Pegasus Hava Yolları <PGSUS> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Esas faaliyet karı %30,3 arttı, finansman net karı sınırladı

Pegasus'un 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %37,7 artarak 72,16 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar %22,1, FAVÖK %21,2, esas faaliyet karı %30,3 artarken ana ortaklık net karı %4,1 artışla 11,27 milyar TL'ye ulaştı. Net kar artışı faaliyet kaynaklı olsa da net finansman giderindeki artış esas faaliyet karı artışının %82,1'ini geri aldı. Ortalama avro kuru %15,6 yükselirken fonksiyonel para birimi avroda hasılat %19,1, esas faaliyet karı %9,8 arttı, net kar %9,8 azaldı. Net satışlar 7 kurumun medyan beklentisinin %5,5, net kar %23,7 üzerinde gerçekleşti. Sonuçlar, ciro, FAVÖK ve esas faaliyet karındaki artışa karşın yakıt maliyetinin marjları daralttığına, finansman giderlerinin de net kar artışını sınırladığına işaret ediyor.

Yakıt maliyeti marjları daralttı

FAVÖK marjı 3Ç25'e göre 4,2 puan gerileyerek %30,71'e, brüt kar marjı 3,3 puan gerileyerek %25,95'e, esas faaliyet kar marjı 1,3 puan gerileyerek %22,00'ye indi. Jet yakıtı fiyatlarının yaklaşık %85 arttığı dönemde 2026 yakıt ihtiyacının %67'sini riskten koruyan şirkette AKK başına yakıt maliyeti %51 arttı. Yakıt giderinin satışların maliyetindeki payı %32,4'ten %41,8'e çıktı. Faaliyet giderleri %38,2 artışla satışlarla benzer hızda arttı ve satışlara oranı %4,2 düzeyinde kaldı. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net etkisi ağırlıkla kur farkıyla 954 milyon TL'lik giderden 179 milyon TL'lik gelire döndü ve esas faaliyet karı brüt kardan hızlı arttı.

Misafir sayısı %7, birim gelir %12 arttı

Misafir sayısı 3Ç25'e göre %7 artışla 13,1 milyona, arz edilen koltuk kilometre (AKK) %6 artışla 23,6 milyara ulaştı. Türkiye'de toplam hava yolu yolcu trafiği %3 artarken Orta Doğu trafiğinin kademeli normalleşmesiyle bölgeye yönelik kapasite %8 arttı. Artan yakıt maliyetine karşı bilet fiyatlarının yükseltilmesiyle AKK başına gelir (RASK) %12 artarak 5,57 avro sente çıktı ve doluluk oranı 1,0 puan gerileyerek %88,2 oldu. Misafir başına yan gelir %11 artışla 32,9 avro ile tarihi yüksek seviyeye ulaştı. AKK başına gider (CASK) %17, yakıt hariç birim gider %2 arttı.

Kur farkı ve faiz giderleri net karı sınırladı

Net finansman gideri 3Ç25'teki 1,30 milyar TL'den 4,33 milyar TL'ye yükseldi. Bu artışın %54,5'i finansmandaki kur farkının 910 milyon TL'lik gelirden 739 milyon TL'lik gidere dönmesinden kaynaklandı. Banka kredisi faiz gideri 185 milyon TL'den 689 milyon TL'ye çıktı. Yatırım faaliyetlerinden net gelir Eurobond faiz gelirinin 595 milyon TL'den 321 milyon TL'ye inmesiyle 703 milyon TL'den 360 milyon TL'ye geriledi. Dokuz aylık dönemde ise ilk yarının zararlarıyla 1,28 milyar TL ana ortaklık net zararı oluştu.

Net borç geriledi, nakit devralma kredisini de içeriyor

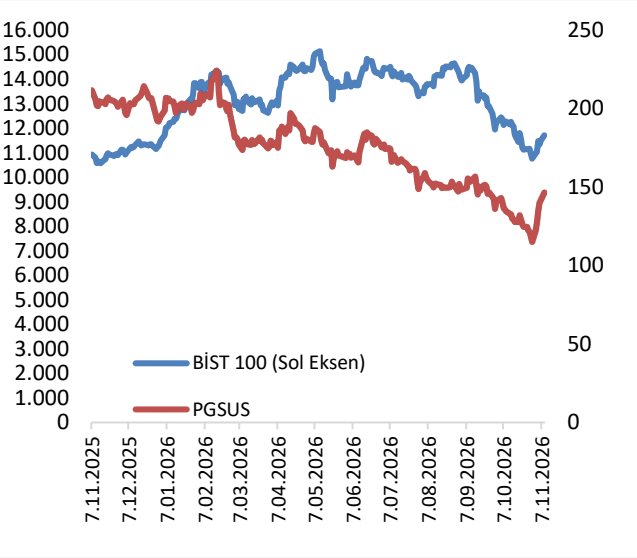
Haziran sonuna göre nakit %45,0 artarak 87,33 milyar TL'ye yükselirken net borç %1,5 azalarak 182,39 milyar TL'ye indi. Banka kredisi ve tahviller %32,6, kiralama borçları %4,3 artarken net borcun son 12 ay FAVÖK'e oranı 6,28'den 5,47'ye geriledi. Eylül sonu nakit ve banka borcu, dönem sonrasında %100'ü devralınan ve 4Ç26'dan itibaren konsolidasyona girecek Smartwings Grubu için çekilen 131 milyon avroluk krediyi de içeriyor. Dokuz ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı 9A25'e göre %19,5 artışla 36,25 milyar TL oldu, kira ödemeleri ve net yatırım harcaması sonrasında 16,95 milyar TL kaldı.

POZİTİF

Kapanış, TL (09.11.2026)	146,50 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	500.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	226.866
Halka Açıklık Oranı	45,37
Piyasa Çarpanları	
F/K	a.d.
PD/DD	0,56
FD/FAVÖK	7,66

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	72.158.072	52.392.025	37,7
Brüt satış karı	18.723.486	15.331.071	22,1
Faaliyet Giderleri	3.025.002	2.188.189	38,2
Finansal Gelir/Gider	-4.330.823	-1.302.319	a.d.
Esas Faaliyet Karı	15.877.405	12.188.496	30,3
FAVÖK	22.156.598	18.274.674	21,2
Ana Ortaklık Net Kar	11.272.632	10.828.831	4,1

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	25,95	29,26	-3,3
Esas Faa.Kar Marjı (%)	22,00	23,26	-1,3
FAVÖK Marjı (%)	30,71	34,88	-4,2
Net Kar Marjı (%)	15,62	20,67	-5,0



Yaz sezonunda talep ve fiyatlama güçlendi, yakıt maliyeti belirleyici oldu. Şirket 2026 için yazılı sayısal beklenti yayımlamıyor. 3Ç25 sunumunda 2025 için yer verdiği beklenti sayfasına 2026 çeyrek sunumlarında yer vermedi. Aşağıdaki operasyonel göstergeler, misafir sayısı ve birim gelirdeki artışın üçüncü çeyrekte dokuz aylık eğilimin üzerine çıktığını, yakıt hariç birim gider artışının ise yavaşladığını gösteriyor.

Operasyonel Göstergeler

	3Ç25	3Ç26	Değ.	9A25	9A26	Değ.
Misafir (milyon)	12,2	13,1	+%7	31,9	33,4	+%5
AKK (milyar)	22,2	23,6	+%6	58,1	60,4	+%4
Doluluk (%)	89,2	88,2	-1,0 puan	87,4	86,0	-1,4 puan
RASK (avro sent)	4,97	5,57	+%12	4,47	4,67	+%4
CASK (avro sent)	3,72	4,35	+%17	3,83	4,43	+%16
Yakıt hariç CASK (avro sent)	2,58	2,63	+%2	2,69	2,85	+%6
Yan gelir / misafir (avro)	29,7	32,9	+%11	-	-	-

2027'de yakıt koruması %35'e iniyor

Dokuz ayda misafir sayısı 9A25'e göre %5, AKK %4 artarken doluluk oranı 1,4 puan gerileyerek %86,0 oldu. Aynı dönemde RASK %4, CASK %16 arttı ve ilk yarıdaki Orta Doğu hava sahası kısıtlamaları ile yakıt maliyeti dokuz aylık karlılığı zayıflattı. Şirket 2027 jet yakıtı kullanımının %35'ini riskten korudu. Yakıt fiyatlarının yüksek kalması halinde korumanın 2026'daki %67'den inmesi maliyet tarafında risk oluşturabilir. Satılmış ancak henüz uçulmamış biletleri yansıtan müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler Haziran sonundaki 24,14 milyar TL'den Eylül sonunda 19,95 milyar TL'ye indi. Bu gerileme, sezon sonuyla birlikte 4Ç26'da işletme nakdinin mevsimsel olarak zayıflayabileceğine işaret ediyor. Banka kredisi ve tahvil stokunun Haziran sonuna göre %32,6 artması da faiz giderindeki baskının sürebileceğini gösteriyor.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını pozitif değerlendiriyoruz. 3Ç25'e göre net satışların %37,7, FAVÖK'ün %21,2, esas faaliyet karının %30,3 artması ve net satışlar ile net karın piyasa beklentisini aşması olumlu bir tablo ortaya koyuyor. Misafir sayısındaki %7'lik artış, birim gelirdeki %12'lik yükseliş, tarihi yüksek seviyedeki yan gelir ve yakıt hariç birim giderin %2 ile sınırlı artması da bu görünümü destekliyor. Buna karşılık yakıt maliyetiyle FAVÖK marjının 4,2 puan daralması ve net finansman giderindeki artışın esas faaliyet karı artışının %82,1'ini geri alması olumlu görünümü sınırlıyor. Yakıt fiyatlarının yüksek seyretmesi, 2027'de riskten korunma oranının %35'e inmesi ve artan borçlanmanın finansman giderlerini yükseltmesi yönü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor. Birim gelir ile birim gider arasındaki fark, yakıt fiyatı ve korunma oranı, finansman giderleri ve borçluluk temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr