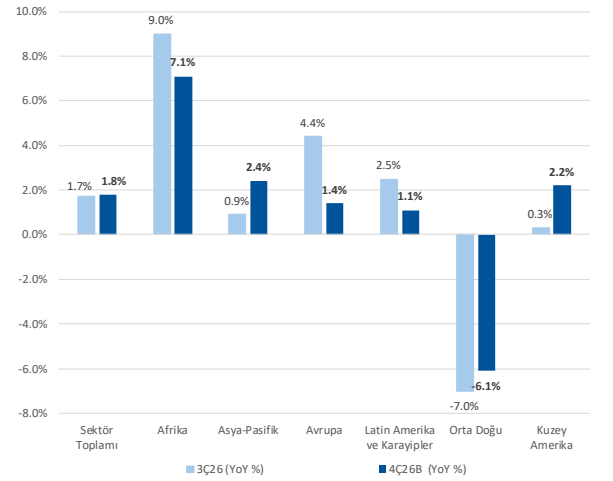
- IATA Quarterly Air Transport Chartbook raporuna göre:

✓ **3Ç26 döneminde küresel havayolu yolcu trafiği 2,6 trilyon ücretli yolcu km seviyesinde gerçekleşerek yıllık bazda %0,4 oranında hafif bir gerileme kaydetti. Ancak, bu görünüm, Orta Doğu'daki çatışmaların etkisinde hafifleme ile birlikte ikinci çeyrekteki %2,3'lük daralmaya kıyasla toparlanmaya işaret etmektedir.** Aynı dönemde küresel koltuk kapasitesi yıllık %0,2 artarken, kapasitenin talepten hızlı genişlemesi sonucu yolcu doluluk oranı 0,5 yüzde puan düşerek %84,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bölgesel bazda zayıflığın ana kaynağını Orta Doğu ve Kuzey Amerika oluştururken; Latin Amerika ve Karayipler, Afrika, Asya-Pasifik ve Avrupa (%87,2 ile en yüksek doluluk) pozitif büyüme kaydetmiştir. İleriye dönük olarak, 4Ç26 döneminde küresel bazda planlanan koltuk kapasitesinin yıllık %1,8 artması beklenmekte; Afrika (+%7,1), Asya-Pasifik (+%2,4), Kuzey Amerika (+%2,2), Avrupa (+%1,4) ve Latin Amerika (+%1,1) kapasite artırırken Orta Doğu (-%6,1) daralan tek bölge olmayı sürdürmektedir.

✓ **Yolcu tarafındaki temkinli seyre karşın küresel hava kargo talebi 3Ç26'da yıllık %5,4 artışla güçlü ivmesini korumuştur.** Sektördeki büyümenin yaklaşık dörtte üçünü Asya-Pasifik (%38,1 katkı) ve Kuzey Amerika (%35,6 katkı) taşıyıcıları sağlarken, özellikle yarı iletkenler, sunucular ve yapay zekâ altyapısı ekipmanlarına yönelik sevkiyatlar Asya-Pasifik-Kuzey Amerika koridorunda çift haneli (%13,8) büyümeyi desteklemiş; Avrupa taşıyıcıları ise %4,6'lık talep artışıyla küresel büyümeye %18,1 katkı sunmuştur. Küresel kargo kapasitesi yıllık yalnızca %1,6 artarak talebin gerisinde kalmış, bunun sonucunda arz-talep dengesi sıkılaşarak sektör genelinde kargo doluluk oranı 1,7 yüzde puan yükselişle %46,6'ya çıkmıştır.

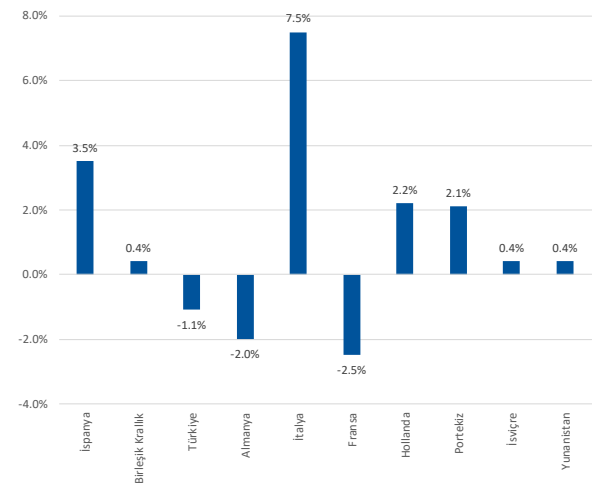
✓ **IATA sınıflandırmasında Avrupa bölgesi içinde yer alan Türkiye, 3Ç26 verilerinde bölgeler arası belirgin biçimde ayrışan bir tablo sergilemiştir.** Kıtalararası ve uzun menzilli pazarlarda oldukça güçlü bir performans gösteren Türkiye, üçüncü çeyrekte Asya-Pasifik'ten en büyük on destinasyona yönelik trafikte yıllık %17,4 ve Afrika'dan en büyük on dış destinasyona yönelik trafikte %13,2 büyüme kaydederek her iki bölgede de en hızlı büyüyen destinasyon olmuştur. Buna karşın Avrupa'nın en büyük ülke çiftleri arasında yer alan Türkiye-Birleşik Krallık hattında yolcu trafiği %9,3 daralırken, Almanya-Türkiye hattı pozitif bölgede kalmıştır. Orta Doğu tarafında ise Avrupa havayollarının bölgeye dönüşlerini ertelemesinin etkisiyle Orta Doğu'dan Türkiye'ye toplam yolcu talebi %9,6 gerilemiş; ancak, Suudi Arabistan-Türkiye hattı %15,2 büyüyerek Orta Doğu'nun en güçlü büyüyen ana ülke çifti konumuna yükselmiştir. **İleriye dönük olarak, Orta Doğu'ya yönelik uçuş iptallerinin uzatılması kararının ardından Avrupa'nın üçüncü büyük pazarı olan Türkiye'nin 4Ç26 planlanan koltuk kapasitesinde 3Ç26'daki büyümenin tersine dönerek yıllık %1,1 oranında sınırlı bir daralma kaydedeceği öngörülmektedir.**

Bölgelere göre koltuk kapasitesi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, IATA

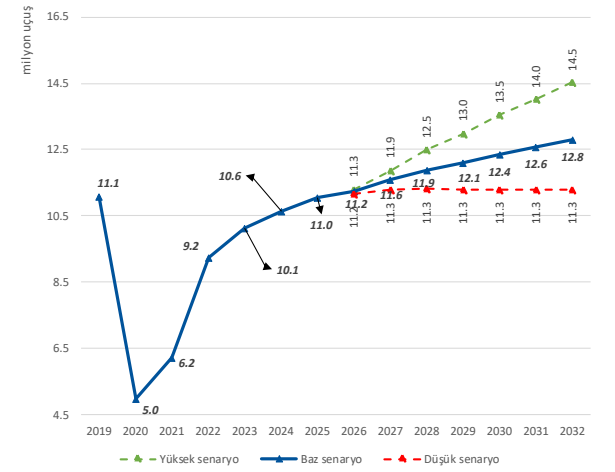
Avrupa | İlk 10 pazarında 4Ç26 beklenen koltuk kapasitesi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, IATA

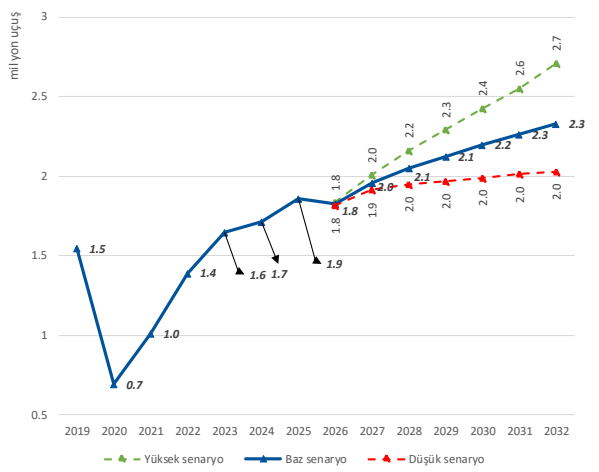
- **Ekim 2026'da yayımlanan Eurocontrol raporuna baktığımızda, Mart ayındaki rapora kıyasla, 2026 yılına yönelik beklentilerin aşağı yönlü revize edildiğini görmekteyiz.** Eurocontrol, 2026 İlkbahar tahmininden bu yana özellikle Nisan ve Mayıs aylarında Orta Doğu krizinin etkisinin öngörülenden daha sert gerçekleşmesi nedeniyle Avrupa genelinde uçuş sayılarının tahmin edilen baz senaryonun altında kaldığını, Temmuz ayından itibaren ise yeniden baz tahmine yakınsayarak yılın ilk dokuz ayında %1,7 büyüme kaydedildiğini; ancak, bölgeler arasında belirgin ayrışmalar gözlendiğini açıklamıştır. Güney Avrupa ve Doğu Avrupa'nın belirli bölümlerinde (özellikle Yunanistan, İtalya, İspanya, Polonya ve Kıbrıs'ta) güçlü yaz sezonu talebi ile Orta Doğu kaynaklı rota değişikliklerinin (Türkiye üzerinden geçen bazı Orta Doğu bağlantılı üst geçişlerin Kıbrıs hava sahasına kaymasının) etkisiyle beklenenden daha güçlü trafik artışı gerçekleşmiştir. Buna karşın, Kuzeybatı Avrupa'nın olgun pazarlarında (Almanya, Hollanda, Avusturya ve Fransa) zayıf ekonomik büyüme ve artan havacılık vergileri, Doğu Akdeniz ve Balkan koridorunda (özellikle Bulgaristan, Türkiye ve Romanya) ise Orta Doğu gerilimine bağlı uçuş kayıpları ve rota kaymaları nedeniyle öngörülenden daha düşük uçuş hacimleri kaydedilmiştir. Bu gerçekleşmeler sonrasında Eurocontrol; Orta Doğu krizinin 2026'da yol açtığı yaklaşık 110 bin uçuş kaybı, Avrupa'da 196 USD/varil seviyesine yükselen jet yakıtı fiyatları, 2026-2027 dönemine dair biraz daha zayıf ekonomik öngörüleri ve havayollarının kış dönemi tarife değişiklikleriyle birlikte tahminlerinde değişikliğe gitmiştir.

Eurocontrol | ECAC üye ülkelerine göre 2026 - 2032 tahminleri (Ekim 2026 tahminleri)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Eurocontrol |Türkiye 2026 - 2032 tahminleri (Ekim 2026 tahminleri)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- **2026 yılı baz senaryosunda, Türkiye'nin uçuş büyüme beklentisi %3,6'dan aşağı yönlü revizyonla %-1,7'ye (1,8 milyon uçuş), ECAC (Avrupa Sivil Havacılık Konferansı'na üye olan 44 ülke) ülkelerinin büyüme beklentisi de %2,7'den %1,7'ye (11,2 milyon uçuş) düşürülürken, 2027 yılında baz senaryoda ECAC genelinde %3,2, Türkiye'de ise %7,3 oranında güçlü bir toparlanma öngörülmektedir.** Eurocontrol 2026-2032 Sonbahar Tahmini'ne göre 2027 yılında en güçlü uçuş toparlanması ve büyümesinin; İsrail (+%23), Ermenistan (+%18) ve Kıbrıs'taki (+%13) yüksek oranlı artışların yanı sıra özellikle Türkiye (+%7,3), Yunanistan (+%6,9) ve Balkan ülkelerinde (Arnavutluk +%8,9, Kuzey Makedonya +%8,6, Bosna Hersek +%8,1, Hırvatistan +%7,4, Slovenya +%7,2 ve Bulgaristan +%6,8) gerçekleşmesi beklenmektedir.

Eurocontrol |ECAC üye ülkelerine göre 2026 - 2032 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	.	3.9%	.
2026	2.3%	1.7%	1.1%
2027	5.0%	3.2%	1.1%
2028	5.2%	2.6%	0.2%
2029	4.0%	1.8%	-0.1%
2030	4.2%	2.2%	0.1%
2031	3.5%	1.8%	0.0%
2032	3.6%	1.8%	0.0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Eurocontrol |Türkiye 2026 - 2032 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	.	8.4%	.
2026	-1.2%	-1.7%	-2.2%
2027	9.3%	7.3%	5.3%
2028	7.8%	4.7%	2.0%
2029	6.0%	3.4%	1.0%
2030	5.8%	3.6%	1.1%
2031	5.3%	2.9%	1.0%
2032	6.1%	3.0%	0.8%

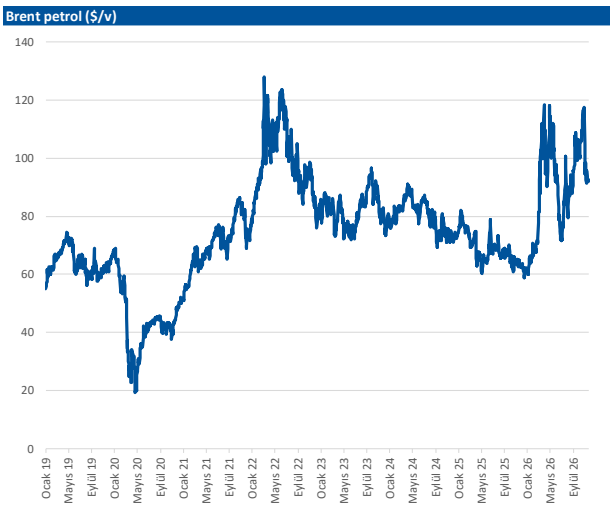
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Azalan ama devam eden risk: Jet yakıtı

- **3Ç26'da ham petrol fiyatları, Nisan ayındaki ABD-İran ateşkesinin ardından Basra Körfezi'nden petrol akışının toparlanacağına dair beklentilerle çeyrek başında gerilemiş ve IATA verilerine göre çeyrek genelinde bir önceki çeyreğe kıyasla %7 düşüşle ortalama 97,0 USD/varil seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak, çeyreğin sonuna doğru Orta Doğu'da çatışmaların yeniden tırmanması, bölgedeki gemilere ve Suudi Arabistan'ın Doğu-Batı Boru Hattı dâhil kritik enerji altyapılarına yönelik saldırılar ile zaten düşük seyreden küresel ham petrol stokları fiyatları hızla yukarı çekmiş; Brent petrol Eylül ayının büyük bölümünde 100 USD/varilin belirgin biçimde üzerinde seyretmiştir.** Bu gelişmelerin jet yakıtına yansıması ise çok daha sert olmuştur: 3Ç26'da çeyreklik %3 artışla ortalama 162,0 USD/varile çıkan küresel jet yakıtı, Eurocontrol'ün aktardığı IATA ve S&P Global Platts verilerine göre 2 Ekim 2026 haftası itibarıyla 2022 ortasından bu yana en yüksek seviyesine ulaşarak küresel ortalamada 187 USD/varil (haftalık +%8), Avrupa'da ise 196 USD/varil (haftalık +%15) düzeyine sıçramıştır.

- **Eurocontrol'ün Eylül 2026 tarihli IATA verilerine dayandırdığı analizine göre, yakıtın havayolu işletme maliyetleri içindeki payı 2025 yılındaki %25 seviyesinden 2026 yılında %31'e yükselmiştir.** Artan yakıt maliyetleri sektör üzerinde hem arz tarafında havayollarının kapasite kararlarını kısıtlayan hem de talep tarafında maliyetlerin bilet fiyatlarına yansıtılması yoluyla yolcu talebini baskılayan çifte bir etki yaratmaktadır. İleriye dönük olarak ABD Enerji Bilgi İdaresi'nin (EIA) güncel petrol tahminleri kısa vadeli fiyatları yukarı revize etse de 2027 yılı boyunca belirgin bir gevşemeye ve ardından dengelenmeye işaret etmektedir. Eurocontrol, baz senaryosunda, 2027'de enerji fiyatlarında kademeli bir normalleşme varsayarken; Orta Doğu gerilimlerinin 2028 ilk çeyrek sonuna dek sürdüğü düşük senaryoda kalıcı yüksek jet yakıtı fiyatlarının havayolu maliyetleri ve bilet fiyatları üzerindeki baskıyı uzatarak toparlanmayı geciktireceğine dikkat çekmektedir.

- **Vadeli piyasa fiyatlamaları da enerji maliyetlerinde kademeli normalleşme beklentisini desteklemektedir.** Ekim başındaki zirvenin ardından Bloomberg Akdeniz jet yakıtı vadeli eğrisinde (European Jet Fuel FOB Med Cargo Future) Kasım ve Aralık 2026 kontratları 1.292 $/ton ve 1.264 $/ton seviyelerine çekilirken, 2027 vadeli fiyatları 1Ç27'deki 1.225 $/ton düzeyinden 4Ç27'de 1.023 $/tona gerileyerek yıl ortalamasında 1.121 $/ton, 2028'de 902 $/ton ve 2029'da 828 $/ton seviyelerinde işlem görmektedir. Bu görünümle uyumlu olarak modelimizde jet yakıtı fiyatlarını Brent petrol tahminlerimiz ve kademeli normalleşen rafineri çarpanları üzerinden kurguluyoruz. Kısa vadede yüksek seyreden rafineri marjlarına karşı son çeyrekte ihtiyatlı duruşumuzu koruyarak 4Ç26'da 95 $/varil Brent ve ~14,9x crack çarpanıyla ~1.414 $/ton; 2027 genelinde ortalama 85 $/varil Brent ve ~11,8x crack çarpanıyla ~1.007 $/ton; 2028 ve sonrasında ise ortalama ~69 $/varil Brent ve tarihsel ortalamasına yakınsayan ~11x crack çarpanıyla ~769 $/ton piyasa jet yakıtı varsayıyoruz. Öte yandan Pegasus'un disiplinli risk yönetimi politikası spot fiyat oynaklığının birim maliyetlere geçişkenliğini önemli ölçüde sınırlamaktadır. Nitekim Şirket, 2026 tahmini yakıt tüketiminin %67'sini 65-71 $/varil, 2027 tüketiminin ise şimdiden %37'sini 62-71 $/varil Brent aralığından finansal korunma (hedge) altına almıştır. **Mevcut hedge politikası sayesinde 4Ç26 yakıt giderini Şirket'in ~400 milyon € rehberliğiyle uyumlu 399 milyon € (2026T: 1.357 milyon €) düzeyinde hesaplıyor; 2027 yılında ise petrol fiyatları ve rafineri marjlarındaki normalleşmeyle hedge korumasının birleşerek yakıt CASK'ını aşağı çekeceğini ve FAVÖK marjında beklediğimiz 7 puanın üzerindeki güçlü toparlanmanın ana sürükleyicisi olacağını tahmin ediyoruz.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg Terminal (CO1 Comdty)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg Terminal (FSEJM0 Index)

Detay bakış

- **Arz Edilen Koltuk Kilometre (AKK).** Üçüncü çeyrekte kapasite tarafındaki en belirgin unsur, ikinci çeyrekte Orta Doğu hava sahası kapanmaları nedeniyle iç hatlara kaydırılan üretimin yeniden yüksek getirili dış hatlara yönlendirilmesi oldu. 2Ç26'da yıllık %9 daralan tarifeli dış hat AKK, 3Ç26'da yıllık %5,7 artışla 19,32 milyar koltuk km'ye yükseldi. İkinci çeyrekte yıllık %28'e ulaşan tarifeli iç hat AKK büyümesi ise planlamanın normalleşmesiyle 3Ç26'da yıllık %11,5 artışla 3,93 milyar koltuk km düzeyinde dengelendi. Böylece **toplam AKK 3Ç26'da yıllık %6,5 büyüyerek 23,60 milyar koltuk km'ye ulaştı. Şubat sonunda üç nokta haricinde durdurulan Orta Doğu operasyonlarının Mayıs başından itibaren hızla devreye alınmasıyla bölgede birebir bazda yıllık %7, Haziran'da açılan ve ilk tam çeyreğinde güçlü katkı sağlayan Halep hattı dahil toplamda ise %8 kapasite büyümesi yakalandı. Böylelikle 9A26 döneminde toplam AKK yıllık %4 artışla 60,40 milyar koltuk km olarak gerçekleşti. Şirket, telekonferansta, güçlü baz etkisi nedeniyle son çeyrek için düşük tek haneli AKK büyümesi öngörüsünü paylaştı; biz de talep görünümündeki dirençli seyri dikkate alarak modelimizde 4Ç26'da %4,5, 2026 tüm yılda ise %4 artışla 81,50 milyar koltuk km AKK büyümesi öngörüyoruz. Yönetim, 2027 yılı öncü beklentilerinde ise solo filoya brüt 6 uçak girişi (planlı çıkışlar sonrası zirve yaz sezonunda yıllık yataya yakın ortalama filo) ve orta tek haneli AKK büyümesine işaret etmektedir. Bizim de beklentimiz, 2027 yılında %6,2 düzeyinde AKK büyümesi gerçekleşmesi yönündedir.**

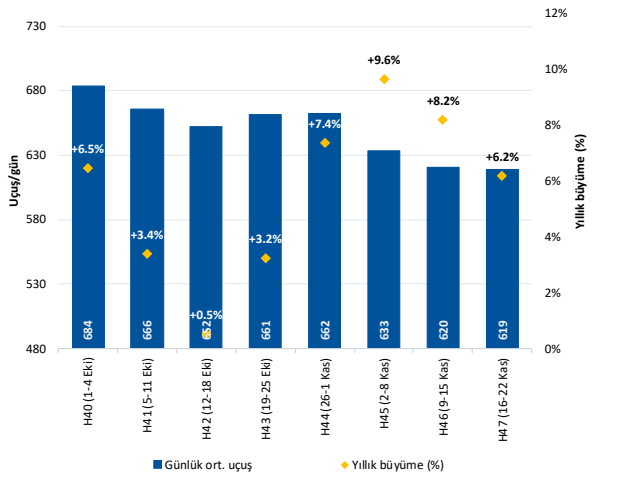
Yolcu sayısı	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	Çeyreksel değişim	Yıllık değişim
Tarifeli iç hat	4,338,848	4,095,477	3,809,086	4,415,093	4,748,782	8%	9%
Tarifeli dış hat	7,711,321	7,161,179	6,020,707	6,024,899	8,134,691	35%	5%
Toplam	**12,229,881**	**11,317,212**	**9,834,077**	**10,539,900**	**13,051,271**	**24%**	**7%**

Doluluk oranı	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	Çeyreksel değişim	Yıllık değişim
Tarifeli iç hat	94.2%	92.6%	90.3%	85.1%	93.5%	8.3 puan	-0.7 puan
Tarifeli dış hat	86.4%	86.2%	83.9%	81.3%	85.3%	4 puan	-1.2 puan
Toplam	**89.2%**	**88.5%**	**86.3%**	**83.0%**	**88.2%**	**5.3 puan**	**-1 puan**

AKK (milyon)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	Çeyreksel değişim	Yıllık değişim
Tarifeli iç hat	3,525	3,434	3,279	4,060	3,932	-3%	12%
Tarifeli dış hat	18,283	16,636	14,256	14,982	19,324	29%	6%
Toplam	**22,170**	**20,192**	**17,545**	**19,255**	**23,603**	**23%**	**6%**

- **Eurocontrol verileri, solo Pegasus operasyonlarının dördüncü çeyreğe hem Şirket rehberliğinin hem de model tahminimizin üzerinde bir ivmeyle başladığını ve kış tarifesi geçişiyle birlikte büyümenin hızlandığını göstermektedir.** Dördüncü çeyreğin ilk 53 gününü oluşturan 1 Ekim-22 Kasım 2026 döneminde solo Pegasus uçuşları yıllık %5,5 artışla 34.338 adede ve günlük ortalama 647,9 seviyesine ulaşırken, pandemi öncesi 2019 referans dönemine göre artış %35,6 ile yılın en yüksek düzeyine çıkmıştır. Üstelik büyüme temposu çeyrek ilerledikçe ivme kazanmış; yaz tarifesinin son haftalarını kapsayan 1–24 Ekim döneminde yıllık %2,9 olan uçuş artışı, 25 Ekim kış tarifesi geçişini izleyen 25 Ekim-22 Kasım döneminde yıllık %7,8 düzeyine yükselmiştir. **Filodaki yüksek koltuk kapasiteli yeni nesil uçakların uçuş başına koltuk sayısına sağladığı ek katkı da gözetildiğinde, mevcut seyir Şirket yönetiminin düşük tek haneli dördüncü çeyrek kapasite büyümesi öngörüsü üzerinde yukarı yönlü potansiyele işaret etmekte ve modelimizdeki %4,5 solo AKK büyüme tahminimizi güçlü biçimde desteklemektedir.**

Pegasus | 4Ç26 haftalık uçuş ortalaması ve yıllık büyüme



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- **Arz Edilen Koltuk-Kilometre Başına Gelir (RASK).** İkinci çeyrekte yıllık %1,8 artan toplam birim gelir, üçüncü çeyrekte güçlü yaz talebi ve artan yakıt maliyetlerini telafi etmeye yönelik fiyatlama aksiyonlarıyla yıllık %11,9 yükselerek 5,57 € cent seviyesine ulaştı (3Ç25: 4,97 € cent). Almanya, İngiltere, İsviçre, İspanya ve Hollanda gibi ana Avrupa pazarlarında doluluk oranları üzerinde ek baskı yaratmadan hızlanan fiyatlama ve Orta Doğu talebindeki güçlü toparlanma sonucunda, dış hat tarifeli RASK yıllık %13,8 artışla 3,55 € cent seviyesine yükseldi. İç hat tarifeli RASK ise %3,1 artışla 4,45 € cent olarak gerçekleşti. Birim gelir artışının en dikkat çekici sürükleyicisi yan gelirler oldu. Koltuk seçiminde devreye alınan yapay zekâ destekli dinamik fiyatlama algoritmaları ve artan dış hat yolcu hacmiyle misafir başına yan gelir 3Ç26'da yıllık %10,8 artarak 32,9 € ile şirket tarihinin en yüksek çeyreklik seviyesine ulaştı. Yan gelirlerin AKK başına katkısı 1,64 € cent seviyesinden 1,82 € cent'e çıkarken, 9A26 toplam RASK'ı yıllık %4,4 artışla 4,67 € cent oldu (9A25: 4,47 € cent). **Modelimizde 4Ç26 solo RASK'ının dış hat fiyatlama disiplini ve yan gelir ivmesiyle yıllık %4,3 artışla 4,20 € cent (2026T: %4,4 büyümeyle 4,55 € cent), 2027 solo RASK'ının ise yüksek baz üzerine %2,5 artışla 4,66 € cent olacağını öngörüyoruz.**

Birim gelirler (EUR cent)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	Çeyreksel değişim	Yıllık değişim
Tarifeli uçuşlar	3.31	2.35	1.99	2.82	3.70	31%	12%
İç hat tarifeli uçuşlar	4.32	2.72	2.85	3.56	4.45	25%	3%
Dış hat tarifeli uçuşlar	3.12	2.27	1.80	2.62	3.55	36%	14%
Yan gelirler	1.64	1.64	1.64	1.62	1.82	13%	11%
Charter	4.40	4.79	4.71	5.89	5.77	-2%	31%
RASK	**4.97**	**4.03**	**3.66**	**4.49**	**5.57**	**24%**	**12%**

- **Koltuk-Kilometre Başına Maliyet (CASK).** Üçüncü çeyrekte toplam faaliyet giderleri yakıt fiyatlarındaki sıçrama nedeniyle yıllık %24,7 artarak 1.028 milyon € olurken, toplam CASK yıllık %17,1 artışla 4,35 € cent seviyesinde gerçekleşti (3Ç25: 3,72 € cent). Güçlü hedge korumasının desteğiyle yakıt CASK artışı %51 ile sınırlanırken, sıkı maliyet disiplini sayesinde yakıt hariç CASK yıllık yalnızca %2,0 artışla 2,63 € cent oldu. 9A26'da ise toplam CASK yıllık %15,8 artışla 4,43 € cent düzeyinde gerçekleşti. **Modelimizde, 4Ç26'da, Şirket yönlendirmesiyle uyumlu olarak toplam CASK'ın yüksek yakıt maliyeti nedeniyle yıllık %17,7 artışla 4,59 € cent (yakıt hariç CASK: yıllık %0,2 artışla 2,70 € cent; 2026T toplam CASK: %16,3 artışla 4,47 € cent, yakıt hariç CASK: %4,4 artışla 2,81 € cent) olacağını; 2027 yılında ise birim yakıt maliyetindeki (%16,8) düşüşle toplam CASK'ın yıllık %5,2 gerileyerek 4,24 € cent seviyesine ineceğini (yakıt hariç CASK: %1,8 artışla 2,86 € cent) tahmin ediyoruz.**

Maliyetler (mn EUR)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	Çeyreksel değişim	Yıllık değişim
Jet yakıtı giderleri	252	244	211	340	407	20%	61%
Personel giderleri	161	160	163	170	189	11%	17%
Toplam giderler	824	788	750	899	1,028	14%	25%
CASK	**3.72**	**3.90**	**4.28**	**4.67**	**4.35**	**-7%**	**17%**
Yakıt-hariç CASK	**2.58**	**2.69**	**3.08**	**2.90**	**2.63**	**-9%**	**2%**

- **Gelir tablosu çıktıları.** Kapasite büyümesi, dış hat birim gelirlerindeki çift haneli yükseliş ve rekor yan gelir performansının birleşimiyle 3Ç26 satış gelirleri yıllık %19,1 artarak 1.314 milyon € seviyesine ulaştı. **9A26 döneminde toplam satış gelirleri yıllık %8,5 artışla 2.821 milyon €'ya yükselirken; bu tutarın 1.334 milyon €'su dış hat tarifeli, 413 milyon €'su ise iç hat tarifeli; 1.028 milyon €'su yan gelirler ve 46 milyon €'su charter/diğer gelirlerden oluştu.** Yılın ilk yarısında yüksek yakıt maliyetleri ve Orta Doğu uçuş kesintileri nedeniyle daralan operasyonel kârlılık, üçüncü çeyrekte yeniden yıllık büyümeye döndü. 3Ç26 FAVÖK'ü yıllık %2,2 artışla 404 milyon € düzeyine ulaşırken, FAVÖK marjı artan yakıt giderlerinin etkisiyle yıllık 5,2 puan gerileyerek %30,7 oldu. İlk yarıdaki zayıf bazın etkisiyle 9A26 FAVÖK'ü ise yıllık %29,8 daralarak 486,6 milyon € düzeyinde, FAVÖK marjı da yıllık 9,4 puan düşüşle %17,2 seviyesinde (9A25: %26,6) gerçekleşti. Net kâr tarafında, artan finansman giderleri nedeniyle 3Ç26 net dönem kârı yıllık %9,8 gerileyerek 204,5 milyon € olarak kaydedildi. Dokuz aylık görünümde ise operasyonel kârlılıktaki daralmaya ek olarak, 9A25'te 49,7 milyon € net gelir sağlayan finansman dengesinin 9A26'da -228,9 milyon € net finansman giderine dönmesi sonucunda 9A26 dönemi -40,2 milyon € net zararla tamamlandı (9A25: 286,5 milyon € net kâr).

Model beklentilerimiz (solo)

→ **4Ç26 dönemine dair öncü beklentilerimizle 2026.** Dış hat birim gelirleri ve yan gelir ivmesinin dördüncü çeyrekte de süreceği varsayımıyla:

- ✓ Modelimizde 4Ç26 solo satış gelirlerinin yıllık %9 artışla 886,9 milyon €, tüm yıl satış gelirlerinin ise Şirket'in %8-10 büyüme beklentisiyle uyumlu olarak yıllık %8,6 artışla 3.708 milyon € olacağını tahmin ediyoruz.
- ✓ Düşük sezon ve yüksek yakıt maliyetinin etkisiyle 4Ç26 solo FAVÖK'ünü 44,1 milyon € (%5,0 marj), 2026 tam yıl FAVÖK'ünü ise 530,7 milyon € (%14,3 marj) düzeyinde öngörüyoruz.
- ✓ Net kâr cephesinde ise zayıf sezonsallık ve finansman giderleri kaynaklı 4Ç26'da net zarar kaydedilerek 2026 yılının solo bazda -173 milyon € net zararla kapanacağını bekliyoruz.

→ **2027.**

- ✓ Kapasite ve birim gelir artışıyla solo satış gelirlerinin yıllık %8,9 büyüyerek 4.038 milyon €'ya ulaşmasını,
- ✓ Birim yakıt maliyetindeki düşüşle birlikte solo FAVÖK'ün yıllık %64,0 artış ve %21,6 marjla 870,3 milyon €'ya toparlanmasını bekliyoruz.
- ✓ Net kâr tarafında ise güçlü operasyonel toparlanma ve dengelenen net finansman giderleriyle yeniden kâra geçilerek 148 milyon € net kâr elde edileceğini öngörüyoruz.

→ **Orta-uzun vadeli büyüme, birim gelir ve marj patikası.**

- ✓ Yeni nesil uçak sipariş teslimatlarının hızlandığı 2028-2030 döneminde yıllık brüt 21-24 uçak girişiyle (planlı çıkışlar sonrası üç yılda net 46 uçak) solo filonun 2027 sonundaki 135 uçaktan 2030'da 181, teslimat temposunun dengelenmesiyle 2035 sonunda ise 216 uçağa ulaşmasını ve AKK'nin teslimat ivmesine paralel hızlandıktan sonra dengelenerek 2025-2035 döneminde yıllık bileşik %6,5 büyümesini öngörüyoruz.
- ✓ Jeopolitik gerilimlerin ve savaş kaynaklı arz kısıtlarının sönümlenmesiyle 2028 sonrasında iki yönlü bir normalleşme kurguluyoruz:
  - i. Maliyet cephesinde, 2026'da 1.230,3 $/ton ve 2027'de 1.007 $/ton varsaydığımız ortalama piyasa jet yakıtı fiyatının 2028 sonrasında kademeli gerileyerek ortalama 769 $/ton (863-715 $/ton) düzeyinde dengelenmesini ve genç filonun verimlilik katkısıyla toplam CASK'ı 4,15-4,20 € cent bandında tutmasını bekliyoruz.
  - ii. Gelir cephesinde ise bölgesel hatların tam kapasiteye dönmesi, sektörel arz artışı ve düşen yakıtın bilet fiyatlarına yansımasıyla rekabetin yoğunlaşacağını; böylece RASK artış hızının 2026–2027'deki %4,4 ve %2,5'ten 2028 sonrasında yıllık ortalama ~%0,3'e yavaşlayacağını varsayıyoruz. Büyümenin fiyatlamadan ziyade kapasite artışı ve maliyet disipliniyle sürüklendiği bu dönemde; solo FAVÖK'ün 1 milyar € eşiğinin üzerine yerleşerek FAVÖK marjının 2029 sonrasında %25,0–%26,7 bandında istikrar kazanmasını ve 2025-2035 döneminde yıllık bileşik %7,5 ciro ve %8,2 FAVÖK büyümesi üretilmesini bekliyoruz.

Model beklentilerimiz (2026-2028)

(mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satış gelirleri	2,449	2,670	3,126	3,414	3,708	4,038	4,453
Satışların maliyeti (-)	(1,762)	(2,027)	(2,432)	(2,833)	(3,440)	(3,452)	(3,757)
Brüt kar/zarar	**688**	**643**	**694**	**581**	**267**	**586**	**697**
Genel yönetim giderleri (-)	(57)	(73)	(84)	(109)	(129)	(139)	(150)
Pazarlama giderleri (-)	(52)	(50)	(61)	(72)	(77)	(83)	(90)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	11	1	39	0	34	22	23
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(7)	(32)	(9)	(143)	(14)	(12)	(12)
Esas faaliyet karı/zararı	**582**	**489**	**578**	**258**	**82**	**374**	**467**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	28	46	49	64	29	28	29
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(3)	(2)	(1)	(0)	(2)	(1)	(2)
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlar	1	1	3	3	3	4	4
Finansman gideri öncesi faaliyet kar/zararı	**608**	**534**	**629**	**326**	**112**	**405**	**499**
Finansman gelirleri	16	66	60	253	56	61	84
Finansman giderleri (-)	(221)	(230)	(365)	(253)	(340)	(305)	(343)
Vergi öncesi kar/zarar	**403**	**370**	**323**	**325**	**(172)**	**161**	**241**
Vergi geliri/gideri	**28**	**420**	**38**	**(24)**	**(1)**	**(12)**	**(24)**
Net dönem kârı/zararı	**431**	**790**	**361**	**301**	**(173)**	**148**	**217**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

Parantez: Smartwings satın alımı

- **Pegasus, Orta ve Doğu Avrupa'nın önde gelen hava yolu gruplarından Smartwings ve Czech Airlines'ın %100 pay devrini 1 Ekim 2026 itibarıyla 142,3 mn € nakit işlem bedeliyle tamamlamıştır.** Çekya, Slovakya, Polonya ve Macaristan'da 4 ayrı işletme ruhsatına, 45 uçaklık filoya ve 20 ülkede 80 destinasyona sahip olan Smartwings, 2025 yılında yaklaşık 1.000 milyon € satış geliri ve %20'nin üzerinde FAVKÖK marjı (~200-220 mn €) üretmiştir. Şirket yönetiminin 3Ç26 telekonferansında paylaştığı uçak kiralamaları kaynaklı yaklaşık 1 milyar € net borç dikkate alındığında, işlemin toplam firma değeri yaklaşık 1,14 milyar € düzeyinde oluşmakta; bu da 2025 gerçekleşmeleri üzerinden 1,14x FD/Satışlar ve 5,2x-5,7x (orta nokta 5,4x) FD/FAVKÖK alım çarpanına işaret etmektedir.

Smartwings hangi çarpanla satın alındı?				
	2025 verileri (mn €)	İşlem firma değeri (mn €) *(Ödenen nakit satın alma bedeli + Devralınan net borç)*	Alım çarpanı	
Satış geliri	**1,000**	**1,142.3**	**1.14x**	**FD/Satışlar**
FAVKÖK (%20)	200	1,142.3	5.71x	FD/FAVKÖK
FAVKÖK (%21)	**210**	**1,142.3**	**5.44x**	**FD/FAVKÖK**
FAVKÖK (%22)	220	1,142.3	5.19x	FD/FAVKÖK

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Pegasus

- **Söz konusu 5,4x alım çarpanı, Avrupalı düşük maliyetli havayolu benzerlerinin 5,2x düzeyindeki 2027T FD/FAVÖK medyanıyla ve özellikle Orta ve Doğu Avrupa'daki doğrudan rakibi Wizz Air'in 6,4x çarpanıyla kıyaslandığında işlemin makul bir değerlemeyle tamamlandığına işaret etmektedir. Smartwings'in 4Ç26 itibarıyla konsolide edilecek detaylı finansalları ve 2027 bütçe beklentileri henüz paylaşılmadığından, iştiraki mevcut aşamada solo finansal modelimize dahil etmiyoruz.**
- Öte yandan Avrupalı benzer grup görünümünde, yılbaşından bu yana dolar bazında %21,2 gerileyen Pegasus'un son bir ayda %21,2 yükselişle benzerleri arasında en güçlü toparlanmayı kaydettiği; buna karşın Bloomberg konsensüs tahminlerine göre 2027T 4,7x FD/FAVÖK ve 5,3x F/K çarpanlarıyla Avrupa medyanına kıyasla sırasıyla %9,2 ve %65,7 iskontolu işlem görmeyi sürdürdüğü izlenmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	Hisse Performansı			
			1 Hafta	1 Ay	3 Ay	YBB
Ryanair	İrlanda	28,570	-0.2%	9.2%	4.9%	-15.0%
Easyjet	İngiltere	6,850	0.0%	1.3%	2.3%	34.9%
Wizz Air	Macaristan	1,563	2.0%	19.0%	2.6%	-9.8%
Norwegian Air	Norveç	1,412	-1.8%	18.6%	-2.0%	-24.8%
Pegasus	**Türkiye**	1,490	**-2.6%**	**21.2%**	**-1.5%**	**-21.2%**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2027T	2028T	2027T	2028T
Ryanair	İrlanda	7.0	7.3	15.4	17.6
Easyjet	İngiltere	4.1	3.1	25.9	13.1
Wizz Air	Macaristan	6.4	4.8	---	---
Norwegian Air	Norveç	2.4	2.0	10.5	6.2
Medyan		**5.2**	**3.9**	**15.4**	**13.1**
Pegasus	**Türkiye**	**4.7**	**4.2**	**5.3**	**2.9**
Prim/(İskonto)		**-9.2%**	**6.1%**	**-65.7%**	**-77.6%**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

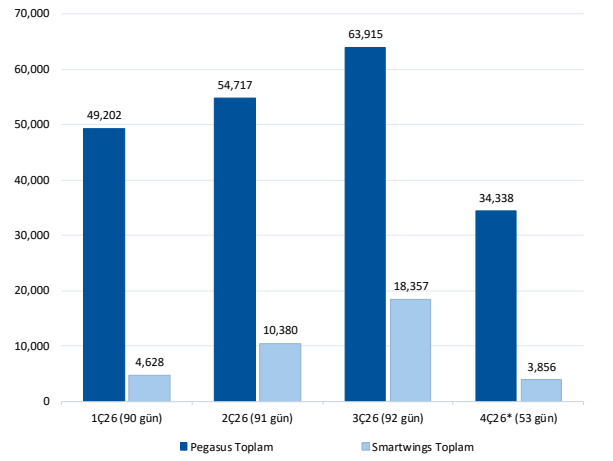
**Bloomberg Terminal'de yer alan Pegasus çarpanlarına yer verilmiştir.*

Parantez: Eurocontrol verileri ışığında Smartwings ölçeği

- **Eurocontrol'ün 1 Ocak-22 Kasım 2026 dönemini kapsayan 326 günlük uçuş verileri, Smartwings Group'un yıl genelinde solo Pegasus uçuş hacminin %18,4'üne karşılık gelen anlamlı bir ölçek sunduğunu, ancak, iki havayolunun mevsimsel dağılımının belirgin biçimde ayrıştığını ortaya koymaktadır.** Yılbaşından 22 Kasım tarihine kadar Pegasus toplam 202.172 uçuş ve günlük ortalama 620,2 uçuş gerçekleştirirken; Smartwings toplam 37.221 uçuş ve günlük ortalama 114,2 uçuş üretmiş; böylece birleşik grup trafiğinin %15,5'ini oluşturmuştur. Yıl boyu dengeli tarifeli ağ yapısıyla çalışan Pegasus'ta günlük ortalama uçuş sayısı birinci çeyrekteki 546,7 seviyesinden ikinci çeyrekte 601,3'e ve üçüncü çeyrekte 694,7'ye kademeli biçimde yükselirken, tatil trafiği ağırlıklı Smartwings'te günlük ortalama uçuşlar birinci çeyrekteki 51,4 düzeyinden ikinci çeyrekte 114,1'e, üçüncü çeyrekte ise 199,5'e sıçramaktadır. Bu doğrultuda **Smartwings'in Pegasus'a oranla operasyonel ölçeği kış sezonundaki %9,4 seviyesinden ikinci çeyrekte %19,0'a, yaz zirvesini oluşturan üçüncü çeyrekte ise %28,7'ye kadar genişlemekte; Smartwings yıllık uçuşlarının yaklaşık yarısını tek başına üçüncü çeyrekte, yüzde altmıştan fazlasını ise Haziran-Eylül döneminde gerçekleştirmektedir.**

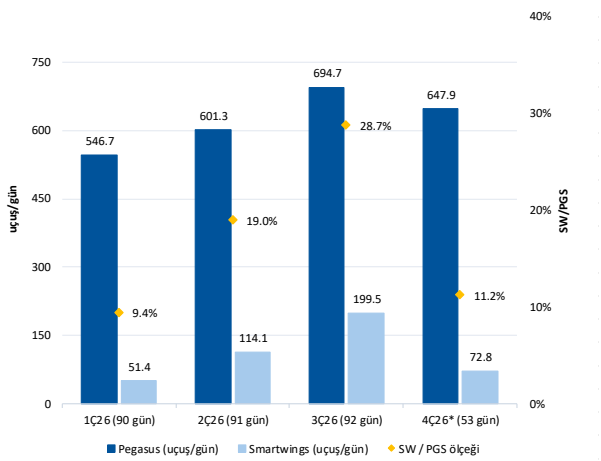
- **Smartwings'in 1 Ekim itibarıyla başlayan konsolidasyonu ise iştirakin en sakin mevsimsel dönemine denk geldiğinden, dördüncü çeyrek finansallarına kârlılık katkısının sınırlı kalmasını ve asıl ölçek etkisinin 2027 yaz sezonunda görülmesini bekliyoruz.** Ekim ayında günlük ortalama 94,9 uçuşla geçen yıla yakın seyreden Smartwings trafiği, kış tarifesine geçişle birlikte Kasım ayının ilk 22 gününde günlük 41,5 uçuşa gerileyerek yıllık %34,2 daralmış ve dördüncü çeyreğin ilk 53 gününde 3.856 uçuşla Pegasus hacminin %11,2'si düzeyinde kalmıştır. Smartwings'in 45 uçaklık filosuna karşın kış aylarında Avrupa hava sahasındaki uçuşlarının belirgin şekilde azalmasında, düşük sezonda kârsız frekansların kısılması ve atıl kapasitenin Eurocontrol bölgesi dışındaki pazarlara ekip ve bakımlı kiralama modeliyle yönlendirilmesi etkili olmaktadır. **Dolayısıyla satın alma işlemi dördüncü çeyrekte solo Pegasus bazına kıyasla toplam uçuş sayısında %17,3 oranında inorganik hacim artışı yaratsa da düşük sezon sabit giderleri nedeniyle dördüncü çeyrek konsolide FAVÖK katkısının nötr düzeyde kalacağını, Haziran-Eylül döneminde günde yaklaşık 200 uçuş bandına çıkan Smartwings'in konsolide ciro ve FAVÖK üzerindeki asıl güçlü katkısını ise 2027 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde sağlayacağını öngörüyoruz.**

Eurocontrol | Çeyreklik toplam uçuş sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Eurocontrol | Çeyreklik günlük ortalama uçuş ve Smartwings ölçeği



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Duyarlılık analizi

- Şirket'in, kısa ve orta vadeli operasyonel kârlılık görünümündeki iki temel belirleyici olan petrol fiyatları ile birim gelir büyümesindeki değişimlerin 2026T-2027T solo FAVÖK tahminlerimiz ve 12 aylık hedef fiyatımız üzerindeki etkisini inceledik:

→ **4Ç26 Brent petrol fiyatındaki her 5 $/varil değişim dördüncü çeyrek yakıt giderini 15,1 milyon € etkilerken (Şirket yönetiminin paylaştığı duyarlılık: ~10 milyon €), 4Ç26 RASK büyümesindeki her 1,5 puanlık değişim 2026T FAVÖK'te 12,8 milyon € fark yaratmaktadır**. Baz senaryomuzda 95,0 $/varil Brent petrol üzerinden hesapladığımız 399,4 milyon € dördüncü çeyrek yakıt gideri ve %4,3 RASK artışıyla 2026T solo FAVÖK 530,7 milyon € ve FAVÖK marjı %14,3 düzeyinde oluşmaktadır. Brent petrolün 85-90 $/varil bandına gerilediği veya 4Ç26 RASK artışının %5,8 ve üzerine çıktığı senaryolarda ise 2026T FAVÖK 543,5-560,9 milyon € aralığına, FAVÖK marjı da %14,7-%15,1 bandına yükselerek Şirket'in yaklaşık %15 düzeyindeki marj rehberliğine yakınsamaktadır.

4Ç26 Brent petrol × RASK Büyümesi | 2026T Solo FAVÖK (milyon €)

Brent ($/v) / RASK yıllık değişim	+1.3%	+2.8%	+4.3%	+5.8%	+7.3%	4Ç26 yakıt gideri (mn €)	2026T marj
85.0 $/v	535.4	548.1	560.9	573.6	586.4	369.2	15.1%
90.0 $/v	520.3	533.0	545.8	558.5	571.3	384.3	14.7%
95.0 $/v	505.2	517.9	**530.7**	543.5	556.2	399.4	**14.3%**
100.0 $/v	490.1	502.9	515.6	528.4	541.1	414.4	13.9%
105.0 $/v	475.0	487.8	500.5	513.3	526.0	429.5	13.5%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

→ **2027 tahmini yakıt tüketiminin %37'sinin hedge edildiği, ortalama crack çarpanının 11,8x olduğu kurgumuzda, yıllık ortalama Brent petrol fiyatındaki her 5 $/varil düşüş 2027T solo FAVÖK'e 56,1 milyon € ve FAVÖK marjına yaklaşık 1,4 puan katkı sağlamakta; RASK büyümesindeki her 1,5 puanlık iyileşme ise FAVÖK'ü 59,1 milyon € artırmaktadır.** Ortalama 85,0 $/varil Brent petrol ve %2,5 RASK büyümesi varsaydığımız baz senaryomuzda %21,6 marj ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanıyla 870 milyon € olarak öngördüğümüz 2027T solo FAVÖK; Brent petrolün 75-80 $/varil bandına gerilediği senaryoda baz RASK altında 926,4-982,5 milyon € ve %22,9-%24,3 marj aralığına yükselerek 4,5x–4,7x FD/FAVÖK çarpanına işaret etmektedir. Yukarı yönlü petrol ve zayıf birim gelir kombinasyonunda dahi yıllık solo FAVÖK 639,9 milyon € ile güçlü nakit üretim bölgesinde kalmaktadır.

2027 Brent petrol × RASK Büyümesi | 2027T Solo FAVÖK (milyon €)

Brent ($/v) / RASK yıllık değişim	-0.5%	+1.0%	+2.5%	+4.0%	+5.5%	Baz RASK ile 2027T marj	2027T FD/FAVÖK
75.0 $/v	864.3	923.4	982.5	1,041.6	1,100.6	24.3%	4.5x
80.0 $/v	808.2	867.3	926.4	985.5	1,044.5	22.9%	4.7x
85.0 $/v	752.1	811.2	**870.3**	929.4	988.4	**21.6%**	**5.0x**
90.0 $/v	696.0	755.1	814.2	873.3	932.3	20.2%	5.4x
95.0 $/v	639.9	699.0	758.1	817.2	876.2	18.8%	5.8x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

→ Baz senaryomuzda 260,0 TL olan hedef fiyatımız; petrolün 75-80 $/varil bandına gevşediği senaryoda baz RASK altında 266,1–272,2 TL (%76-%80 getiri), güçlü birim gelir (+%5,5 RASK) eşliğinde ise 285,0 TL (%89 getiri) seviyesine yükselmektedir. **Daha da önemlisi, jeopolitik risklerin uzayarak Brent petrolün 2027 genelinde 95,0 $/varil düzeyinde katılaştığı ve birim gelirlerin yıllık %0,5 daraldığı olumsuz stres senaryosunda dahi 12-aylık hedef fiyatımız 235,0 TL seviyesinde oluşmakta ve mevcut hisse fiyatına göre hâlâ %56 getiri potansiyeli sunmaktadır.**

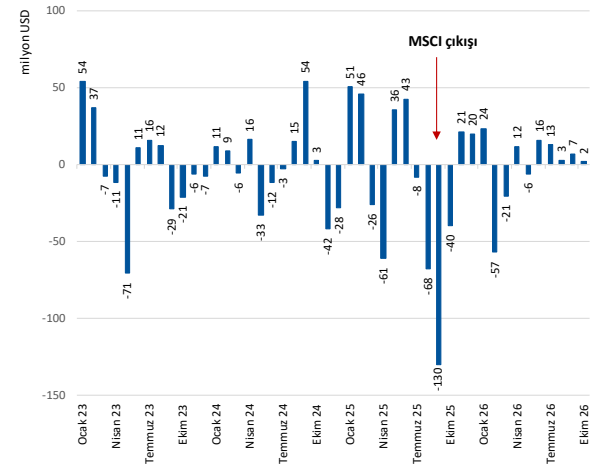
2027 Brent petrol × RASK Büyümesi | 12A-Hedef fiyat (TL)					
Brent ($/v) / RASK yıllık değişim	**-0.5%**	**+1.0%**	**+2.5%**	**+4.0%**	**+5.5%**
75.0 $/v	259.3	265.7	272.2	278.6	285.0
80.0 $/v	253.2	259.7	266.1	272.5	278.9
85.0 $/v	247.2	253.6	**260.0**	266.4	272.8
90.0 $/v	241.1	247.5	253.9	260.3	266.7
95.0 $/v	235.0	241.4	247.8	254.2	260.6

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

MSCI çıkışı, yabancı işlemleri ve pay geri alım programı

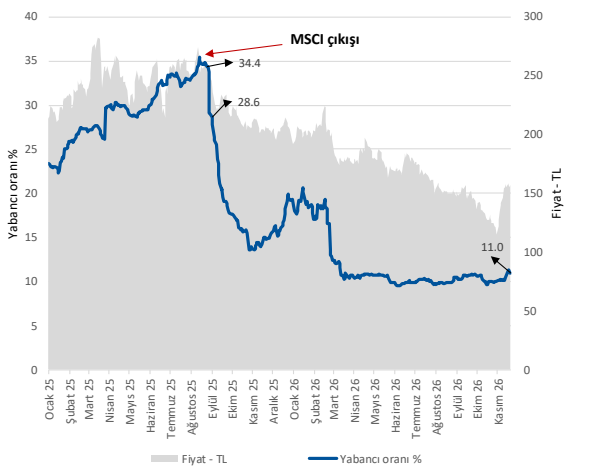
- **Borsa İstanbul (BIST) aylık verilerine göre Ağustos 2025'teki MSCI endeks çıkışıyla hızlanan yabancı satış baskısı büyük ölçüde sindirilmiş olup, son beş aydır kesintisiz yabancı girişi ve takas payında dengelenme-taban oluşumu hissiyatı izlenmektedir.** Ağustos 2025'teki MSCI çıkışıyla tetiklenen Ağustos-Ekim 2025 dönemindeki toplam 238 milyon dolarlık sert yabancı satışının ardından, Şubat-Mart 2026'da jeopolitik gelişmelerle 77 milyon dolarlık ek çıkış yaşanmıştır. Buna karşın Haziran-Ekim 2026 döneminde üst üste beş ay boyunca kaydedilen toplam 40 milyon dolarlık alımla birlikte, Ekim 2026 itibarıyla son 12 aylık kümülatif net yabancı işlemi 33 milyon dolar seviyesinde dengelenmiştir. Benzer şekilde Ağustos 2025'te %34,3 ile zirve yapan yabancı takas oranı da endeks çıkışı ve Mart 2026 satış dalgası sonrasında Nisan 2026'dan bu yana %10-11 bandında yataylaşarak Kasım 2026 itibarıyla %11 seviyesinde taban oluşumu hissiyatına işaret etmektedir.

PGSUS | Net yabancı işlemleri, aylık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST

PGSUS | Yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks

- **Pegasus, tarihinde ilk kez, faaliyet öngörüsü ile piyasa fiyatlaması arasında oluşabilecek geçici ve belirgin uyumsuzluklara karşı ek bir tedbir olarak 24 ay süreli Pay Geri Alım Programı başlattığını açıkladı.** 16.11.2026 tarihli Yönetim Kurulu kararı kapsamında toplam 3 milyar TL fon ayrılan programda, sermayenin %3'ü üst sınırıyla azami 15.000.000 TL nominal değerli payın geri alınması hedeflenirken; alımların Şirket'in filo yatırımları, kârlı büyüme ve güçlü bilanço öncelikleri gözetilerek yürütüleceği belirtildi. Pegasus'un pay geri alım kararını, yönetimin orta vadeli operasyonel görünüme duyduğu güveni yansıtması ve piyasa fiyatlaması ile temel göstergeler arasındaki uyumsuzluğu sınırlamaya yönelik güçlü bir sinyal etkisi taşıması bakımından olumlu değerlendiriyoruz.

Çeyreksel görünüm | operasyonel veriler

Operasyonel veriler							
Yolcu sayısı	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
Tarifeli iç hat	4,338,848	4,095,477	3,809,086	4,415,093	4,748,782	8%	9%
Tarifeli dış hat	7,711,321	7,161,179	6,020,707	6,024,899	8,134,691	35%	5%
Charter	179,712	60,556	4,284	99,908	167,798	68%	-7%
Toplam	**12,229,881**	**11,317,212**	**9,834,077**	**10,539,900**	**13,051,271**	**24%**	**7%**

Doluluk oranı	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
Tarifeli iç hat	94.2%	92.6%	90.3%	85.1%	93.5%	8.3 puan	-0.7 puan
Tarifeli dış hat	86.4%	86.2%	83.9%	81.3%	85.3%	4 puan	-1.2 puan
Toplam	**89.2%**	**88.5%**	**86.3%**	**83.0%**	**88.2%**	**5.3 puan**	**-1 puan**

AKK (milyon)	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
Tarifeli iç hat	3,525	3,434	3,279	4,060	3,932	-3%	12%
Tarifeli dış hat	18,283	16,636	14,256	14,982	19,324	29%	6%
Charter	363	122	9	214	347	62%	-4%
Toplam	**22,170**	**20,192**	**17,545**	**19,255**	**23,603**	**23%**	**6%**

Gelir (mn EUR)	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
Tarifeli uçuşlar	723	472	350	536	861	60%	19%
İç hat tarifeli uçuşlar	152	93	93	145	175	21%	15%
Dış hat tarifeli uçuşlar	570	378	256	392	686	75%	20%
Yan gelirler	363	332	287	311	429	38%	18%
Charter	16	6	0	13	20	59%	25%
Diğer gelirler	1	5	5	5	4	-15%	248%
Toplam gelir	**1,103**	**814**	**642**	**865**	**1,314**	**52%**	**19%**

Birim gelirler (EUR cent)	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
Tarifeli uçuşlar	3.31	2.35	1.99	2.82	3.70	31%	12%
İç hat tarifeli uçuşlar	4.32	2.72	2.85	3.56	4.45	25%	3%
Dış hat tarifeli uçuşlar	3.12	2.27	1.80	2.62	3.55	36%	14%
Yan gelirler	1.64	1.64	1.64	1.62	1.82	13%	11%
Charter	4.40	4.79	4.71	5.89	5.77	-2%	31%
RASK	**4.97**	**4.03**	**3.66**	**4.49**	**5.57**	**24%**	**12%**

Maliyetler (mn EUR)	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
Jet yakıtı giderleri	252	244	211	340	407	20%	61%
Personel giderleri	161	160	163	170	189	11%	17%
Toplam giderler	824	788	750	899	1,028	14%	25%
CASK	**3.72**	**3.90**	**4.28**	**4.67**	**4.35**	**-7%**	**17%**
Yakıt-hariç CASK	**2.58**	**2.69**	**3.08**	**2.90**	**2.63**	**-9%**	**2%**

	3Ç25	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreksel değişim**	**Yıllık değişim**
FVÖK	279	26	-108	-34	286	a.d.	3%
FAVÖK	395	148	3	80	404	407%	2%
FAVÖK marjı	**35.9%**	**18.1%**	**0.5%**	**9.2%**	**30.7%**	**21.5 puan**	**-5.2 puan**

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

Çeyreksel görünüm | gelir tablosu

Gelir tablosu

(mn EUR)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	Çeyreksel değişim	Yıllık değişim
Satış gelirleri	1,103	814	642	865	1,314	52%	19%
Satışların maliyeti (-)	(776)	(740)	(704)	(847)	(973)	15%	25%
Brüt kar/zarar	**327**	**74**	**(62)**	**18**	**341**	1792%	4%
Genel yönetim giderleri (-)	(29)	(31)	(31)	(32)	(32)	0%	13%
Pazarlama giderleri (-)	(20)	(17)	(16)	(20)	(23)	13%	15%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	(0)	0	17	6	6	0%	a.d.
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(15)	(0)	(2)	(6)	(3)	-49%	-81%
Esas faaliyet karı/zararı	**264**	**25**	**(93)**	**(34)**	**289**	a.d.	10%
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	14	3	7	8	7	-9%	-50%
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(0)	2	(1)	(0)	(0)	57%	a.d.
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlar	1	1	1	1	1	27%	12%
Finansman gideri öncesi faaliyet kar/zararı	**279**	**31**	**(86)**	**(26)**	**297**	a.d.	7%
Finansman gelirleri	26	13	16	11	14	31%	-45%
Finansman giderleri (-)	(62)	(63)	(96)	(81)	(94)	16%	52%
Vergi öncesi kar/zarar	**243**	**(19)**	**(166)**	**(96)**	**218**	a.d.	-10%
Vergi geliri/gideri	**(16)**	**34**	**13**	**4**	**(13)**	a.d.	-19%
Net dönem kârı/zararı	**227**	**15**	**(153)**	**(92)**	**205**	a.d.	-10%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

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 genel nitelikte 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 dayanılarak 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 şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENIZ INVEST 2026

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerleme 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 takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerleme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirmede bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.