

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.

Kapsamlı Finansal Araştırma Raporu

Son bilanço tarihi: 30 Haziran 2026

Finansal sonuçların açıklanma tarihi: 12 Ağustos 2026

Raporlama para birimi: Aksi belirtilmedikçe Avro

Pegasus'un fonksiyonel para birimi Avro, finansal tablolarının sunum para birimi Türk lirasıdır. Şirketin bütçesi ve yönetim raporları da Avro üzerinden hazırlandığından faaliyet performansı, borçluluk ve dönemler arası karşılaştırmalar esas olarak Avro üzerinden değerlendirilmiştir. Türk lirası büyümesi, kur çevrimi nedeniyle ekonomik büyümeyi olduğundan yüksek gösterebilmektedir. 2025 finansal tabloları bağımsız denetimden olumlu görüşle geçmiş, 30 Haziran 2026 ara dönem finansalları üzerinde yapılan sınırlı incelemede Türkiye Muhasebe Standardı 34'e aykırılığa işaret eden bir husus tespit edilmemiştir.

Ana değerlendirme

30 Haziran 2026 itibarıyla Pegasus'un temel finansal sorunu likidite değil, kazanç kapasitesidir. Şirket yolcu taşımaya, ağını ve filosunu büyümeye ve yüksek yan gelir üretmeye devam etmektedir. İlk yarıda misafir sayısı %3,4 artarak 20,37 milyona ulaşmış; filo 121 uçaktan 131 uçağa, toplam koltuk kapasitesi %9 yükselmiştir. Buna karşılık arz edilen koltuk kilometre — ASK — yalnızca %2,3 artmış, doluluk 1,7 puan ve günlük uçak kullanımı %3,8 gerilemiştir. Avro hasılat %0,6 artarken niteliklerine göre toplam giderler %17,7 yükselmiş; şirket €180,4 milyon brüt kârdan €43,8 milyon brüt zarara geçmiştir.

Favök — faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr — €294,7 milyondan €82,5 milyona, Favök marjı %19,7'den %5,5'e gerilemiştir. Ana ortaklık sonucu da €59,8 milyon kârdan €244,7 milyon zarara dönmüştür. Son on iki ayda hasılat €3,42 milyar ile korunmasına rağmen Favök yaklaşık €613 milyona, Favök marjı %17,9'a ve ana ortaklık sonucu €3,3 milyon zarara gerilemiştir.

Bozulmanın merkezi birim ekonomidir. ASK başına gelir olan RASK, 2026 ilk yarıda 4,09 Avro sent; toplam ASK başına gider olan CASK ise 4,48 Avro senttir. Böylece 2025 ilk yarıdaki 0,27 sent pozitif RASK–CASK farkı, 0,39 sent negatife dönmüştür. Bu farkın finansal tablolardaki karşılığı doğrudandır: hasılat ile niteliklerine göre toplam giderler arasındaki sonuç 2025 ilk yarıda €96,1 milyon kârken 2026 ilk yarıda €142,6 milyon zarardır. Başka bir ifadeyle, şirketin uçuş ve merkez giderlerini kapsayan faaliyet ekonomisi finansman, kur ve vergi kalemlerinden önce negatife geçmiştir.

İlk yarı sonucu tek bir nedene indirgenemez. İlk çeyrekte kapasite ve uçak kullanımı büyümüş, fakat bilet geliri aynı hızda artmamıştır. İkinci çeyrekte ise dış hat üretimi daralmış, uçuş karması daha kısa iç hat seferlerine kaymış ve özellikle yakıt maliyeti sıçramıştır. Bu nedenle 2026'daki zayıflık ne bütünüyle talep sorunu ne de bütünüyle geçici yakıt şokudur. **Geçici jeopolitik ve yakıt etkileri, birkaç yıldır yükselen yakıt dışı maliyet tabanının üzerine gelmiştir.**

Bilanço yakın vadeli bir ödeme krizi göstermemektedir. Nakit ve finansal yatırımlar toplamı €1,55 milyardır; nakit ile kısa vadeli finansal yatırımlar, €1,06 milyarlık kısa vadeli finansal borcun yaklaşık 1,25 katıdır. Buna karşılık basit net borç €3,26 milyara yükselmiş, son on iki aylık Favök'teki düşüş nedeniyle net borç/Favök yaklaşık 3,7 kattan 5,3 kata çıkmıştır. İşletme nakit akışı da ilk yarıda kira anaparası ile faiz ve komisyon ödemelerinin yalnızca %59'unu karşılayabilmiştir. Dolayısıyla likidite tamponu vardır; fakat faaliyetler mevcut filo-finance yükünü yeniden finanse etmeksizin taşıyacak nakit fazlasını üretmemektedir.

Pegasus açısından belirleyici soru artık yalnız yolcu büyümesi değildir. Ekonomik toparlanma için dış hat kapasitesinin ve ortalama uçuş mesafesinin normalleşmesi, doluluk ve RASK korunurken toplam CASK'ın düşürülmesi, bunun da kira ve faiz ödemeleri sonrasında nakit fazlasına dönüşmesi gerekir.

Finansal eğilimin özeti

Avro bazında	2024	2025	Haziran 2026 son 12 ay
Hasılat, € milyon	3.126,0	3.414,4	3.423,4
ASK, milyar	66,8	78,3	79,1
RASK, Avro sent	4,68	4,36	4,33
Toplam CASK, Avro sent	3,86	3,85	4,12
RASK–CASK farkı, Avro sent	0,82	0,51	0,20
Favök, € milyon	886,8	825,6	613,4
Favök marjı	%28,4	%24,2	%17,9
Ana ortaklık kârı/(zararı), € milyon	361,5	301,2	-3,3

Favök; brüt kârdan genel yönetim ve pazarlama giderleri düşülüp amortisman ve itfa eklenerek hesaplanmıştır. Aynı bir araştırma ve geliştirme gideri satırı açıklanmamıştır. Şirket tarafından açıklanan Favök, kısa vadeli uçak kiralama giderlerinin %55'ini de eklemektedir. Bu tanımla şirket tarafından açıklanan Favök 2024'te €888 milyon, 2025'te €840 milyon ve 2025 marjı %24,6'dır. 2025'te iki ölçü arasındaki yaklaşık €14 milyonluk fark eğilimi değiştirmemektedir. Son on iki ay verileri 2025 tam yıldan 2025 ilk yarının çıkarılıp 2026 ilk yarının eklenmesiyle hesaplanmıştır.

Tablonun taşıdığı hüküm nettir: Pegasus'un gelir ölçeği ve ürettiği kapasite son on iki ayda esasen korunmuş, fakat RASK–CASK farkı 2024'e göre dörtte birine gerilemiştir. Bu nedenle son on iki ay Favök'ü 2024'ün yaklaşık %31, 2025'in %26 altındadır. Kazanç kaybı, gelir kaybindan değil, her ASK üzerinde kalan ekonomik marjın daralmasından kaynaklanmıştır.

İş modelinin ekonomik mantığı

Pegasus, İstanbul Sabiha Gökçen merkezli, kısa ve orta mesafeli, yüksek frekanslı, noktadan noktaya ve aktarmalı uçuşları birlikte yürüten düşük maliyetli bir ağ taşıyıcısıdır. Ankara, Adana, Antalya ve İzmir de bağlantı merkezleri olarak kullanılmaktadır. Şirket yolcu taşıma hizmetine ek olarak fazla bagaj, koltuk seçimi, havaalanında check-in, iptal ve hizmet ücretleri ile uçak içi satışlardan gelir elde etmektedir. Kargo, charter ve eğitim faaliyetleri toplam gelir içinde daha küçük yer tutar.

Modelin ekonomik sonucu üç değişkenin birleşimidir:

Üretilen ASK × RASK–CASK farkı.

Bu ilişki nedeniyle yolcu sayısındaki büyüme tek başına değer yaratmaz. Kapasite düşük fiyatlarla doldurulursa, uçuş mesafesi kısalsın, uçak kullanımı düşerse veya maliyetler kapasiteden hızlı artarsa yolcu sayısı yükselirken kâr azalabilir. Pegasus'un Haziran 2026 son on iki aylık yaklaşık 79,1 milyar ASK ölçeğinde RASK–CASK farkındaki her 0,10 Avro sentlik değişim, diğer koşullar sabitken yıllık faaliyet sonucunu yaklaşık €79 milyon etkiler. İlk yarı ölçeğinde aynı değişimin karşılığı yaklaşık €37 milyondur.

Yan gelir modeli şirketin en güçlü ekonomik özelliklerinden biridir. 2026 ilk yarıda dış hat bilet gelirleri hasılatın %43'ünü, iç hat bilet gelirleri %16'sını, tarifeli hizmet ve yan gelirler yaklaşık %40'ını oluşturmuştur. Charter ve diğer gelirlerin toplam payı %2'nin altındadır. Böylece şirket, yolcudan yalnız koltuk satışı sırasında değil, rezervasyon, bagaj, koltuk seçimi, değişiklik ve uçuş sırasındaki hizmetlerde de gelir yaratmaktadır.

Bununla birlikte yan gelirlerin yüksek payı, 2026 ilk yarıda yeni bir gelir ivmesi anlamına gelmemektedir. Yolcu başına yan gelir €29,41'den €29,37'ye gelerek yatay kalmıştır. Yan gelirin toplam hasılat içindeki payının %39'dan yaklaşık %40'a yükselmesinin temel nedeni, yolcu başına monetizasyonun artması değil, özellikle dış hat bilet gelirinin zayıflamasıdır.

Pegasus tek raporlanabilir bölüm olarak yönetilmektedir. Yönetim kaynakları tüm uçuş ağı ve filo seviyesinde tahsis etmekte, tek tek hatların kârlılığını açıklamamaktadır. Bu nedenle iç ve dış hat trafik ve gelir karması üzerinden ekonomik çıkarım yapılabilir; ancak belirli bir destinasyonun veya coğrafyanın toplam kâra katkısı mevcut kaynaklarla ölçülemez.

2025'te başlayan bozulmanın niteliği

2025'te toplam misafir sayısı %15 artarak 43,3 milyona, ASK %17 artarak 78,3 milyara ulaşmış; doluluk %87,7 ile korunmuştur. Avro hasılat %9 artmasına karşın giderler %17 yükselmiştir. RASK %7 gerilemiş, toplam CASK yatay kalmış, yakıt hariç CASK %5 artmıştır. Şirket tarafından açıklanan Favök %5 düşerek €840 milyona, marj %28,4'ten %24,6'ya gerilemiştir.

Yılın iki yarısı aynı ekonomik tabloyu taşımamıştır. 2025 ilk yarıda ASK yaklaşık %16 ve Avro hasılat %17 büyümüş; RASK hafif yükselmiştir. Favök €267,6 milyondan €294,7 milyona çıkmış, fakat yakıt dışı maliyetlerin artması nedeniyle marj %20,9'dan %19,7'ye gerilemiştir. Buna karşılık ikinci yarıda kapasite yaklaşık %19 büyürken gelir yalnızca %4 artmış; hesaplanan RASK yaklaşık 5,16 Avro sentten 4,53 Avro sente, yaklaşık %12 düşmüştür. İkinci yarı Favök'ü de yaklaşık €619 milyondan €531 milyona gerilemiştir. Şirket, özellikle ikinci yarıda talebi desteklemek amacıyla alınan ticari aksiyonların ortalama bilet fiyatlarını baskıladığını açıklamıştır.

Dolayısıyla 2026'daki zayıflığın başlangıcı yalnızca 28 Şubat 2026 sonrasında oluşan Orta Doğu hava sahası kısıtlamaları değildir. Birim gelir baskısı 2025'in ikinci yarısında zaten görünür hale gelmiştir.

Yakıt dışı maliyet eğilimi daha uzun sürelidir. Şirket tarafından açıklanan yıllık yakıt hariç CASK 2019'daki 2,06 Avro sentten 2022'de 2,18'e, 2023'te 2,26'ya, 2024'te 2,55'e ve 2025'te 2,68'e yükselmiştir. Aynı dönemde şirket tarafından açıklanan Favök marjı 2019'daki %33,3'ten 2025'te %24,6'ya gerilemiştir. Genç filo ve daha yüksek koltuk kapasitesi yakıt tüketim verimliliği sağlasa da bu avantaj, personel, yer hizmetleri, amortisman ve diğer giderlerdeki artışı grup düzeyinde tam olarak dengeleyememiştir.

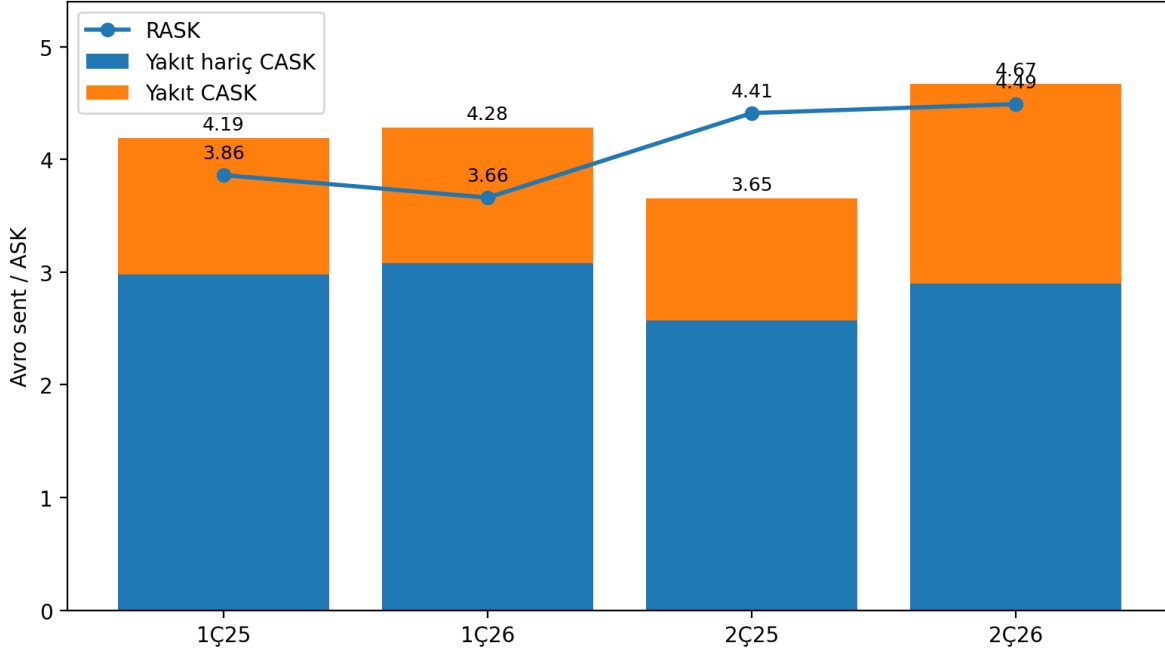
2026 ilk yarı: birim ekonomide kırılma

Dönem	RASK, €c	Toplam CASK, €c	Yakıt hariç CASK, €c	RASK-CASK, €c	Favök, € milyon	Favök marjı
2025 1Ç	3,86	4,20	2,98	-0,34	42,5	%6,8
2026 1Ç	3,66	4,28	3,08	-0,62	2,8	%0,4
2025 2Ç	4,41	3,65	2,57	0,76	252,3	%28,8
2026 2Ç	4,49	4,67	2,90	-0,18	79,7	%9,2
2025 ilk yarı	4,16	3,90	2,75	0,27	294,7	%19,7
2026 ilk yarı	4,09	4,48	2,99	-0,39	82,5	%5,5

İkinci çeyrek rakamları, altı aylık finansal ve operasyonel tutarlardan ilk çeyrek verilerinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. Uniteler yayımlanan ASK ve Avro finansal tablolara dayanır.

Grafik 1. Birim ekonomi: RASK ile toplam CASK

Birim ekonomi: RASK ile toplam CASK



Kaynak: Şirket faaliyet raporları ve finansal tablolarından hesaplanmıştır.

İlk çeyrekte sorun kapasite üretimi değil, gelir yoğunluğu

2026'nın ilk çeyreğinde misafir sayısı %9, ASK %8,9, konma sayısı %8,8 artmış; doluluk %86,3'e ve günlük uçak kullanımı 12,3 saate yükselmiştir. Uçakların kullanılamaması veya genel trafik daralması ilk çeyreğin temel açıklaması değildir. Buna karşılık Avro hasılat yalnızca %3,3 artmış, RASK %5,2 gerilemiştir.

Dış hat misafir sayısı %6 artmasına rağmen dış hat bilet geliri %4 azalmış; iç hat misafiri %15 artarken iç hat bilet geliri %10 yükselmiştir. Hesaplanan toplam tarifeli bilet geliri yolcu başına yaklaşık €39,1'den €35,6'ya, %9 gerilemiştir. Yolcu başına yan gelir ise yaklaşık €29,1'den €29,2'ye çıkarak yatay kalmıştır. İlk çeyreğin ekonomik sorunu, daha fazla yolcu ve kapasitenin aynı oranda bilet gelirine dönüşmemesidir.

Yakıt CASK'ı ilk çeyrekte esasen yatayken yakıt hariç CASK 2,98'den 3,08 Avro sente çıkmıştır. RASK düşüşü ve yakıt dışı maliyet artışı birlikte Favök'ü €42,5 milyondan €2,8 milyona indirmiştir. İlk çeyrek mevsimsel olarak zayıf olsa da 2025'in aynı dönemine göre ekonomik tamponun neredeyse bütünüyle ortadan kalkması yalnızca mevsimsellikte açıklanamaz.

İkinci çeyrekte sorun ağ karması ve maliyet şokuna dönüştü

İkinci çeyrekte misafir sayısı yaklaşık %1,4 ve ASK %3 gerilerken, koltuk sayısı %2,7 ve konma sayısı %2 artmıştır. Doluluk yaklaşık 3,5 puan düşerek %83 civarına gerilemiştir. Üretilen ASK'nin koltuk sayısından daha zayıf seyretmesi, ortalama uçuş mesafesinin yaklaşık %5,6 kısaldığını göstermektedir.

Bu değişimin coğrafi kaynağı açıktır. İkinci çeyrekte iç hat ASK'si yaklaşık %28 artarken dış hat ASK'si %9 gerilemiştir. İç hat konma sayısı yaklaşık %25 artmış, dış hat konma sayısı yaklaşık %9 düşmüştür. Şirket daha fazla kısa iç hat seferi üretirken uzun mesafeli dış hat kapasitesini azaltmıştır.

Kısa uçuşlarda konma, yer hizmetleri, yolcu işlemleri, bakım çevrimleri ve personel giderleri daha az kilometre üzerine yayıldığından CASK mekanik olarak yükselir. Buna rağmen RASK ikinci çeyrekte %1,8 artmış ve hesaplanan tarifeli bilet geliri yolcu başına yatay kalmıştır. Bu veriler, ikinci çeyrekte temel problemin genel fiyat kırma veya yolcu başına bilet geliri çöküşü olmadığını; dış hat hacmi, düşük doluluk, daha kısa uçuş karması ve maliyet artışı olduğunu göstermektedir.

İkinci çeyrek brüt kârı €194,5 milyondan €18,0 milyona gerilemiştir. €176,5 milyonluk bozulmanın yalnızca yaklaşık €11 milyonu gelir düşüşünden, €165 milyonluk kısmı satışların maliyetindeki artıştan kaynaklanmıştır. Yakıt gideri tek başına €125,1 milyon yükselmiş ve brüt kâr kaybının yaklaşık %71'ini açıklamıştır. İkinci çeyrek yakıt CASK'ı 1,08 Avro sentten 1,77 Avro sente, %63 artmıştır. Favök marjı da %28,8'den %9,2'ye gerilemiştir.

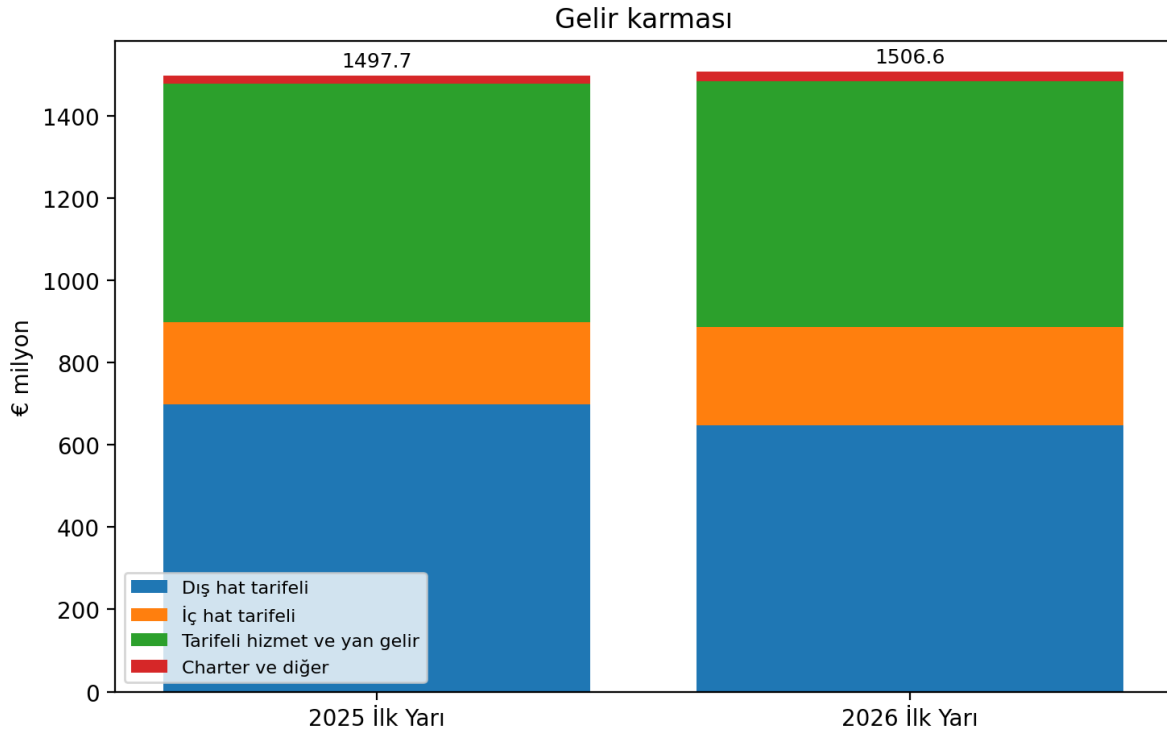
28 Şubat 2026'da başlayan Orta Doğu hava sahası kısıtlamaları nedeniyle bazı destinasyonlara uçuşlar geçici olarak durdurulmuştur. Mayıs ve haziranda belirli hatlarda kademeli dönüş başlamış olsa da şirket finansal ve operasyonel etkinin sürdüğünü açıklamaktadır. İlk çeyrekte büyüyen dış hat trafiğinin ikinci çeyrekte keskin biçimde daralması, ortalama uçuş mesafesinin kısalması ve yakıt maliyetinin yükselmesi bu olayla tutarlıdır. Bununla birlikte şirket iptal edilen kapasiteyi, kaybedilen geliri, uzayan rotaları veya ek yakıt tüketimini sayısallaştırmadığından toplam etkinin büyüklüğü mevcut kaynaklarla ayrıştırılamamaktadır.

Gelir yapısı: dış hat zayıflığını iç hat ve yan gelir tam olarak karşılayamadı

Hasılat bileşimi, € milyon	2025 ilk yarı	2026 ilk yarı	Değişim
Dış hat tarifeli uçuş geliri	697,5	648,2	%-7,1
İç hat tarifeli uçuş geliri	199,6	237,8	%19,2
Tarifeli hizmet ve yan gelir	579,6	598,3	%3,2
Charter ve diğer gelirler	21,0	22,3	%6,2
Toplam hasılat	1.497,7	1.506,7	%0,6

Kaynak: Finansal tablo dipnotlarındaki Avro seçilmiş bilgiler.

Grafik 2. Gelir karması



Kaynak: Şirket finansal tablo dipnotları.

Dış hat bilet gelirinin toplam hasılat içindeki payı %46,6'dan %43,0'a gerilerken iç hat bilet gelirinin payı %13,3'ten %15,8'e yükselmiştir. Dış hat yolcu sayısının %3 azalması ve dış hat yolcu başına bilet gelirinin yaklaşık %4 gerilemesi birlikte dış hat gelirini aşağı çekmiştir. İç hatlarda yolcu sayısı %15,5, yolcu başına bilet geliri yaklaşık %3 artmış; fakat daha düşük mutlak bilet geliri nedeniyle iç hat büyümesi dış hat kaybını ve maliyet artışını telafi edememiştir.

Toplam tarifeli bilet geliri yolcu başına yaklaşık €45,5'ten €43,5'e gerilemiştir. Buna karşılık yan gelir yolcu başına değişmemiştir. Yan gelir modeli, bilet fiyatı baskısının toplam hasılatı etkisini sınırlayan değerli bir ekonomik tampon olmaya devam etmektedir; mevcut dönemde ise bağımsız bir marj toparlanma motoru oluşturmamıştır.

Gelir tarafındaki dönemsel ayırım önemlidir. Birim gelir aşınması 2025'in ikinci yarısında ve 2026'nın ilk çeyreğinde belirgindir. İkinci çeyrekte bilet geliri yolcu başına korunmuş; asıl sorun dış hat hacmi ve maliyet olmuştur. Dolayısıyla gelecekte yalnız toplam RASK'ın değişimi değil, dış hat kapasitesi ile ortalama uçuş mesafesinin birlikte izlenmesi gerekir.

Maliyet yapısı: yakıt çoğunluğu açıklıyor, yakıt dışı baskı ise kalıcılık riskini artırıyor

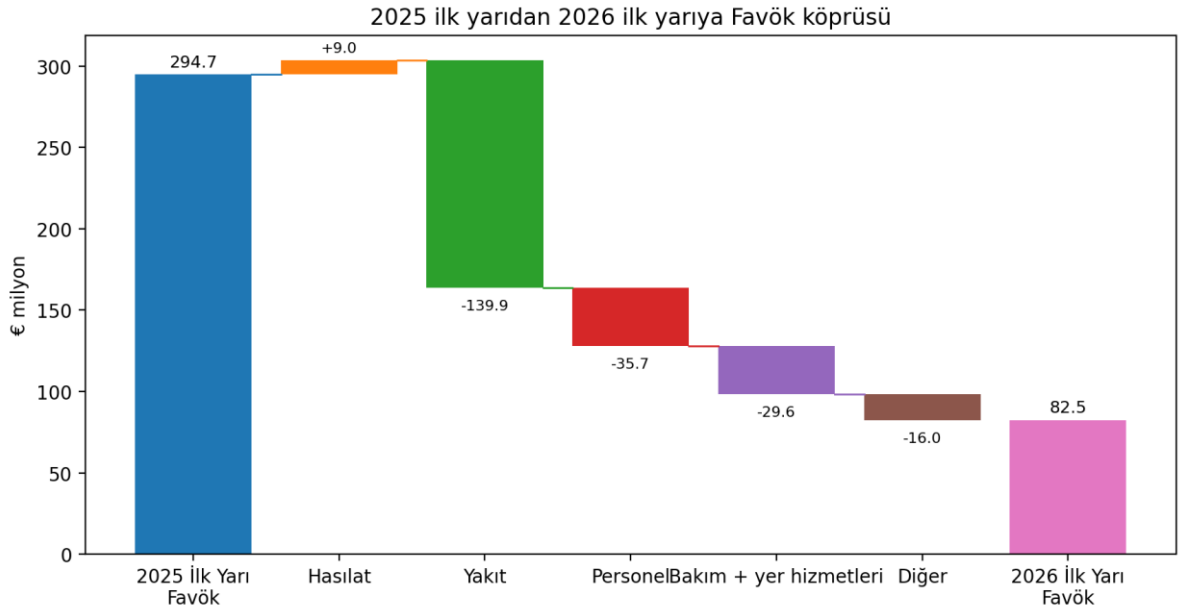
Grafik 3. Jet yakıtı fiyatı (ABD Gulf Coast)



Kaynak: www.marketvisuals.net

2026 ilk yarıda niteliklerine göre giderler €1,402 milyardan €1,649 milyara, €247,8 milyon artmıştır. Bu artışın €139,9 milyonu, yaklaşık %56'sı yakıttan gelmiştir. Personel gideri €35,7 milyon, amortisman ve itfa €26,5 milyon, bakım €17,4 milyon, yer hizmetleri ve istasyon giderleri €12,1 milyon yükselmiştir. ASK'nin yalnızca %2,3 artması nedeniyle bu kalemlerin önemli bölümü birim maliyete doğrudan yansımıştır.

Grafik 4. 2025 ilk yarıdan 2026 ilk yarıya Favök köprüsü

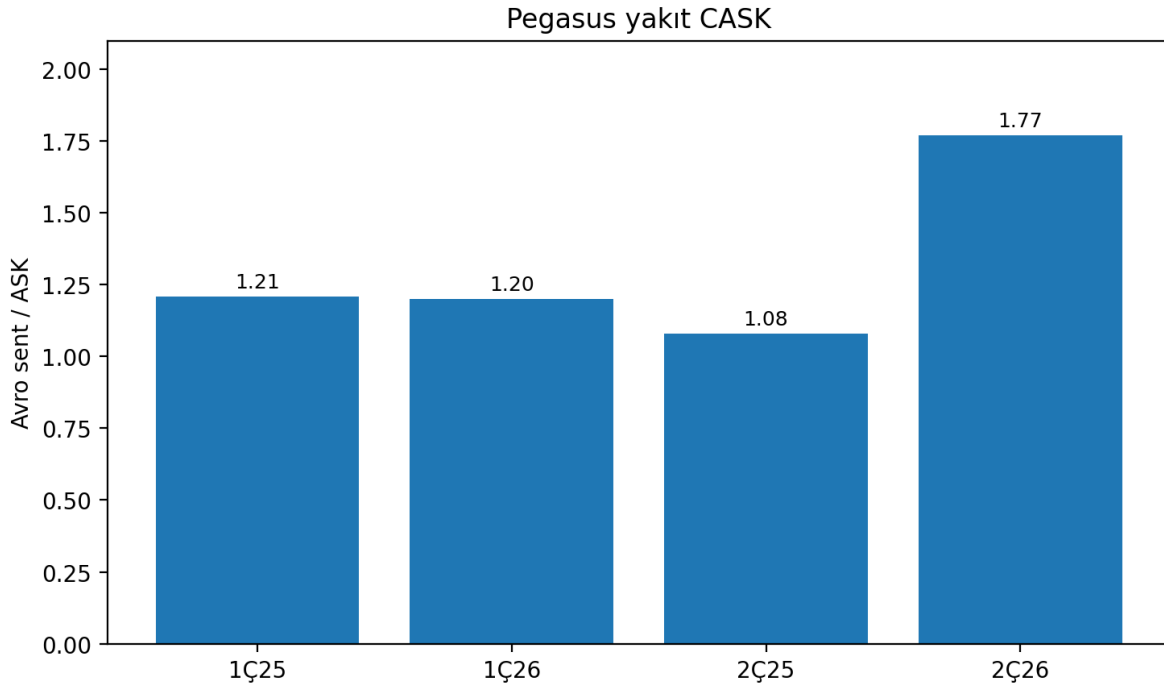


Kaynak: Şirket finansal tabloları; rapordaki gider ayrıştırmaları.

Yakıt giderindeki artış riskten korunma katkısından sonraki tutardır. 2026 ilk yarıda nakit akış riskinden korunma fonundan yakıt giderlerine TL2,57 milyar gelir aktarılmıştır; karşılaştırmalı dönemde ise yakıt giderine küçük bir türev gideri sınıflanmıştır. Buna rağmen Avro yakıt gideri %34, ikinci çeyrekte %58 artmıştır. Koruma işlemleri raporlanan yakıt maliyetini yükseltmemiş, tersine düşürmüştür.

Bilanço tarihinde bir yıldan kısa tahmini yakıt tüketiminin %51'i, daha uzun dönem tüketimin %13,5'i riskten korunma sözleşmelerine konu edilmiştir. Sözleşmelerin nominal büyüklüğü \$489,3 milyon ve fiyat aralığı \$61–75'tir. Bir yıl önce kısa ve uzun vadeli koruma oranları sırasıyla %64,3 ve %33,4, nominal tutar \$662,5 milyondur. Gelecekteki tüketimin daha küçük bölümü korunduğundan şirketin yakıt fiyatı ve rafineri farkı hareketlerine duyarlılığı artmıştır.

Grafik 5. Pegasus yakıt CASK



Kaynak: Şirket faaliyet raporları ve finansal tablolarından hesaplanmıştır.

Yakıt şoku çıkarıldığında da maliyet sorunu devam etmektedir. Yakıt hariç CASK ilk yarıda 2,75'ten 2,99 Avro sente, %8,4 yükselmiştir. Daha kısa uçuş karması bu yükselişin bir bölümünü mekanik olarak açıklamaktadır; fakat ilk çeyrekte rota daralması yaşanmadan önce de yakıt hariç CASK 2,98'den 3,08 Avro sente çıkmıştır. Personel, amortisman, bakım ve yer hizmetleri giderlerinin kapasiteden hızlı büyümesi, baskının yalnızca jeopolitik kesintiden kaynaklanmadığını göstermektedir.

Filo 121'den 131 uçağa, koltuk kapasitesi %9 ve tam zamanlı çalışan sayısı 9.188'den 9.863'e yükselirken ASK yalnızca %2,3 artmıştır. İlk çeyrekte günlük uçak kullanımı yükseldiği halde ilk yarı ortalamasında 12,8 saatten 12,4 saate düşmüştür. Bu tablo, ikinci çeyrekte genişlemiş uçak ve personel tabanının aynı ölçüde kapasite ve gelir üretmediğini gösterir.

CASK açıklamasındaki maddi tanım sorunu

2026 ilk yarı faaliyet raporu "CASK"ı 2,99 Avro sent olarak açıklamaktadır. Finansal tablolardaki €1,649 milyarlık toplam giderin 36,8 milyar ASK'ye bölünmesi ise toplam CASK'ın 4,48 Avro sent olduğunu göstermektedir. Yakıt gideri çıkarıldığında sonuç tam olarak 2,99 Avro senttir.

Aynı durum 2025 ilk yarı faaliyet raporundaki 2,75 Avro sent için de geçerlidir. 2025 yıllık faaliyet raporu karşılaştırılabilir 2,68 Avro sentlik ölçüyü açık biçimde "yakıt hariç CASK" olarak tanımlamıştır. Bu nedenle raporda 2,99 Avro sent **yakıt hariç CASK**, 4,48 Avro sent ise toplam CASK olarak kullanılmıştır.

Fark değerlendirme açısından maddidir. 2,99 rakamının toplam maliyet kabul edilmesi halinde 4,09 Avro sentlik RASK karşısında 1,10 sent pozitif birim fark varmış gibi görünür. Gerçekte toplam birim fark eksi 0,39 senttir. Finansal tablolar ve gider aritmetiği kendi içinde tutarlıdır; sorun faaliyet raporundaki gösterge adlandırmasıdır.

Raporlanan kârın kalitesi ve kur sınıflamaları

2026 ilk yarıda brüt sonuçtan genel yönetim ve pazarlama giderleri düşüldüğünde €142,6 milyon zarar oluşmuştur. Aynı hesap 2025 ilk yarıda €96,1 milyon kâr vermektedir. Faaliyet ekonomisindeki yıllık bozulma yaklaşık €239 milyondur.

Raporlanan esas faaliyet zararı ise €30,6 milyondan €126,9 milyona, yaklaşık €96 milyon kötüleşmiştir. Aradaki fark, esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerdeki kur sınıflamasından kaynaklanmaktadır. 2025 ilk yarıda faaliyetlerden doğan TL4,97 milyar net kur farkı gideri bulunurken 2026 ilk yarıda TL1,17 milyar net kur farkı geliri oluşmuştur. Böylece kur sınıflaması, faaliyetin temelindeki bozulmanın yaklaşık €142 milyonluk kısmını raporlanan esas faaliyet sonucunda görünmez hale getirmiştir.

Finansman tarafı ise ana ortaklık zararını büyümüştür. Net finansman sonucu 2025 ilk yarıdaki €85,2 milyon gelirden 2026 ilk yarıda €149,8 milyon gidere dönmüş; yıllık bozulma yaklaşık €235 milyon olmuştur. Karşılaştırmalı dönemde TL7,50 milyar net kur farkı geliri bulunurken cari dönemde TL2,52 milyar net kur farkı gideri oluşmuştur. Kiralama faiz gideri TL3,18 milyardan TL3,57 milyara, banka kredisi faiz gideri TL174 milyondan TL1,09 milyara yükselmiştir.

30 Haziran 2026 itibarıyla net ABD doları yükümlülük pozisyonu \$797,9 milyon olup 31 Aralık 2025'teki \$710,4 milyonun üzerindedir. Şirketin yalnız dönem sonundaki açık kalemlere uyguladığı statik duyarlılık analizinde ABD dolarının %10 değer kazanması kâr veya zararı TL3,71 milyar olumsuz etkilemektedir; özkaynakta karşılayıcı bir korunma etkisi gösterilmemiştir. Bu tutar bir dönem sonucu tahmini değil, dönem sonu açık pozisyonuna dayanan duyarlılık sonucudur.

Bu sınıflamalar nedeniyle ne raporlanan esas faaliyet sonucu ne de ana ortaklık sonucu tek başına dönemsel operasyonu temiz biçimde göstermektedir. Buna karşılık brüt sonucun zarara dönmesi, Favök'ün %72 düşmesi, RASK-CASK farkının negatife geçmesi ve işletme nakit akışının yarıya yaklaşan oranda gerilemesi aynı ekonomik yönü göstermektedir. Çekirdek faaliyet bozulması kur ve finansman sınıflamalarından bağımsızdır; finansman sonucu yalnız zararın nihai büyüklüğünü artırmıştır.

Favök'ün pozitif kalması da tek başına yeterli bir güvence değildir. İlk yarıdaki €82,5 milyon Favök, €225,2 milyon amortisman ve itfanın geri eklenmesiyle oluşmaktadır. Havayolu gibi sermaye yoğun bir işletmede amortisman cari dönemde nakit çıkışı yaratmasa da uçakların, motorların ve diğer varlıkların ekonomik tüketimini temsil eder. Kullanım hakkı varlıkları ve kira anapara ödemeleri birlikte değerlendirildiğinde mevcut Favök seviyesi dar bir tampon sunmaktadır.

Özkaynaklar yıl sonundaki €2,32 milyardan €2,12 milyara gerilemiştir. €244,7 milyon ana ortaklık zararının yaklaşık €50,5 milyonu diğer kapsamlı gelirle, büyük ölçüde nakit akış riskinden korunma değer artışıyla telafi edilmiştir. Hedge rezervindeki değer artışı özkaynağı desteklemiş, ancak faaliyet kârı veya dönem nakit üretimi yaratmamıştır.

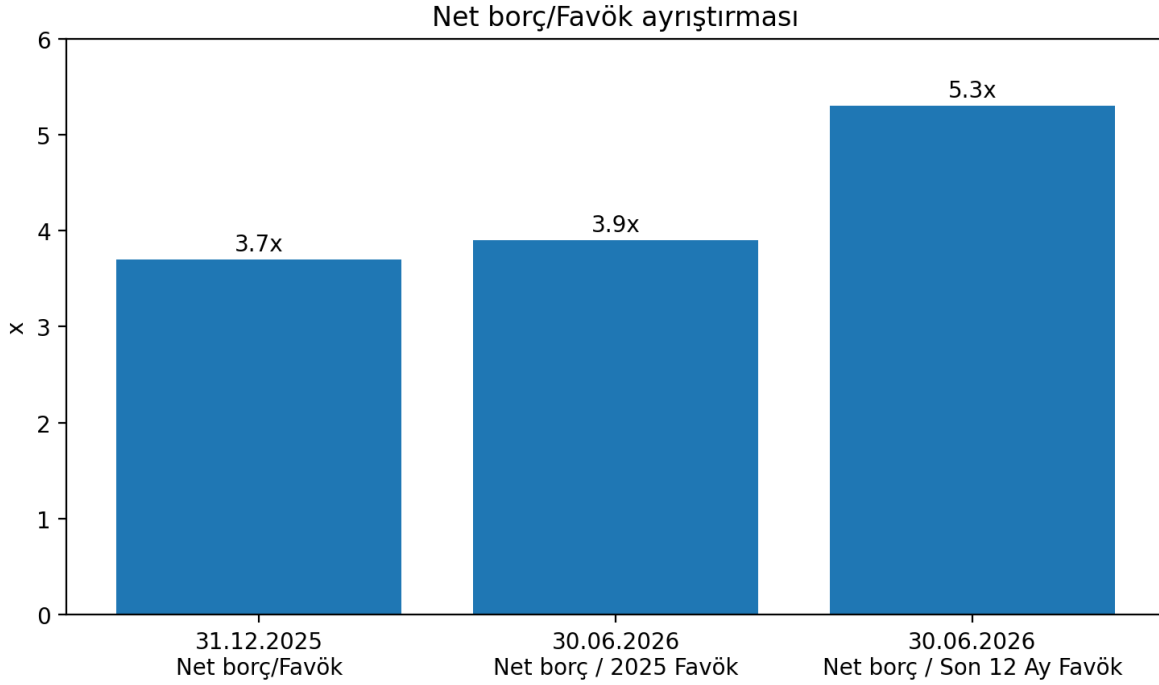
Bilanço: likidite mevcut, ekonomik kaldıraç yükselmiş durumda

Aşağıdaki net borç hesabı, banka kredileri, tahviller ve kiralama yükümlülüklerinden nakit ile kısa ve uzun vadeli finansal yatırımların çıkarılmasına dayanır. Bu tanım faaliyet raporundaki net borç yaklaşımıyla uyumludur.

Avro, milyon	31 Aralık 2025	30 Haziran 2026
Nakit	1.087	1.134
Kısa vadeli finansal yatırımlar	337	183
Uzun vadeli finansal yatırımlar	138	229
Nakit ve finansal yatırımlar	1.562	1.546
Brüt finansal borç	4.622	4.804
Net borç	3.060	3.258
Özkaynaklar	2.316	2.122
Favök / son 12 ay Favök	826	613
Net borç/Favök	3,7x	5,3x

Kaynak: Avro finansal durum tabloları ve Favök hesaplamaları.

Grafik 6. Net borç/Favök ayrıştırması



Kaynak: Şirket finansal tabloları ve rapordaki Favök hesaplamaları.

Net borç yaklaşık €197 milyon veya %6,5 artmıştır. Net borç yalnızca bu oranda artıp Favök yıl sonu seviyesinde kalsaydı oran yaklaşık 3,9 kata yükselecekti. Fiilî oranın 5,3 kata çıkmasının temel nedeni son on iki ay Favök'ünün €826 milyondan €613 milyona düşmesidir. **Kaldıraçtaki bozulmayı borç miktarından çok borcu taşıyan kazanç kapasitesinin aşınması yaratmıştır.**

Brüt finansal borcun yaklaşık €3,69 milyarı, %77'si kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Banka ve tahvil borçlarının toplamı yaklaşık €1,12 milyardır. Kullanım hakkı varlıkları €4,41 milyarla toplam varlıkların %53'ünü oluşturur. Pegasus bu nedenle operasyonel olarak düşük maliyetli olsa da sermaye ve finansman bakımından varlık yoğun bir işletmedir.

Türk lirası borç mutabakatı, brüt borç artışının eşit tutarda nakit borçlanma anlamına gelmediğini göstermektedir. İlk yarıda banka kredileri ve ihraç edilmiş borçlanma araçlarında kredi kullanımı ile geri ödemelerin net etkisi TL1,75 milyar artış, kiralama borçlarında yeni kiralamalar ile kiralama ödemelerinin net etkisi TL14,64 milyar azalış, nakit dışı değişimlerin toplam etkisi ise TL34,75 milyar artış olmuştur. Brüt borçtaki TL21,86 milyarlık artışın büyük bölümü nakit dışı değişimlerden kaynaklanmıştır.

Likidite seviyesi yakın vadede yeterlidir. Nakit ve kısa vadeli finansal yatırımlar €1,32 milyar; kısa vadeli banka, tahvil ve kiralama yükümlülükleri yaklaşık €1,06 milyardır. Uzun vadeli finansal yatırımların kısa vadeli ödeme kapasitesine dahil edilmediği bu daha sıkı ölçümde dahi kapsama yaklaşık 1,25 kattır. Eurobond sözleşmesindeki finansal koşulların 30 Haziran 2026 itibarıyla sağlandığı da dipnotlarda belirtilmektedir.

Cari oran 0,84 ile birin altındadır: dönen varlıklar €1,72 milyar, kısa vadeli yükümlülükler €2,04 milyardır. Ancak kısa vadeli yükümlülüklerin €454,6 milyonu uçulmamış bilet, yolcu havaalanı vergisi ve uçuş puanı yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Bu kalem çıkarıldığında dönen varlıklar kalan kısa vadeli yükümlülükleri aşmaktadır. Havayolunun yolculardan uçuş öncesinde tahsilat yapması yapısal bir işletme sermayesi avantajı sağlar. Bunun karşı tarafında, alınan nakdin önemli bölümü gelecekte uçuş hizmeti verme veya otoritelere vergi ödeme yükümlülüğü taşır.

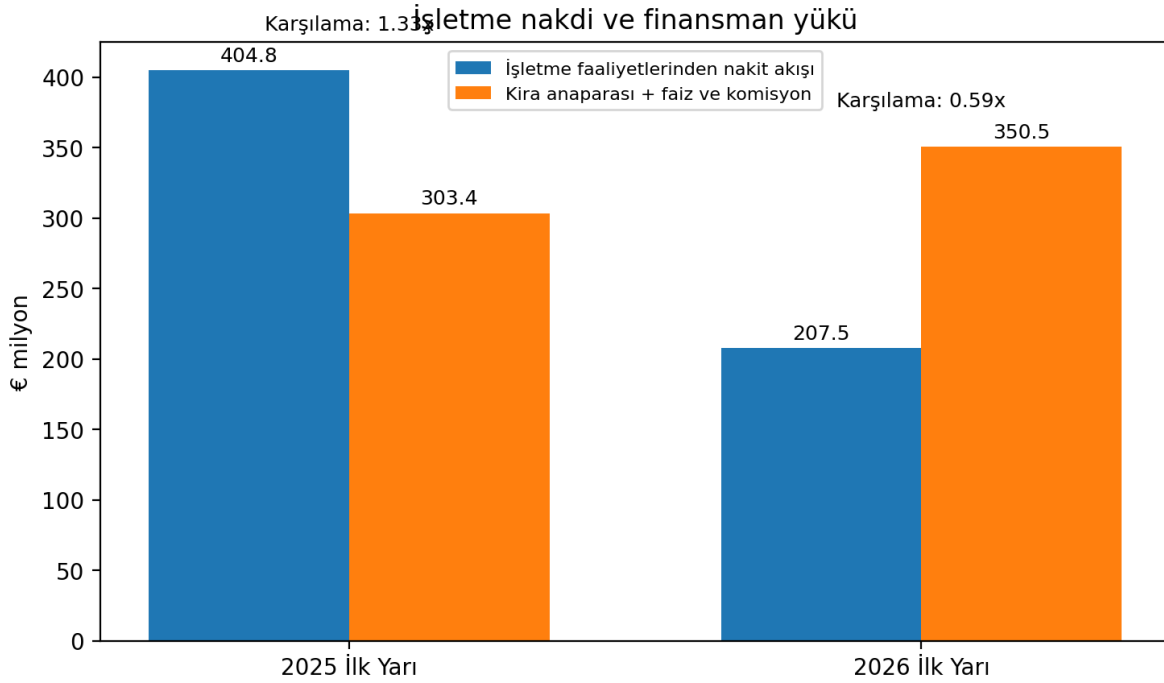
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler yıl sonundaki €334 milyon düzeyinden €455 milyona yükselmiştir. Artışın ana kaynağı yaz sezonu öncesinde satılmış fakat henüz uçulmamış biletlerdir. Bu gelişme kısa vadeli nakdi desteklemiş, fakat gelecek dönemlerde uçuş gerçekleştikçe gelir olarak çözülmesi gereken bir yükümlülük yaratmıştır.

Net ertelenmiş vergi varlığı €410,3 milyonla özkaynakların yaklaşık %19'una karşılık gelmektedir. Bu kalem likit kaynak değildir. Yatırım teşviklerinden doğan TL22,61 milyarlık vergi avantajının muhasebeleştirilmesi, uzun vadeli iş planları ile gelecekteki vergilendirilebilir kâr tahminlerine dayanmaktadır. Yönetimin temel makroekonomik ve sektörel girdileri ±%10 değiştirerek yaptığı duyarlılık analizinde öngörülen kullanım süreleri değişmemiştir.

Nakit akışı: pozitif işletme nakdi borç servisine yetmedi

İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 2025 ilk yarıdaki €404,8 milyondan €207,5 milyona gerilemiştir. Aynı dönemde kira anapara ödemeleri €196,5 milyondan €220,3 milyona, faiz ve komisyon ödemeleri €106,9 milyondan €130,2 milyona yükselmiştir. İşletme nakit akışının bu iki ödeme toplamını karşılama oranı 1,33 kattan 0,59 kata düşmüştür. Kira anaparası ve faiz sonrasında nakit açık yaklaşık €143 milyondur.

Grafik 7. İşletme nakdi ile kira anaparası ve faiz yükü



Kaynak: Şirket nakit akış tabloları.

İlk yarı işletme nakit akışının pozitif kalmasında müşteri ön ödemeleri ve diğer yükümlülükler önemli rol oynamıştır. Ertelenmiş gelirler, diğer borçlar ve diğer yükümlülüklerdeki değişim nakit akışına yaklaşık €167 milyon katkı sağlamıştır. Bu katkı olmasaydı dönem zararı, nakit akışına daha doğrudan yansıyacaktı. Ön satış iş modelinin normal bir özelliği olmakla birlikte, söz konusu nakit gelecekteki hizmet yükümlülüğünden bağımsız değildir.

Yatırım faaliyetlerinden €8,1 milyon net giriş, finansman faaliyetlerinden €203,9 milyon net çıkış oluşmuştur. Yatırım nakit akışının pozitif görünmesi yatırım ihtiyacının ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir; yeni uçakların önemli bölümü kiralama yoluyla edinildiğinden varlık ve borç girişleri nakit akış tablosunda nakit dışı işlem olarak oluşmaktadır. Ayrıca uçak ön ödemeleri ve motor bakım ödemeleri bilanço kalemleri üzerinden ilerlemektedir.

Kur etkisi öncesinde nakit yalnızca €11,7 milyon artmıştır. Raporlanan €47,4 milyonluk nakit artışının €35,7 milyonu yabancı para çevrim etkisinden gelmiştir. Nakit ve tüm finansal yatırımlar toplamı ise yıl sonundaki €1,562 milyardan €1,546 milyara hafifçe gerilemiştir. Şirket likidite tamponunu korumuş, fakat cari faaliyetler bu tamponu ekonomik olarak büyütmemiştir.

Karşılaştırmalı 2025 nakit akış tablosunda, daha önce işletme faaliyetleri altında gösterilen TL7,50 milyarlık kur farkı 2026 sunumunda yabancı para çevrim farklarının nakit üzerindeki etkisine yeniden sınıflandırılmıştır. Sınıflamanın ana ortaklık kârı veya özkaynak üzerinde etkisi bulunmamaktadır; nakit akışı karşılaştırmaları yeniden sınıflandırılmış tutarlar üzerinden yapılmıştır.

Filo ekonomisi ve sermaye yükümlülükleri

30 Haziran 2026 filosu 9 Boeing 737-800, 6 Airbus A320ceo, 46 A320neo ve 70 A321neo olmak üzere 131 uçaktan oluşmaktadır. Ortalama filo yaşı 5,46 yıldır. A321neo sayısı bir yılda 60'tan 70'e çıkmış; ilk yarıda dört A321neo teslim alınmıştır. Filonun gençliği ve A321neo'nun 239 koltuklu konfigürasyonu, uçak ve personel başına daha fazla koltuk üretimi ile yakıt verimliliği açısından yapısal avantajdır.

Bu avantaj yalnız uçakların yeterli saatle, uygun mesafede ve yüksek dolulukla çalıştırılması halinde finansal sonuca dönüşür. Filo %8 ve koltuk kapasitesi %9 büyürken ilk yarı ASK'sinin %2,3 artması, yeni kapasitenin cari dönemde tam verimle kullanılamadığını göstermektedir. İlk çeyrekte kullanım artmış olduğu için bu durum yılın tamamına yayılan kalıcı bir filo sorunu olarak görülemez; ikinci çeyrek dış hat kesintisinin etkisi belirgindir. Yine de uçak, personel, amortisman ve finansman maliyetleri teslimatla birlikte devreye girdiğinden, geçici kapasite kesintileri dahi marj üzerinde yüksek faaliyet kaldırıcı yaratmaktadır.

Şirket, uçak satın alma fiyatının yaklaşık %85'ini çeşitli bankalarla kurulan finansal kiralama yapıları üzerinden finanse etmektedir. Haziran sonunda finansal kiralama ile temin edilmiş 103 uçağa ilişkin kredi bakiyesi TL185,97 milyardır. Bu model özkaynak ihtiyacını sınırlayarak büyümeyi hızlandırmakta; karşılığında uzun süreli kira anaparası, değişken faiz ve yeniden finansman yükü oluşturmaktadır.

Avro cinsinden değişken faizli kiralama yükümlülüklerinin ağırlıklı ortalama faizi yıl sonundaki %3,49'dan %3,76'ya, ABD doları cinsinden yükümlülüklerin faizi %5,92'den %6,26'ya yükselmiştir. Değişken faizli kiralama yükümlülüklerinin TL karşılığı yaklaşık TL160 milyardır. Bu yapı, yalnız yakıtın değil faiz oranlarının da Favök sonrasındaki nakit üretimini etkilediğini göstermektedir.

Uçak siparişleri ve teslimat takvimindeki uzlaşmayan fark

Finansal tablo dipnotlarına göre 30 Haziran 2026 itibarıyla 139 uçak için kesin sipariş ve alım hakkı bulunmaktadır. Liste fiyatı üzerinden hesaplanan uçak alım taahhüdü TL1,325 trilyondur. Şirket gerçekleşen alım fiyatlarının genellikle liste fiyatlarının altında olduğunu açıkça belirttiğinden bu tutar doğrudan gelecekteki nakit yatırım harcaması olarak kullanılamaz. Uçak ön ödemelerinin toplamı TL10,85 milyardır.

Faaliyet raporu 2026 için toplam yedi A321neo teslimatı göstermektedir. İlk yarıda dört uçak teslim alındığından finansal dipnottaki üç adet kalan 2026 teslimatı bu bilgiyle uzlaşmaktadır.

Buna karşılık sonraki iki yıl için kaynaklar farklı zamanlama vermektedir:

- Faaliyet raporu 2027'de 10, 2028'de 15 A321neo ve 9 B737-10 olmak üzere toplam 24 uçak göstermektedir.
- Finansal dipnot 2027'de 6 ve 2028'de toplam 28 uçak teslimatı öngörmektedir.

Toplam uçak sayısı değişmemekte, dört uçağın teslimatı 2027 ile 2028 arasında farklı gösterilmektedir. Farkın nedeni açıklanmamıştır. Yakın dönem kapasite, uçak ön ödemesi ve finansman planı açısından sınırlı incelemeden geçmiş finansal dipnottaki "kalan teslimatlar" takvimi daha güçlü referanstır; ancak 2027-2028 zamanlaması kesin kabul edilemez.

30 Haziran 2026 itibarıyla açıklanan 139 adet kalan teslimatın içinde 100 kesin B737-10 siparişi de bulunmaktadır; bunun dışında ilerleyen yıllarda kesin siparişe çevrilebilecek 100 B737-10 opsiyonu vardır. Bu sipariş havuzu uzun dönemli pazar payı ve ölçek fırsatı yaratır. Aynı zamanda dış hat talebi ve birim gelir yeterince büyümeyecekse mevcut sabit maliyet emilim sorununu büyütebilir.

Bakım ekonomisi gelir tablosundaki giderden daha geniştir

2025 sonunda satın alma opsiyonu olmayan operasyonel kiralık uçakların teslim bakım yükümlülüğü için TL8,95 milyar karşılık ayrılmış ve bu konu bağımsız denetçinin tek kilit denetim konusu olmuştur. Karşılık uçuş saatleri, sefer sayısı, ağır bakım maliyeti ve zamanlaması, uçakların teknik durumu ile ömrü sınırlı parçaların kalan kullanım süreleri gibi önemli varsayımlara dayanmaktadır. Tahmini bakım maliyetlerinin %10 artması karşılığı yaklaşık TL895 milyon yükseltecektir.

Haziran 2026'da uzun vadeli peşin ödenen motor bakım giderleri yıl sonundaki TL27,57 milyardan TL33,62 milyara çıkmıştır. Bu nedenle ilk yarı gelir tablosundaki €76 milyonluk bakım gideri, filonun toplam bakım nakdini ve gelecekteki uçak iade ekonomisini tek başına temsil etmemektedir.

Raporlama döneminden sonraki tahvil ihracı

Pegasus, 16 Temmuz 2026'da \$149,9 milyon nominal değerli yeni tahvil ihracını tamamlamış ve bedeli hesaplarına almıştır. Yeni tahviller, Eylül 2024'te ihraç edilen \$500 milyon nominal değerli mevcut tahvillerle aynı faiz, vade ve koşullara sahiptir. Mevcut tahvillerin faizi %8 ve vadesi yedi yıldır; üçüncü yıl sonundan itibaren erken ödeme opsiyonu bulunmaktadır.

İşlem, kullanım öncesinde nakit ve brüt borcu benzer tutarda artıracığından net borcu ilk anda önemli ölçüde değiştirmez. Yıllık basit ek kupon yükü yaklaşık \$12 milyondur. Sağlanan kaynağın hangi borcun çevrilmesinde, filo yatırımında veya işletme sermayesinde kullanılacağı kaynaklarda açıklanmadığından uzun dönemli net etkisi belirlenmemektedir. İşlem yakın vadeli likiditeyi güçlendirmiş, buna karşılık sabit finansman maliyetini artırmıştır.

İştirakler ve gelecekteki genişleme seçenekleri

Hitit Bilgisayar, Pegasus'un %36,2 pay sahibi olduğu iş ortaklığıdır. Haziran sonunda Pegasus payının defter değeri yaklaşık €23,4 milyon, ilk yarı kâr katkısı yaklaşık €1,3 milyondur. Hitit'in mevcut grup kârına katkısı sınırlıdır; şirket kaynakları Pegasus'un Hitit payının piyasa değerini veya ayrı parça değerlemesindeki önemini belirlemeye yeterli değildir.

Pegasus Europe, 2025 sonunda Smartwings Grubu pay alımını gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur. Haziran 2026 kaynaklarında bu şirket yurt dışı iştirak yatırımlarının yönetimi amacıyla konsolide edilen bağlı ortaklık olarak yer almaktadır; satın alma bedeli, kapanış, alınacak pay oranı, finansman veya Smartwings sonuçlarının konsolidasyonuna ilişkin açıklama bulunmamaktadır. Bu nedenle Smartwings mevcut kazanç, borç ve varlık tabanına gerçekleşmiş bir işlem olarak dahil edilemez.

Şirketin teknoloji, yapay zekâ ve operasyonel dijitalleşme yatırımları gelir yönetimi, ödeme başarısı, bakım tahmini, uçuş performansı ve maliyet kontrolüne yönelmektedir. Bu projelerin ekonomik kullanım alanları nettir; ancak grup geliri veya gideri üzerindeki parasal katkıları ayrı açıklanmadığından mevcut marj bozulmasını telafi eden ölçülebilir bir kazanç unsuru olarak kabul edilmemiştir.

Toparlanmanın koşulları ve kanıtların sınırı

Dış hat ağının normalleşmesi en hızlı toparlanma kanalıdır. İkinci çeyrekte dış hat ASK'sinin yaklaşık %9 düşmesi, ortalama uçuş mesafesini ve uçak kullanımını aşağı çekmiş, daha kısa iç hat uçuşlarının payını artırmıştır. Hava sahası kısıtlamalarının kalkması dış hat ASK'sini, uçuş mesafesini ve sabit gider emilimini aynı anda iyileştirebilir. İkinci çeyrekte yolcu başına bilet gelirinin korunmuş olması, kapasite geri döndüğünde gelir toparlanması için olumlu bir başlangıç noktasıdır.

Yakıtın normalleşmesi gerekli, tek başına yeterli değildir. İkinci çeyrek brüt kâr kaybının yaklaşık %71'i yakıt artışıyla açıklanabilmektedir. Yakıt CASK'ının önceki seviyelere dönmesi marjda hızlı iyileşme yaratır. Buna karşılık yakıt hariç CASK'ın ilk yarıda %8,4 ve son yıllarda düzenli yükselmesi, tarihsel marjlara dönüş için personel, bakım, yer hizmetleri, kullanım ve filo verimliliğinde de iyileşme gerektiğini göstermektedir.

Yan gelir dayanıklıdır, fakat yeni bir büyüme ivmesi göstermemektedir. Yolcu başına yaklaşık €29,4 düzeyi korunmuştur. Bu yapı bilet gelirindeki dalgalanmayı sınırlar; yolcu başına yan gelir yeniden hızlanmadıkça dış hat ve maliyet sorununu tek başına çözmez.

Likidite toparlanma için zaman kazandırmaktadır. Nakit ve kısa vadeli yatırımlar kısa vadeli finansal borcu aşmakta, tahvil koşulları sağlanmakta ve dönem sonrasında ek finansman temin edilmiş bulunmaktadır. Bu nedenle kısa vadeli ödeme gücü ana sorun değildir. Ancak işletme nakit akışı kira anaparası ve faiz ödemelerinin altında kaldığı sürece likidite tamponu büyümeyi ve borç servisini birlikte finanse ederek azalabilir.

Normal mevsimsellik ilk yarı açığını otomatik olarak kapatmaya yetmez. Havayolu faaliyetlerinde ikinci ve üçüncü çeyreklerin daha güçlü olması beklenir. Buna rağmen şirketin 2025 tam yıl €826 milyon Favök seviyesine yalnızca ulaşabilmesi için 2026 ikinci yarıda yaklaşık €743 milyon Favök üretmesi gerekir. Bu tutar 2025 ikinci yarı Favök'ünün yaklaşık %40 üzerindedir. Dolayısıyla 2025 yıllık seviyesine dönüş, yalnız mevsimsel yüksek sezondan değil, dış hat kapasitesi ve toplam birim maliyette maddi normalleşmeden geçmektedir. Mevsimsellik açıklaması şirket dipnotlarında da ikinci ve üçüncü çeyrekte daha yüksek gelir ve operasyonel kâr beklendiği şeklinde yer almaktadır.

Yüklenen kaynaklarda 2026 yılı için nicel gelir, ASK, RASK, CASK veya Favök beklentisi bulunmamaktadır. Bu nedenle şirketin ilk yarı sonuçlarının kendi bütçesine göre sapması ve yönetimin ikinci yarı için öngördüğü toparlanmanın büyüklüğü ölçülememektedir.

Temel riskler

Yakın dönem sonuçlar açısından en büyük risk, Orta Doğu hava sahası kısıtlamalarının dış hat kapasitesi ve uçuş rotaları üzerindeki etkisinin sürmesidir. Kaynaklar bu etkinin finansal büyüklüğünü açıklamadığı için mevcut CASK'ın ne kadarının geçici olduğu tam olarak belirlenememektedir.

İkinci risk, yakıt hariç maliyet tabanının kalıcı biçimde yükselmesidir. Personel, amortisman, bakım ve yer hizmetlerinin ASK'den hızlı artması, hava sahası etkisi ortadan kalksa dahi marjın 2024-2025 seviyelerine hemen dönmeyebileceğini göstermektedir.

Üçüncü risk finansal kaldıraçtır. Net borç/Favök 5,3 kata, kira ve faiz ödemeleri işletme nakit akışının üzerine çıkmıştır. Değişken faizli kira borçlarının büyüklüğü ve yüksek teslimat taahhütleri, marj toparlanmasının gecikmesi halinde finansman maliyetini ve yeniden finansman ihtiyacını artırabilir. Buna 30 Haziran 2026 itibarıyla \$797,9 milyon olan net ABD doları yükümlülük pozisyonunun yarattığı kâr oynaklığı da eklenmektedir.

Dördüncü risk büyüme disiplindir. Genç filo ve büyük sipariş havuzu uzun dönemli ölçek avantajı yaratırken, dış hat talebi ve RASK yeterli olmadan devreye giren kapasite kısa vadeli CASK'ı ve net borcu yükseltebilir. Mevcut uçakların çıkış ve iade takvimi ayrıntılı açıklanmadığından 139 teslimatın ne kadarının net filo büyümesine dönüşeceği belirlenememektedir.

Beşinci risk, gelecekteki yakıt dışı maliyet tabanına sürdürülebilir havacılık yakıtı zorunluluklarının eklenmesidir. Şirket, düzenlemelere bağlı olarak 2026 ve sonrasında operasyonel maliyetlerin yükselebileceğini belirtmektedir; ancak miktar veya birim maliyet etkisi açıklanmamıştır. Bu unsur 2026 ilk yarı bozulmasının kanıtlanmış nedeni değil, ileri dönem maliyet riskidir.

Finansal sonuç

Pegasus'un ticari franchise'ı ortadan kalkmış değildir. Şirket 2025'te pazarın üzerinde yolcu ve kapasite büyümesi üretmiş, 2026 ilk yarıda toplam yolcu sayısını artırmış, yaklaşık €1,55 milyar nakit ve finansal yatırım tutmuş, yüksek yan gelir oranını korumuş ve genç filosunu büyüttüştür. Kısa vadeli finansal borç likit kaynaklarla karşılanabilir düzeydedir.

Bununla birlikte son bilanço tarihi itibarıyla daha belirleyici olan gerçek, bu varlık ve trafik tabanının yeterli kazanç üretmemesidir. 2026 ilk yarıda hasılat satışların maliyetinin altında kalmış, RASK-CASK farkı negatife geçmiş, Favök marjı %5,5'e ve son on iki ay net borç/Favök oranı 5,3 kata yükselmiştir. İşletme nakit akışı, kira anaparası ve faiz ödemelerini karşılamamıştır.

Cari bozulmanın önemli bir bölümü ikinci çeyrekteki dış hat kesintisi ve yakıt maliyetiyle ilişkilidir. Bu, toparlanma olasılığını destekleyen maddi bir karşı kanıttır. Buna karşılık yakıt hariç CASK'ın birkaç yıldır yükselmesi, filo ve personelin ASK'den hızlı büyümesi, daha düşük hedge kapsamı ve yüksek uçak taahhütleri sorunun bütünüyle geçici kabul edilmesini engellemektedir.

Pegasus'un finansal görünümünü belirleyecek ana ilişki, dış hat kapasitesi ve uçak kullanımı normalleşirken toplam CASK'ın düşürülüp RASK'ın korunup korunamayacağıdır. Yolcu sayısı, filo büyüklüğü ve yan gelir payı ancak bu ilişkiyi iyileştirdikleri ölçüde ekonomik değer taşır. Toparlanmanın finansal olarak doğrulanması için RASK-CASK farkının yeniden pozitif dönmeye, yakıt hariç CASK'ın gerilemesi, Favök artışının kira ve faiz sonrasında nakit fazlasına dönüşmesi ve net borç/Favök oranının düşmesi gerekir.

Aracı Kurum Beklentileri ve Gerçekleşmeleri

2Ç26 sonuçları öncesindeki beklenti derlemesinde PGSUS için altı kurum görüşü yer aldı. AK Yatırım, Deniz Yatırım, Garanti BBVA Yatırım, HSBC Yatırım ve ÜNLÜ & Co karşılaştırılabilir sayısal tahmin yayımlarken Kuveyt Türk Yatırım yalnız nitel görünüm paylaştı. Kurumlar; yükselen jet yakıtı maliyeti, düşük doluluk, dış hat büyümesindeki yavaşlama ve yakıt dışı birim gider artışı nedeniyle sert Favök daralması ve net zarar beklentisinde birleşti.

Gerçekleşme ana yönü doğruladı, ancak faaliyet sonucu tahminlerden belirgin daha güçlü kaldı. 2Ç26 hasılatı 45.708,0 milyon TL, Favök 4.185,9 milyon TL, Favök marjı %9,2 ve ana ortaklık zararı 4.793,5 milyon TL oldu. Medyan tahmine göre hasılat %2,6, Favök %27,9 yukarıda; Favök marjı 1,8 puan daha yüksek gerçekleşti. Ana ortaklık zararı ise medyan beklentiden 282,5 milyon TL veya %6,3 daha yüksek olmakla birlikte kurum tahmin aralığının içinde kaldı.

2Ç26 beklenti merkezi ve gerçekleşme

Metrik	Tahmin aralığı	Medyan	Gerçekleşme	Medyan sapması
Hasılat	43.591–44.901	44.554	45.708,0	%+2,6
Favök	3.084–3.641	3.272	4.185,9	%+27,9
Favök marjı	%6,9–%8,1	%7,4	%9,2	+1,8 puan
Ana ortaklık zararı	4.160–5.511	4.511	4.793,5	%+6,3 / 282,5 daha yüksek

Tutarlar milyon TL'dir. Gerçekleşen Favök, raporda kullanılan tanımla; brüt kâr – genel yönetim giderleri – pazarlama giderleri + amortisman ve itfa olarak hesaplanmıştır: 913,5 – 1.692,9 – 1.041,1 + 6.006,2 = 4.185,9 milyon TL. Kurumların Favök marjı tahminlerinden ikisi raporlanmış, üçü ilgili kurumun hasılat ve Favök tahminlerinden hesaplanmıştır.

Kurum bazında karşılaştırma

Aşağıdaki tabloda hasılat ve Favök sapması, gerçekleşmenin kurum tahminine oranla farkını gösterir. Zarar farkında negatif tutar gerçekleşen zararın tahminden daha düşük, pozitif tutar ise daha yüksek olduğunu ifade eder.

Kurum	Hasılat bekl.	Hasılat sapması	Favök bekl.	Favök sapması	Zarar bekl.	Zarar farkı
AK Yatırım	43.591	%+4,9	3.092	%+35,4	4.888	–94,5 (daha düşük)
Deniz Yatırım	44.699	%+2,3	3.308	%+26,5	5.511	–717,5 (daha düşük)
Garanti BBVA Yatırım	44.349	%+3,1	3.272	%+27,9	4.511	+282,5 (daha yüksek)
HSBC Yatırım	44.554	%+2,6	3.084	%+35,7	4.485	+308,5 (daha yüksek)
ÜNLÜ & Co	44.901	%+1,8	3.641	%+15,0	4.160	+633,5 (daha yüksek)
Medyan	44.554	%+2,6	3.272	%+27,9	4.511	+282,5 (daha yüksek)

Kurumların Favök marjı tahminleri sırasıyla AK Yatırım %7,1; Deniz Yatırım %7,4; Garanti BBVA Yatırım %7,4; HSBC Yatırım %6,9 ve ÜNLÜ & Co %8,1'dir. Gerçekleşen marj %9,2'dir. Deniz Yatırım, aynı tahminleri ayrıca 846 milyon Avro hasılat, 63 milyon Avro Favök ve 104 milyon Avro net zarar olarak açıklamıştır.

Beklentilerin isabeti ve ayrışan sonuç

Gerçekleşen hasılat ve Favök, sayısal tahmin açıklayan beş kurumun tamamının beklentisini aştı. Hasılat tahmin aralığının üst sınırından %1,8, Favök %15,0 yukarıda kaldı; gerçekleşen Favök marjı da en yüksek kurum tahmininin 1,1 puan üzerinde oluştu. TL bazındaki hasılat sapması kur varsayımlarına duyarlı olmakla birlikte, Deniz Yatırım'ın Avro tahmini karşısında da hasılat 864,8 milyon Avro ile %2,2, Favök 79,7 milyon Avro ile %26,5 daha yüksek; 91,5 milyon Avroluk net zarar ise 104 milyon Avroluk tahminden daha düşük gerçekleşti. Bu nedenle faaliyet tarafındaki olumlu sapma yalnız kur çevriminden kaynaklanmamaktadır.

Ana ortaklık sonucu aynı ölçüde olumlu ayrışmadı. Gerçekleşen zarar AK Yatırım ve Deniz Yatırım tahminlerinden düşük; Garanti BBVA Yatırım, HSBC Yatırım ve ÜNLÜ & Co tahminlerinden yüksek kaldı. İkinci çeyrek net finansman sonucu 2025'te 86,1 milyon Avro gelirden 2026'da 69,9 milyon Avro gidere döndü. Bu değişim, tahminlerden daha güçlü faaliyet sonucunun ana ortaklık zararına aynı ölçüde yansımamasının temel nedenidir.

Kurumlar risklerin yönünü doğru teşhis etti. İkinci çeyrekte yakıt CASK'ı yıllık %63 yükseldi, dış hat ASK yaklaşık %9 geriledi ve doluluk yaklaşık 3,5 puan düştü. Buna karşılık Favök yıllık %60,8 gerileyerek medyan tahminin işaret ettiği %69,3 düşüşten daha sınırlı kaldı. Kuveyt Türk Yatırım sayısal tahmin paylaşmadığı için gerçekleşme sapması hesaplanamamaktadır; kurumun vurguladığı dış hat yolcu büyümesi ve ASK zayıflığı Pegasus verilerinde görülmüştür.

Beklenti senaryosunun değerlendirme etkisi

Beklenti derlemesi, 24 Temmuz 2026 tarihli 241.266,8 milyon TL sabit firma değeri üzerinden son 12 ay (S12A) Favök değişimini ayrıca göstermektedir. Aynı yöntem gerçekleşen sonuçla güncellendiğinde aşağıdaki köprü oluşur.

Görünüm	S12A Favök	Firma değeri/Favök
Güncel – son raporlanan	35.968,0	6,71x
Medyan beklenti senaryosu	28.572,5	8,44x
Gerçekleşen 2Ç26 senaryosu	29.486,4	8,18x

Gerçekleşen Favök'ün medyan tahmini aşması, sabit firma değeri varsayımında beklenen firma değeri/Favök artışını 8,44x'ten 8,18x'e sınırlamaktadır. Bununla birlikte 2Ç26 Favök'ü 2Ç25'in yaklaşık %61 altında kaldığından çarpan, sonuç öncesi 6,71x seviyesinin belirgin üzerindedir. Bu hesap güncel hedef fiyat veya cari değerlendirme değildir; 24 Temmuz 2026 firma değerini sabit tutarak yalnız üç aylık kazanç yenilemesinin etkisini gösterir.

Kaynaklar: "2026 2Ç Bilanço Beklentileri" derlemesi; AK Yatırım s.8, Deniz Yatırım s.10–11, Garanti BBVA Yatırım s.2, HSBC Yatırım s.1–2, Kuveyt Türk Yatırım s.1 ve ÜNLÜ & Co s.1–2. Gerçekleşen tutarlar Pegasus'un 30 Haziran 2026 finansal tablolarındaki 1 Nisan–30 Haziran 2026 dönemi verileridir. Yabancı işlevsel para birimi nedeniyle TL tahmin ve gerçekleştirmelerine Türkiye Muhasebe Standardı 29 (TMS 29) düzeltmesi uygulanmamıştır.

Son piyasa değeri	76.500.000.000	Türk lirası
Piyasa değeri tarihi	2026-07-31	
Son hisse fiyatı	153,00	Türk lirası / hisse
Bilanço sonrası hedef fiyat sayısı	10	
Kullanılan ölçü	Medyan	
Bilanço sonrası medyan hedef fiyat	219,05	Türk lirası / hisse
Medyan hedefe göre piyasa değeri	109.525.000.000	Türk lirası
Kalan potansiyel	43,2%	

Bilanço eşik tarihinden sonra verilen hedef fiyatlar

Tarih	Aracı Kurum	Hedef Fiyat
2026-08-13	Ak Yatırım	215,00
2026-08-13	Alnus Yatırım	235,00
2026-08-13	Deniz Yatırım	305,50
2026-08-13	Halk Yatırım	218,10
2026-08-13	Info Yatırım	195,00
2026-08-13	İs Yatırım	190,00
2026-08-13	Marbaş Menkul Değerler	319,70
2026-08-13	Seker Yatırım	271,90
2026-08-13	Vakif Yatırım	220,00
2026-08-13	İş Yatırım Menkul Değerler	190,00
MEDYAN		219.05

Rapor kapsamı ve kaynaklar

Bu rapor hedef fiyat veya yatırım tavsiyesi üretmemekte; şirketin ekonomik modelini, faaliyet sonucunu, nakit üretimini ve bilanço dayanıklılığını son bilanço dönemi ağırlığıyla birlikte değerlendirmektedir. Raporun önemlilik, karşılaştırılabilirlik ve finansal sonuç ile nakit arasındaki ilişkinin birlikte ele alınmasına ilişkin kapsamı, “Kapsamlı Finansal Araştırma Raporu Standartları” belgesindeki kritik sınırlar dikkate alınarak kurulmuştur; söz konusu belge şirket hakkında bilgi veya kanıt kaynağı değildir.

Şirket hakkındaki kanıt zemini; 30 Haziran 2026 ve 31 Mart 2026 finansal tabloları ile faaliyet raporları, 31 Aralık 2025 bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları ve yıllık faaliyet raporu, 2025 yatırımcı sunumu ve 2025 ara dönem finansal raporlarıdır.