

Havacılıktaki Tercihimiz

■ Yüksek Marj ve Reel Ciro Artışı

Pegasus 2023'te TL karşılığı olarak ciroda %65 FAVÖK'de %53'lük y-y büyüme göstererek düşük tutulan bir kura rağmen yaklaşık olarak enflasyonu karşılayacak bir performans gösterdi. Şirket %30 seviyelerindeki FAVÖK marjıyla dünyanın en karlı havayollarından biri olmaya devam ediyor.

■ Kapasite Tırmanıyor

Pegasus'un geçmiş performansına baktığımızda uçak sayısını yıllık %10 seviyelerinde artırıp yeni gelen uçakların daha fazla koltuğa sahip olmasıyla toplam koltuk kapasitesini yıllık %12-15 mertebesinde büyütme. Diğer taraftan Sabiha Gökçen Havalimanında yeni pistin açılmasıyla birlikte şirketin 2024 yılında %15+ yolcu sayısı artışı ve yaklaşık %15 seviyesinde bir reel büyüme gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz.

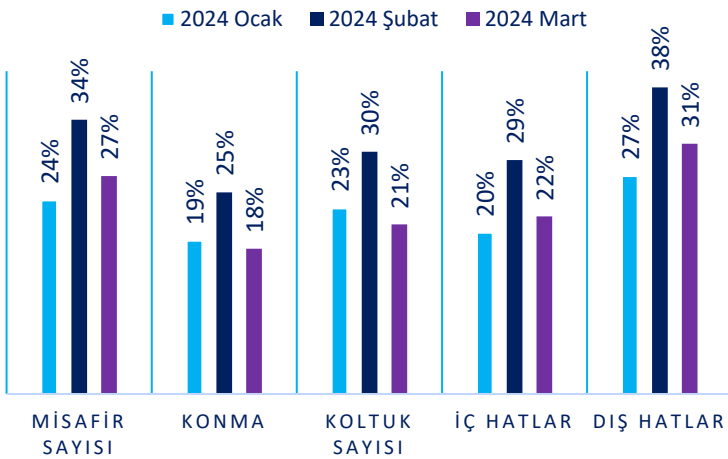
■ 2024 Güçlü Başladı

Havacılık sektörünün en düşük sezonu olan 1.çeyrek verilerinde Pegasus ilk çeyrekte yolcu sayısı y-y 2023 yılına göre %28 daha fazla yolcu sayısı elde ederken Mart ayında yolcu sayısını %27 artırdı. En önemli katkı dış hatlar tarafından geldi. Bu sene içerisinde yolcu sayısında, koltuk ve konma sayısında şirketin yönlendirmelerinin yukarı yönde sapabileceğini düşünüyoruz.

■ Karlılık, Büyüme ve Değer, Hepsi Bir Yerde

Şirketin hızlı ve karlı büyümesini, sektörde yeni girişi zorlayacak seviyedeki katı maliyet kontrollerinin getirdiği fiyatlandırma avantajını, enflasyonu aşkın ciro artışını sağlayabilen iş modelini ve uluslararası benzerlerine kıyasla çarpan iskontosunu göz önüne alarak şirketin hisselerini öneriyoruz.

2023 Ocak ve Şubat Ayına Göre Artan Trafik Verileri

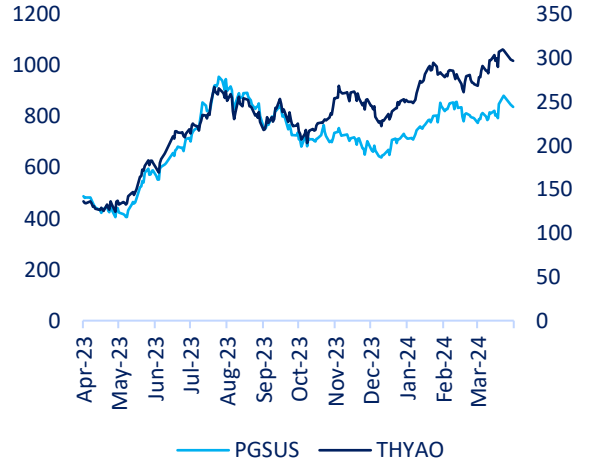


PGSUS

17.04.2024

Pegasus

Derecelendirme	AL
Dolaşımdaki Payı	42,46%
Piyasa Değeri (USD mn)	2.651,9
Piyasa Değeri(TRY mn)	85.722,2
Hedef Piyasa Değeri (TRYmn)	154.462
Hisse Fiyatı (TRY)	838
Hedef Fiyat (TRY mn)	1509,87
Yükseliş Potansiyeli	80%
Firma Değeri (TRY mn)	170.632
Son Finansalları	2023/12
Haftalık Değişim	-4,99
Aylık Değişim	5,74
Y-Y Değişim	68,65
Haftalık Relatif Getiri	-2,34
Aylık Relatif Getiri	-2,23
Y-Y Relatif Getiri	-10,05



Değerleme

Çarpanları	2024T	2025T	2026T	2027T
FD/SNA	5,0	-14,7	10,6	12,7
FD/FAVÖK	4,7	3,5	3,1	2,8
F/K	3,9	3,2	3,1	2,8
F/DD	1,5	1,0	0,8	0,6
Özs. Kar.	47%	38%	28%	24%

Ömürçan Arık

oarik@a1portfoy.com

02123714333

Yatırım Teması

Şirket sürekli filosunu genişletirip kapasitesini artırma hamlesi içerisinde bulunmakta. 2024 yılında da filosuna toplamda 16 yeni uçak ekleyip eski olan uçaklarından 8 tanesini çıkartmayı planlıyor. Yeni gelen uçakların yolcu kapasitesi eski uçaklara nazaran %30 civarında daha fazla olması nedeniyle burada %11 civarında koltuk kapasitesi artışı beklemekteyiz.

Sabiha Gökçen Havalimanı'na yeni eklenen pist kaynaklı yolcu kapasitesindeki büyümeyle birlikte, bu yıl için şirketin yolcu sayısını koltuk kapasitesi artışının ötesinde büyütmesini bekliyoruz. 2024 yılı için %7 filo büyümesi, %11 koltuk kapasitesi artışı, %15+ kadar da yolcu sayısı artışı öngörüyoruz. 2024 yılının ilk çeyreği için %28 y-y yolcu sayısı artışı verileri ışığında tahminlerimizizin ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.

Yeni eklenen uçakların verimli olmaları ve özellikle de yakıt tüketimlerinin eski uçaklara nazaran daha düşük olması maliyetlerin kontrol altında kalmasını sağlıyor. Son zamanlarda jet yakıtlarında meydana gelen artış yeni gelen uçakların daha az yakıt kullanması neticesinde şirkete kıyaslamalı bir rekabet avantajı sağlıyor. Ayrıca, şirketin yakıt ihtiyacının yarıya yakınına finansal hedge etmesi beklenmedik artışlara karşı koruma sağlamakta.

A321 neo siparişlerinin teslimatı şirketin büyümesini destekliyor. 2024 yılında 16, 2025'te 11 ve 2026-2029 dönemi arasında toplamda 41 adetlik A321 neo siparişi bulunmakta. Artan koltuk kapasitesi 2029'a kadar yıllık bazda %10+ yolcu sayısı büyümesini destekliyor.

Yan gelirler, özellikle bagaj, yemek ve uçak içi menülerle 2018 yılında 11.6 Euro'dan 2023 itibarıyla 25.4 Euro'ya yükselmiştir. Yeni başlayan ücretli kabin bagajına bedel ödenmesi uygulaması ile yan gelirlerin büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Yan gelirlerin toplamdaki payı %30 seviyesinde bulunmakta. 2024 yılında uçak kapasitesinin artışı, koltuk kapasitesinin artışı, Sabiha Gökçen Havalimanında gerçekleşen yatırımlar ve yükselen yan gelirlerin etkisi ile reel olarak %15 büyüme görebileceğimizi düşünüyoruz.

Katalistler

Yurt dışına yeni açılan hatlar ve dış hat uçuş ağlarına yapılan 30'a yakın ilave ile cironun 2024'te bütçenin ötesinde artırılabilceğini düşünüyoruz.

Yeni nesil uçakların gelmesi ile hem yolcu başına yakıt tüketiminin azalmasına sebep oluyor hem de yüksek yolcu kapasiteli uçaklar sayesinde birim maliyetleri düşürerek marjları destekliyor.

Birim gelir-Birim maliyet farkının (RASK-CASK) tarihi ortalamaların 2 kat üzerinde seyretmesine rağmen özellikle yan gelirlerdeki artış beklentimizle bu makasın kalıcı olarak yükseltilmesini muhafaza etmesini bekleriz. 2024 yılında yeni gelen uçaklarla %30'lardaki FAVÖK marjının sürdürülmesini bekleriz.

Yurt dışında artan pazarlama faaliyetleri ile dış hat gelirlerinin geçmiş yıl standartlarının ötesinde yüksek olabileceğini düşünüyoruz. Yılın ilk çeyreğe ilişkin verilerin öncülüğünde kalan aylarda 2023'e kıyasla benzer bir büyüme öngörüyoruz.

Sabiha Gökçen'in yanı sıra Antalya ve Esenboğa Havalimanları'nın kapasite artışının 2025 sonrasında Pegasus'un cirosunu olumlu etkilemesini bekleriz.

Riskler

Yakıt ihtiyacının yaklaşık yarısının finansal olarak hedge edilmemesi ve jeopolitik riskler nedeniyle petrol fiyatlarının yüksek seyrini bir risk olarak okuyoruz. Ayrıca hedge edilmeyen bir kalem olan jet yakıtı rafinaj marjının artması da bir diğer risk. Neste'den aldığımız verilerde sene başında 16 dolar olan varil başı gazolin rafinaj marjının bu raporun yazıldığı tarihte 23 dolara yükselmesi de şirkete petrol fiyatı artışının ötesinde bir ek maliyet getirebilir.

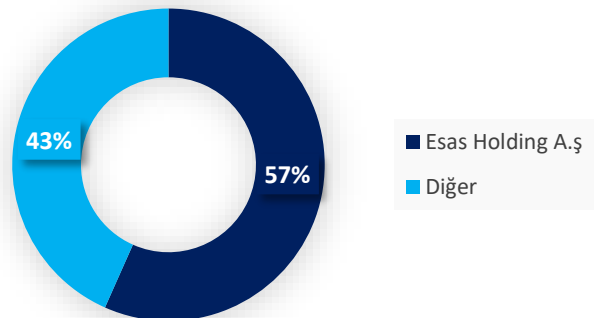
Ajet'ten 2024 yılında önemli bir rekabet beklemesek de ileri yıllarda Pegasusun pazarından alabilir. Yine de kamu sermayeli bir şirketin maliyet kontrolünde Pegasus'la rekabet etmesinin zor olduğunu, karlılık gözetmeden de fiyatlama yapılmasının sürdürülebilir olmayacağını düşünüyoruz.

Maliyetleri Dolar, gelirleri Euro olan şirket için EURUSD paritesinin düşmesi olumsuzdur. AMB'nin FED'den daha erken başlayıp daha yüksek frekanslı faiz indirimi yapması Euro'yu daha deşersizleştirebilir.

Şirket Geçmiş

Türkiye'de havacılık sektöründe faaliyet gösteren Pegasus Hava Yolları, 1990 yılında Aer Lingus, Silkar Yatırım ve Net Holding'in ortak girişimiyle İstanbul'da kuruldu. Mayıs 1990'da ilk uçuşunu gerçekleştiren Pegasus, 2005 yılında ESAS Holding tarafından satın alınmıştır. Aynı yıl Kasım ayında düşük maliyetli havayolu taşıyıcısı olarak tarifeli iç hat seferlerine başlayarak Türkiye'de faaliyet gösteren 4. tarifeli havayolu olmuştur. Şu anda 130 noktaya hizmet veren Pegasus 'low cost modeli' ile hizmet veren yapıda faaliyetlerini sürdürmektedir.

Ortaklık Yapısı



İçindekiler

A. Beklentiler Reel Büyüme İşaret Ediyor	4
B. Türkiyede Hava Ulaştırmacılığı Sektörü	11
C. Global Hava Ulaştırmacılığı Sektörü	15
D. Özet	17
E. Projeksiyonlar & Değerleme	18
F. Finansal Tablolar	19
G. Finansal Oranlar	20
H. Sorumluluk Reddi Beyanı	21

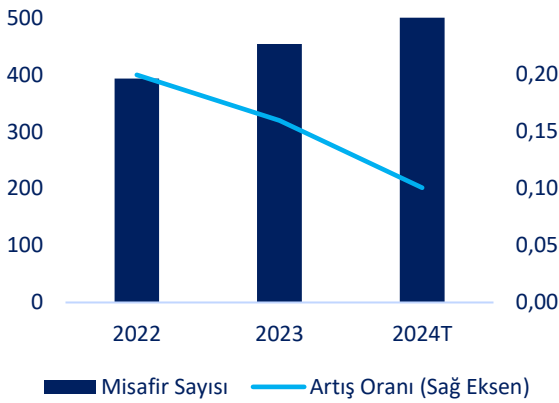
A. Beklentiler Reel Büyümeye İşaret Ediyor

Şirket 2023 yılındaki AKK (arz edilen koltuk kilometre) oranı % 22 artış gösterdi. Dış hat, iç hat tarafından hızlı büyüyerek %24 artış gösterdi. 2024 yılının ilk çeyreğinde aldığımız verilere dayanarak bu yıl da dış hat trafiğinin daha hızlı büyüyeceğini görebiliyoruz. Sektörün bu yıl 2023'e benzer bir toplam büyüme gerçekleştirmesini bekleriz. Türk Lirası'nın değerli kalması ve jet yakıt fiyatlarının artması 2024 yılı için izleyeceğimiz önemli risklerden olacaktır. Pegasus özelinde sektörde ve havalimanlarında büyüme, uçak filosunda büyüme, uçak kapasitesinin artışı ve yan gelirlerin büyümesi ile enflasyon ve güncel mevduat oranlarının üstünde bir büyüme görmeyi bekleriz.

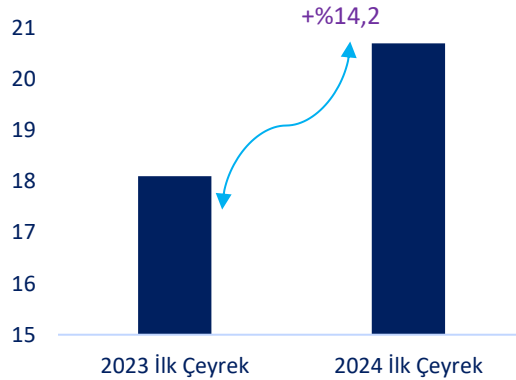
Şirket için 2024 yılında dış uçuşlarda yeni hatların açılmasıyla da beraber %20'lik bir büyüme, iç hatlarda Sabiha Gökçen'in büyümesinin etkisiyle 2023'ün üstünde büyüme bekliyoruz. Misafir başına yan gelirlerin bir önceki seneye kıyasla yaklaşık bir Euro artışla tüm zamanların en yükseği olan 26-27 Euro seviyesinde gerçekleşmesini bekleriz.

Not: 2022 artış oranı alınırken, Pandemi öncesi yıl olduğu için 2019'a göre alınmıştır. 2024T bizim beklentilerimizdir.

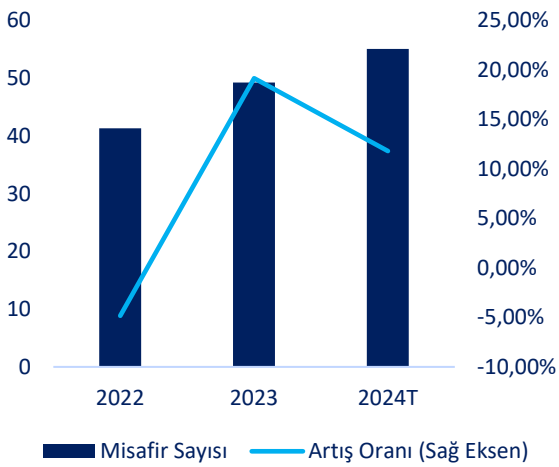
Türkiye İç Hat Misafir Sayısı



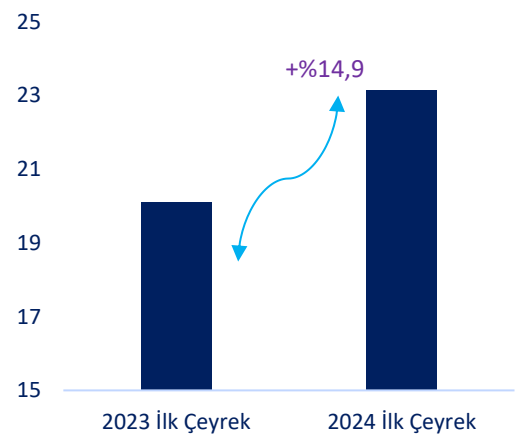
Türkiye İç Hat Misafir Sayısı (Mln)



Türkiye Dış Hat Yolcu Sayısı

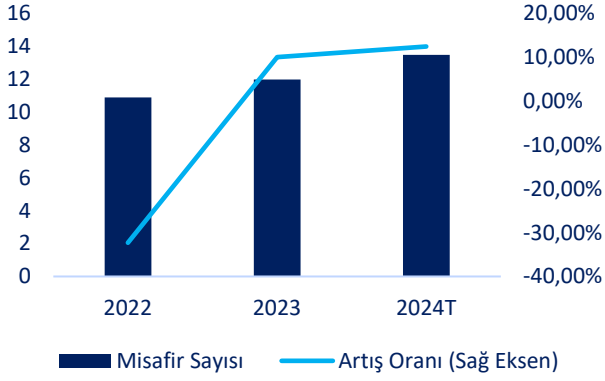


Türkiye Dış Hat Yolcu Sayısı (Mln)

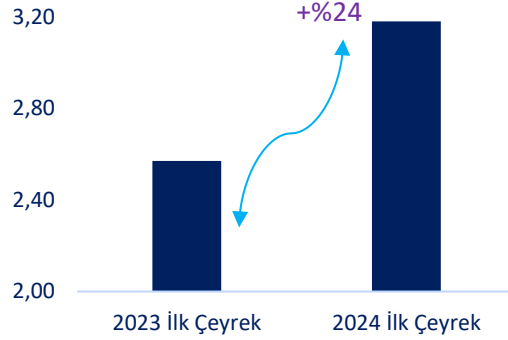


Kaynak: Pegasus

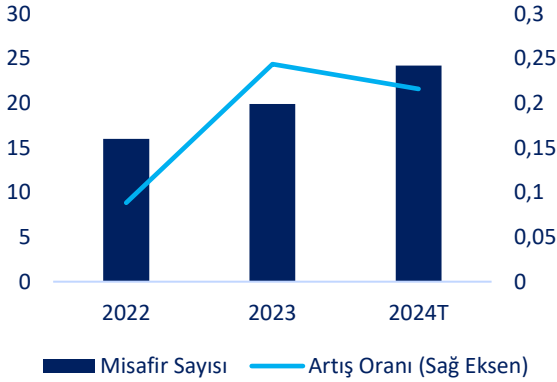
Pegasus İç Hat Yolcu Sayısı (Mln)



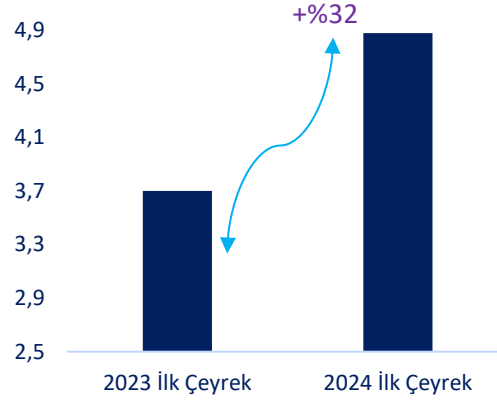
Pegasus İç Hat Yolcu Sayısı (Mln)



Pegasus Dış Hat Yolcu Sayısı (Mln)



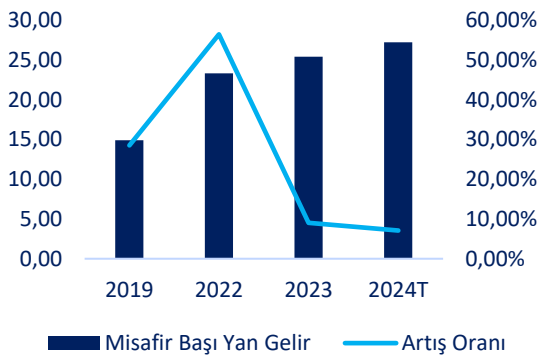
Pegasus Dış Hatlar Yolcu Sayısı (Mln)



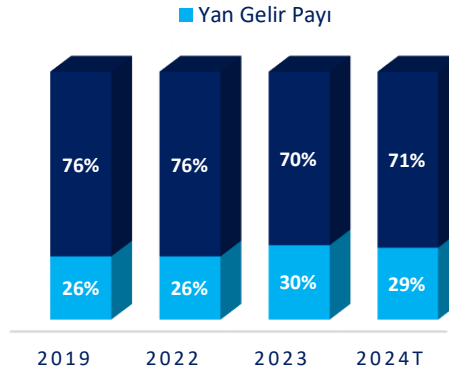
Kaynak:Pegasus

Pegasus'un pandemi sonrası hızlı dış hat büyümesinin ardından 2024 yılında da yeni dış hatlar ve yeni uçakların gelmesiyle maliyet avantajı yakalamasını aynı zamanda pazar ağını büyütmesini bekleriz. Bu sayede 2023'deki büyüme performansının 3-4 yüzde puan altında kalırsa da yine de güçlü ve benzer bir dış hat büyümesi yakalanabileceğini düşünüyoruz. İç hatlarda ise Sabiha Gökçen Havalimanı'nın genişletilmesi ile 2023'e paralel büyüme görmek mümkün. Ajet'in lansmana özel fiyatlamalarının bir süre Pegasus'un büyümesini baskılama riski olsa da Pegasus'un disiplinli maliyet kontrolünün Ajet tarafında karlı bir rekabeti önleyeceğinden bunun kısa soluklu olacağını düşünüyoruz.

Misafir Başı Yan Gelirler

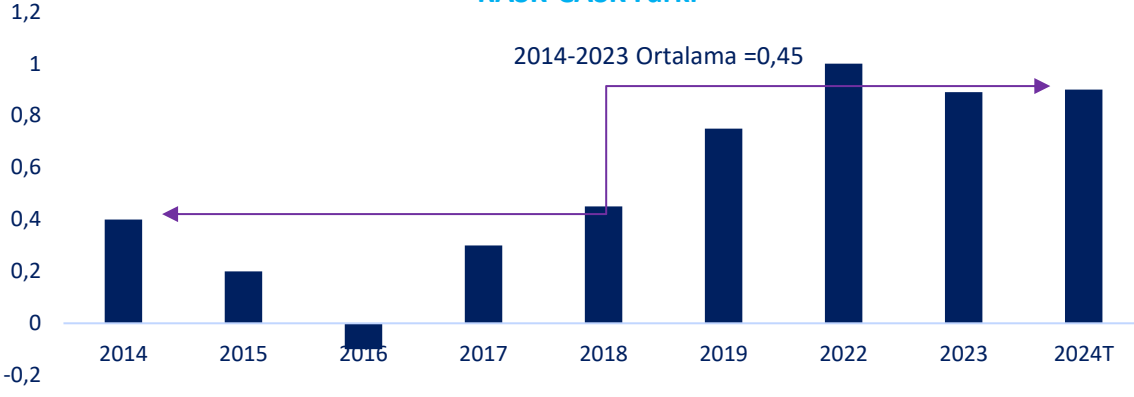


Yan Gelirlerin Toplam Gelir İçindeki Payı

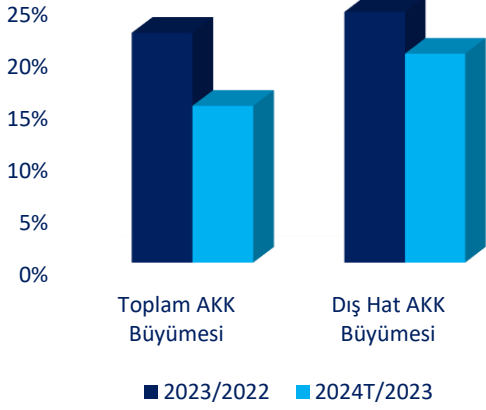


Kaynak: Pegasus

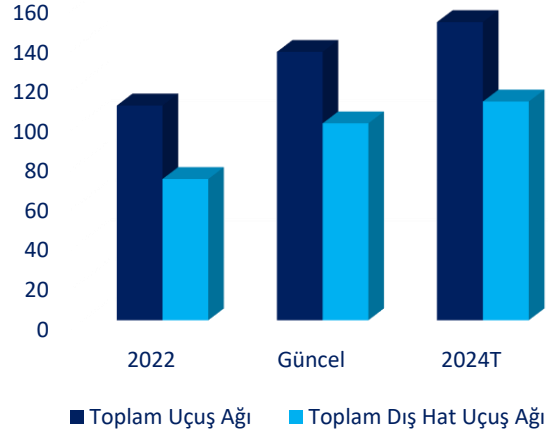
RASK-CASK Farkı



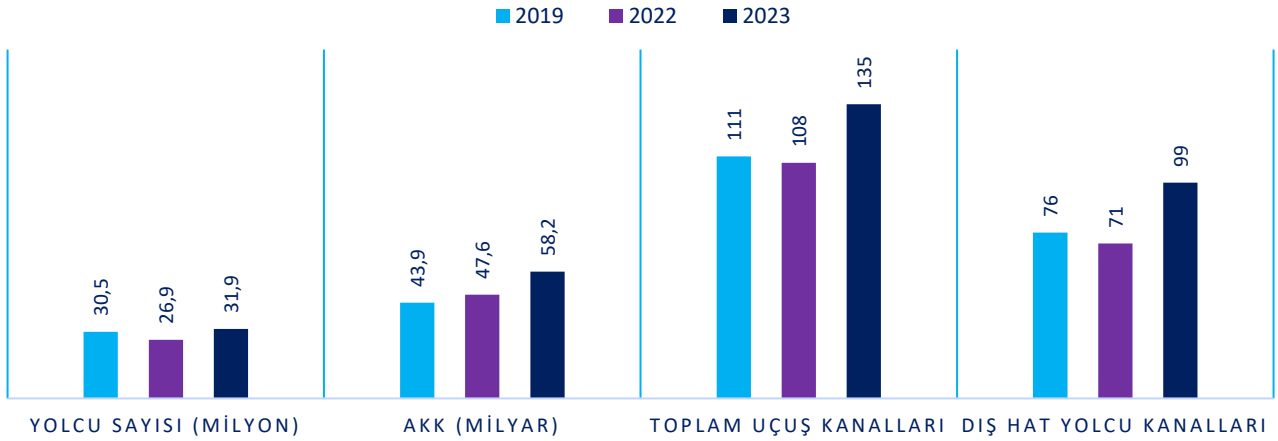
Arz Edilen Koltuk Kilometre (AKK) Büyümesi



Uçuş Ağları



2019-2023 Veri Karşılaştırması



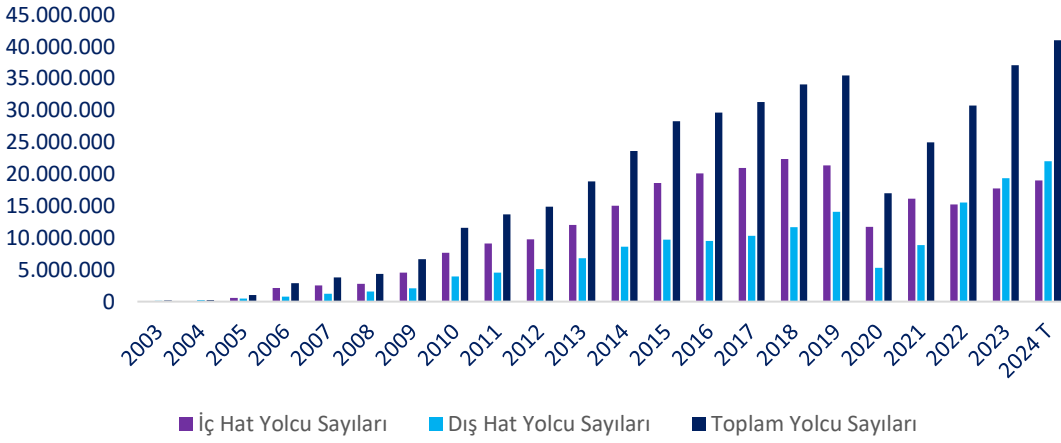
Kaynak: Pegasus

Not: 2024 Tahminleri Pegasus'un verileri ışığında bize aittir. 2024 Mart ayı öncesi için Pegasus'a ait veriler kullanılmıştır.

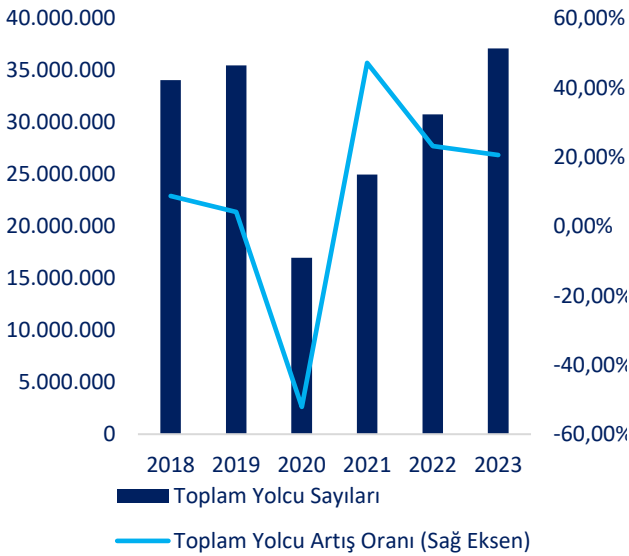
Pandemi sebebiyle ana karşılaştırma ölçütü olarak 2019 yılı alınmış, 2020-2021 yılları dahil edilmemiştir.

Türkiye'nin havacılık verilerini baz alarak makrodan mikroya geçerken Sabiha Gökçen Havalimanı'nın verilerini de analiz edelim. Sabiha Gökçen Havalimanı yolcu sayısını son 20 yılda yaklaşık olarak 200 kat, son 10 yılda yaklaşık 2 kat artırdı. Sabiha Gökçen HL Avrupa'da yolcu sayısında pandemi öncesi seviyeyi aşan nadir havalimanlarından biri konumunda. Sabiha Gökçen Havalimanı yeni pistlerin ilave edilmesi ile ağırladığı yolcu sayısını artırmaya devam edecektir. 2023 yılında 37 milyon yolcu ağırlayan Sabiha Gökçen Havalimanı, DHMİ verilerine göre havacılık sektörünün en düşük aylarından 2024 Ocak ayında 3.155 milyon yolcu ağırlamayı başardı. 2024'ün ilk 2 ayında 6.3 milyon ilk 3 ayında ise 9.43 milyon yolcu taşıdı. Yılın ilk 3 ayında 2023 yılının ilk 3 ayına kıyasla %22 daha fazla yolcu taşıdı. Düşük sezon olarak tabir edebileceğimiz bu dönemde şimdiden geçen yılın çeyreği kadar yolcu ağırladı. Yüksek sezonun gelmesiyle birlikte, bu veriler ışığında 2024 yılında 40 milyonun üstünde yolcu ağırlayabileceğini düşünüyoruz. Son 5 yılda toplam yolcu sayısı yaklaşık %10 artmasına karşın aynı dönemde dış hatlarda %40'a yakın bir artıştan söz etmek mümkün. İstikrarlı bir şekilde büyüyen dış hat yolcu sayısını Pegasus'un ilk 3 aylık verileriyle de sağlama yaptığımızda 2024 yılında dış hat tarafındaki büyüme devam edecektir.

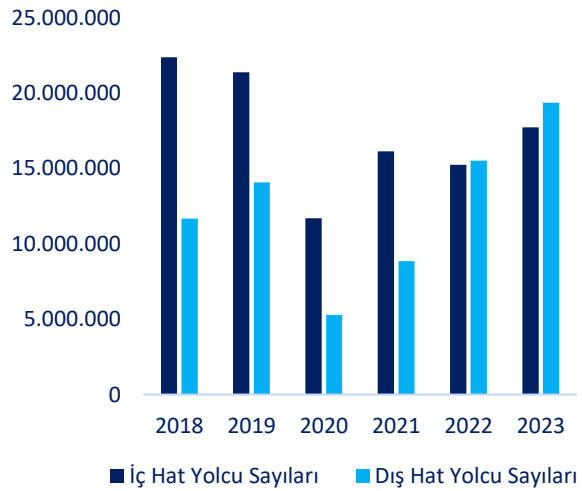
Sabiha Gökçen Havalimanı Yolcu Sayısı



Son 6 Yılda Sabiha Gökçen Havalimanı Toplam Yolcu Sayısı



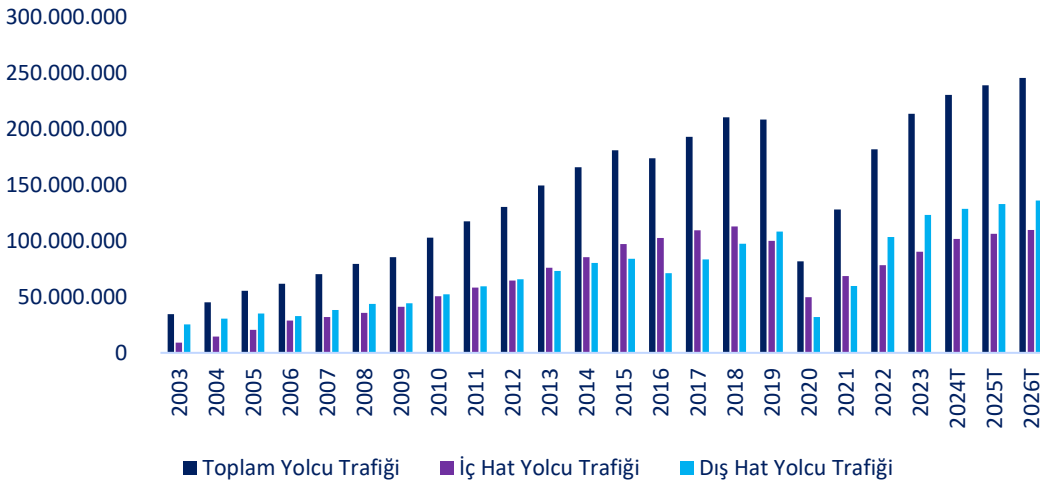
Son 6 Yılda Sabiha Gökçen Havalimanı İç ve Dış Hat Yolcu Sayısı



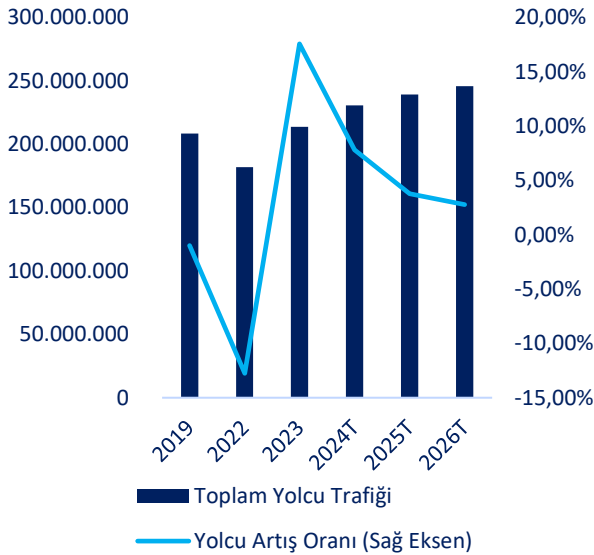
Kaynak: ISG (Sabiha Gökçen Aero)

Yeniden makro düzeyde bakacak olursak Türkiye'deki tüm havalimanlarının yolcu sayısını analiz edip Sabiha Gökçen Havalimanına ağırlık vererek tahmini bir 2024 yılı ortaya çıkarmamız mümkün olmaktadır. Türkiye geneli yolcu trafiği 2003 yılında 34.4 milyon iken 2023 yılında 214.1 milyon kişi olarak gerçekleşmiştir. Pandemi döneminde düşüp şimdi de öncesi seviyelere ulaşmaya çalışan Son 5 yılda neredeyse aynı kalan yolcu sayısı Sabiha Gökçen Havalimanına benzer dış hatlarda gelişim göstermiştir. Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü (DHMI) verilerine göre tahmini 2024-2026 arası süreçte yıllık bazda %3 civarı bir yolcu trafiğinde artış beklenmektedir. Türkiye geneli yolcu sayısında yılın ilk çeyreğinde 43,85 milyon yolcu ağırlanmıştır. 2023 yılına kıyasla %14,6 oranında bir artış olduğunu görmekteyiz. Türkiye geneli havalimanlarının 2024 yılında 230 milyon yolcunun üstünde kapatmasını bekliyoruz.

Türkiye Yolcu Trafiği



2019 ve Son 5 Yıl Havayolları Yolcu Trafiği



2019 ve Son 5 Yıl İç ve Dış Hat Yolcu Sayısı



Kaynak: Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü (DHMI)

DHMI'nin projekte ettiği 2026 yılına kadar yıllık bazda %3'lük yolcu trafiğinin büyümesinden en fazla payını alacak olan havalimanlarının başında gelen Sabiha Gökçen Havalimanı, Pegasus'un kendi kapasite artışlarının yanında ek bir avantaj olarak görüyoruz.

Burada önemli kıyaslamayı şu şekilde yapabiliriz. Sabiha Gökçen Havalimanı 2023 yılında 37 milyon yolcu trafiğine sahip iken 2024 yılı İlk Çeyreğinde 9.432 milyon yolcu trafiğine sahip oldu. Türkiye geneli havayolu yolcu trafiği ise 2023 yılında 213 milyon olurken 2024'ün ilk çeyreğinde 43.858 milyon yolcu trafiğine sahip oldu. Yani Sabiha Gökçen Havalimanı geçen yılın yolcu trafiği sayısının %25'ini 2024 ilk çeyrekte gerçekleştirirken Türkiye'deki tüm havalimanları 2023 yolcu trafiği sayısının 2024 ilk çeyrekte yalnız %20,4'ünü gerçekleştirdi. Bu durum Sabiha Gökçen'deki kapasite artışı ve pist yatırımlarının sonuçlarını bize net gösteriyor.

2024-2023 Çeyreksel Artış'ın Sabiha Gökçen ve Türkiye Geneli Havalimanı Kıyaslaması



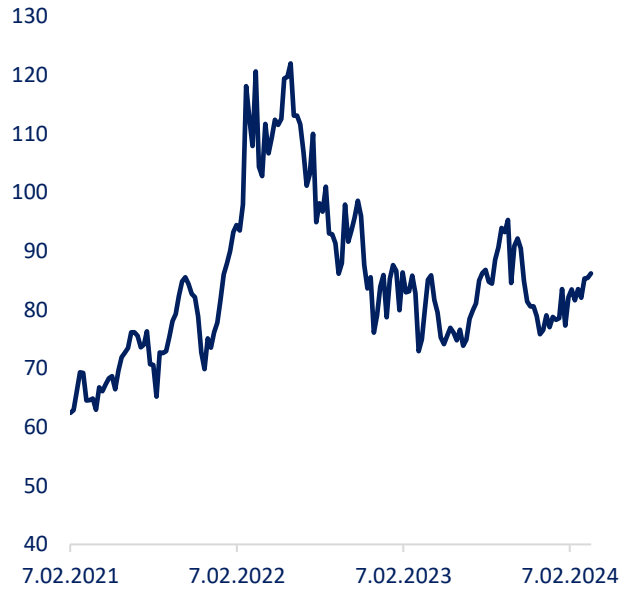
Kaynak:DHMI

Genel olarak baktığımızda kapasite artışları, yolcu trafiğinde artış gibi etkenler ortaya çıksa da önemli bir maliyet kalemi olan jet yakıtlarının yükselmesi önemli risk içeriyor. Her ne kadar Pegasus yakıt giderlerinin yarısını hedge etmeyi kendine uzun vadeli hedef belirlemiş olsa ve şu an için %46'lık hedge oranıyla çalışsa da kalan kısım Brent petroldeki yüksek fiyat dalgalanmalarına açıktır. Bir başka deyişle yükselen ve yüksek seviyesini koruyan petrol fiyatları marjlara olumsuz yansiyabilir.

U.S. Gulf Coast Kerosene-Type Jet Yakıtı Spot Fiyatı FOB, US\$ per Galon



Brent Petrol Fiyatı

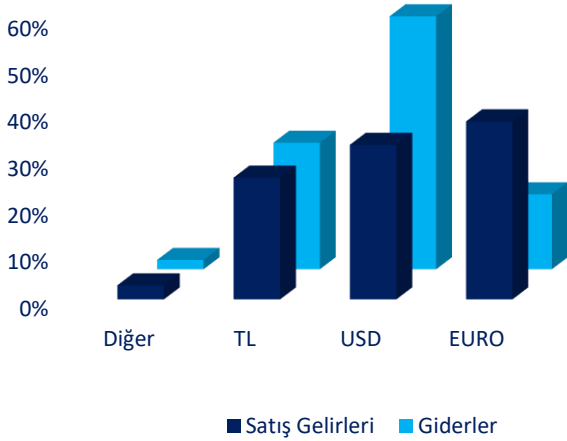


Kaynak: Investing, Index mundi

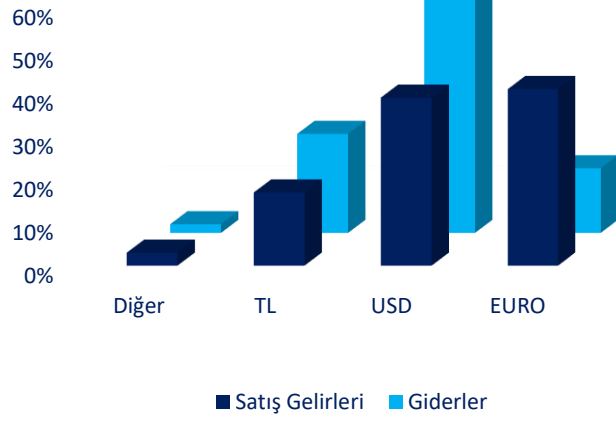
Jet Yakıt fiyatlarının Brent petrole duyarlı bir şekilde ilerlediğini görüyoruz. Bunun üzerine rafineri marjlarındaki artış da gelmekte ki, finansal hedge kontratları bunu karşılamamakta. Global faiz indirimi beklentisi yani ekonomilerin canlanma olasılığı veya siyasal gerginlikler Brent petrolün fiyatının yukarıya ivmelenmesine sebep. 2024 yılında petrol fiyatlarının yukarıya gelmesi önemli risk taşıyabilmektedir. Yine de biz spekülasyon fiyat yükselişlerinin kalıcı olmayacağını, büyük bütçe açıklarıyla boğuşan Opec+ ülkelerinin hazine kaynaklarını artırabilmek amacıyla daha fazla petrol arz ederek fiyatları normalleştireceklerini düşünüyoruz.

Global tarafta yaşanacak faiz indirimlerinin veya gerginliklerinin Euro/Dolar paritesindeki etkilerini yakından izlemek gerekiyor. 2019 yılına baktığımızda satış gelirlerinin %38'i euro cinsinden oluşan Pegasus 2023 yılında bu oranı %47'ye çıkarmış durumda. Bu durum ilk bakışta Euro'nun zayıflamasının oldukça negatif yansımaları beklerken finansal borçlarının %67'sinin Euro'dan, Elinde tuttuğu nakitin yaklaşık %60'ının da ABD Dolarından oluşması sebebiyle aslında kurlar arasında birbirini dengeleyen bir yapı ortaya çıkartıyor. Dengeli portföy yapısı sayesinde minimum ölçüde parite değişikliklerinden etkilense de ECB'nin hızlı faiz indirmesi ve FED'in ECB'nin oldukça arkasında kalması satış gelirlerini ve marjlarını daraltacaktır.

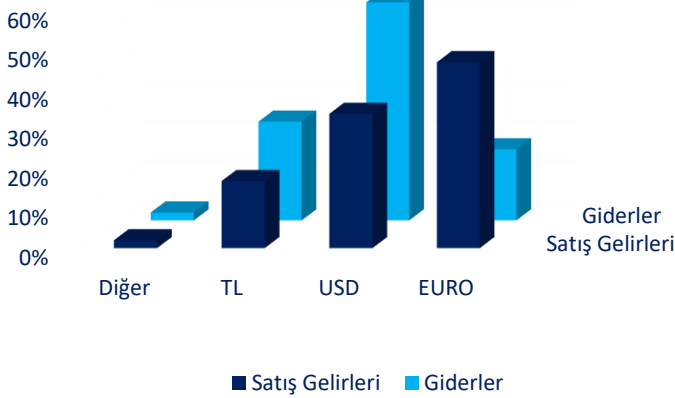
2019 Satış Geliri Ve Giderler



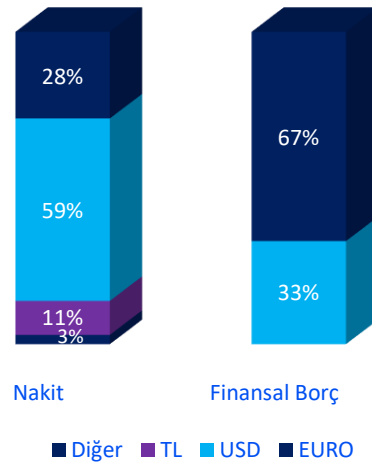
2022 Satış Geliri Ve Giderler



2023 Satış Gelirleri ve Giderler



Nakit ve Finansal Borçların Kırılımı

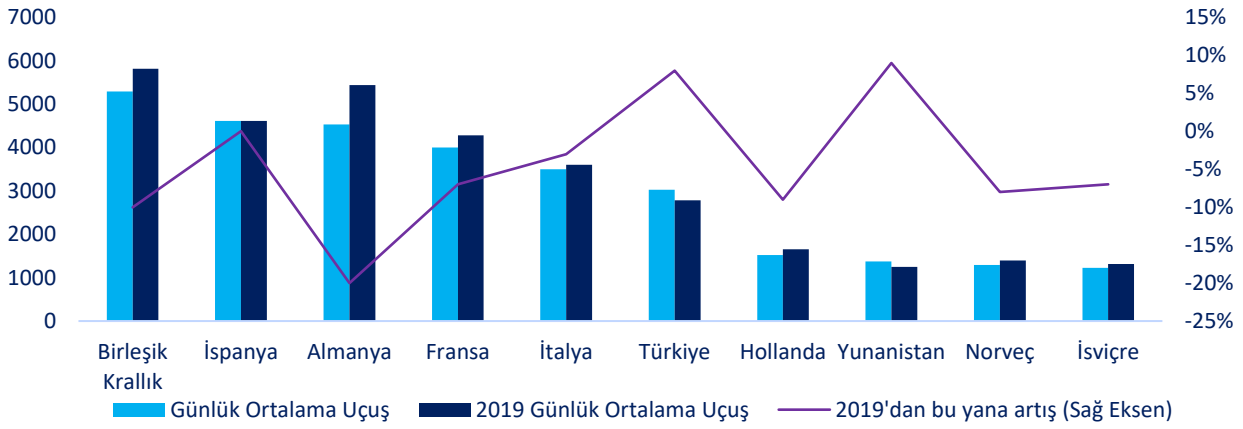


B. Türkiye'de Hava Ulaştırıcılığı Sektörü

Türkiye'yi sektörel olarak ve sektörel rekabet olarak 2 ayrı düzeyde yorumlamayı makul buluyoruz. Sektörel rekabet tarafında firma sayısı Pegasus çevresinde baktığımız zaman Türk Hava Yolları ve iştiraki AnadoluJet (Ajet) olarak karşımıza çıkmakta.

Sektör düzeyinde incelediğimizde havalimanlarındaki yolcu trafiğinin pandemi öncesi seviyeye dönüp normalleşmeye başlamasını pozitif buluyoruz. Dünyanın ana geçiş noktalarından biri olması sebebiyle doğal hub lokasyonu, iyi hizmet, fiyatta rekabet avantajı sebebiyle Türkiye'de havacılık sektörü, aynı pazara hitap eden diğer ülkelerden hızlı geliyor. Turizm cazibesinin yanında Türkiye'nin sağlık sektöründe özellikle estetik ve saç ekimi tarafında çekim merkezi olması da havacılığı desteklemekte. Bu noktada Türk Lirasının son zamanlarda reel olarak değer kazanmaya başlaması süreci devam ettiği taktirde fiyatlandırma avantajını azaltıp havacılık sektörü için bir risk teşkil edebilir.

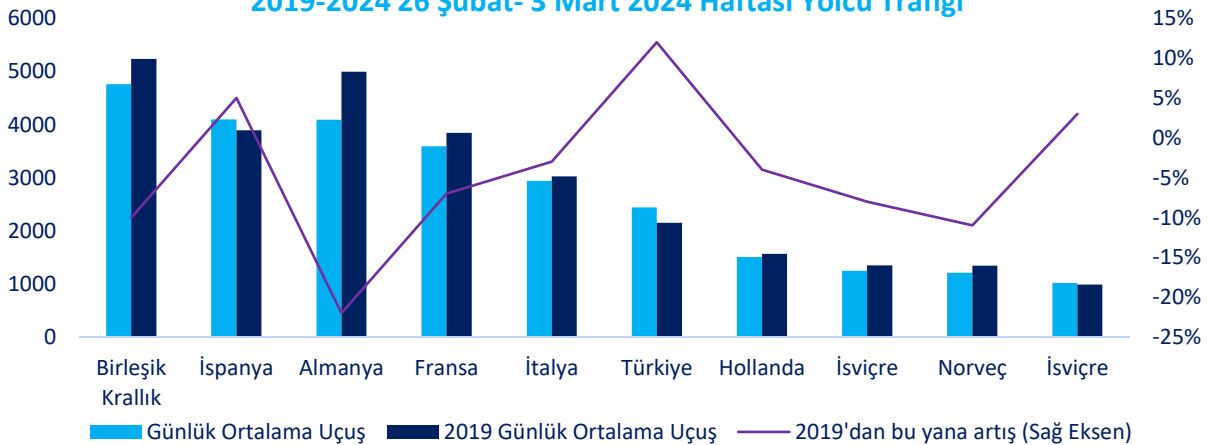
2019-2023 Günlük Yolcu Trafiğindeki Değişim



Kaynak: Eurocontrol Avrupa Havacılık

Avrupa'nın en büyük 10 havayolları yolcu trafiği sayısına sahip ülkelere baktığımızda 2019-2023 arası dönemde Türkiye ve Yunanistan harici 8 ülke ortalama olarak %13 civarında bir azalmaya uğramış durumda. Fakat Türkiye ve Yunanistan 2019'un üzerinde %10'a yakın bir büyüme görüyoruz. Avrupa tarafında 2019 yılına göre yaşanan daralmanın global faiz indirimlerine başlanmasıyla tekrar aynı seviyelere gelmesini bekleriz. Türkiye'de hızlı toparlamanın ülkenin yüksek potansiyeline işaret ettiğini düşünüyoruz.

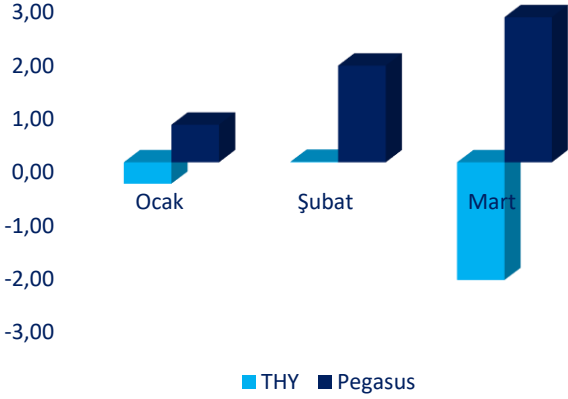
2019-2024 26 Şubat - 3 Mart 2024 Haftası Yolcu Trafiği



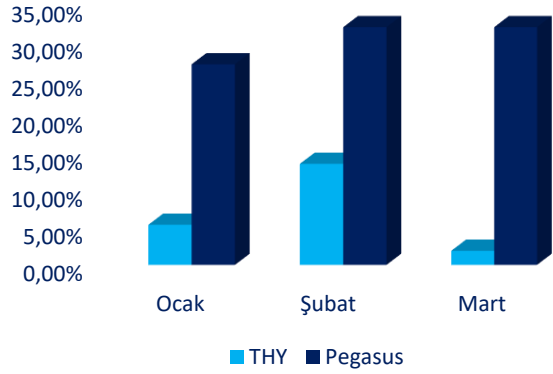
Kaynak: Eurocontrol Avrupa Havacılık

2024 yılında Eurocontrol'ün yayınladığı son verileri Türkiye'deki ivmelenme devam ettiğini gösteriyor. Bu 2024 yılının 2023'e paralel bir şekilde büyümeye devam edebileceğini gösteriyor.

2024 Yılında 2023 Yılında İlk Çeyreğine Göre Yolcu Doluluk Puan Gelişimi



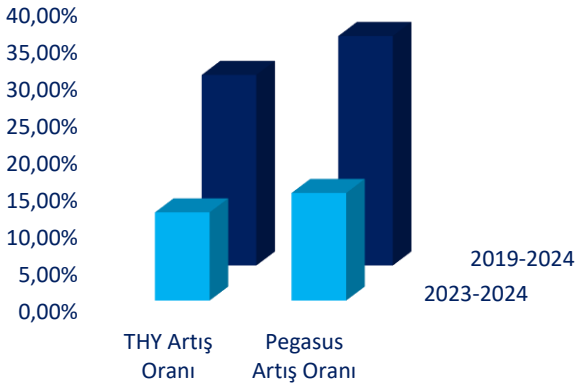
Dış Hatlarda 2024 Yılında 2023 Yılında İlk Çeyreğine Göre Yolcu Sayısı Değişim Oranları



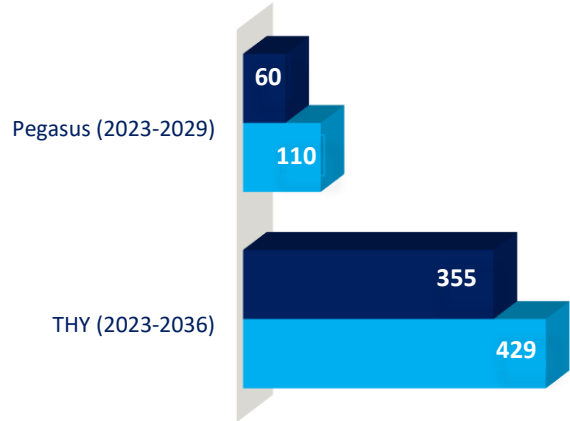
Kaynak: Türk Hava Yolları, Pegasus

2024 yılının ilk çeyreğini değerlendirdiğimizde Pegasus'un Türk Hava Yollarından daha hızlı yol aldığını söylemek mümkün. Burada asıl büyümenin dış hat tarafından gelmesi ayrıca değerli. Pegasus'un Avrupadaki yüksek faiz ortamının Haziran itibariyle inişe geçmesinden kıyaslamalı daha fazla nemalanacağını düşünüyoruz.

Uçak Filosu Büyümesi (Oran)



■ Hedeflenen Uçak Siparişleri ■ 2023 Sonu Filo Büyüklüğü



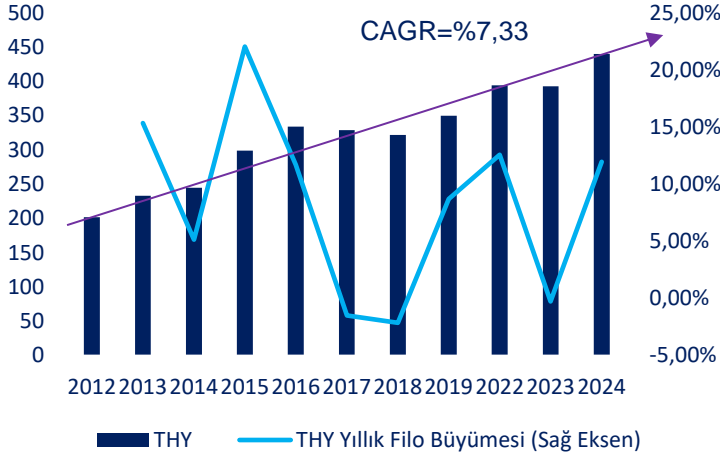
Kaynak: Türk Hava Yolları, Pegasus

Pegasus 2024'ün ilk çeyreğinde 2023 ilk çeyreğine kıyasla uçaklarının yolcu doluluk oranı puanını artırırken THY şubat ayında sabit Ocak ve Mart ayında gerileme gösterdi. Yılın geri kalanında da Pegasus için 2023'ün hafif üstünde seyretmesini bekleriz.

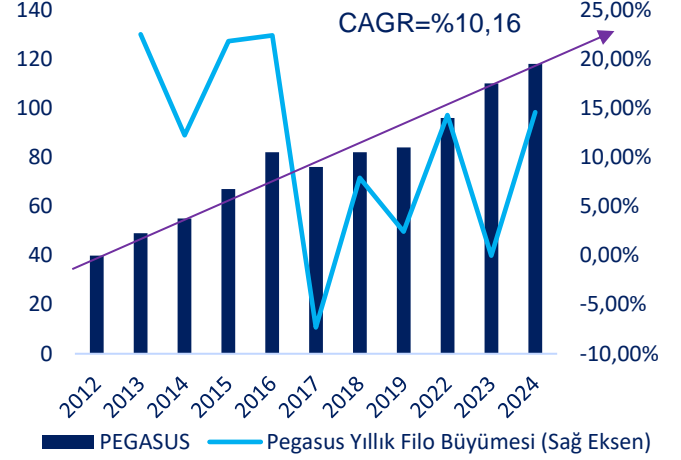
Verilen uçak siparişlerine baktığımızda her 2 şirket içinde büyük bir kapasite artışı görmek mümkün. Yeni gelecek olan uçakların daha fazla yolcu alması ve yakıt tüketimi konusunda daha ekonomik olması fazlasıyla değerli. Burada THY'nin kapasite artışını yıllık bileşik büyüme oranını (CAGR) aldığımızda %4,74 Pegasus'un kapasite artışını CAGR olarak aldığımızda %7,52 gibi bir rakama tekabül etmektedir. 2029 yılına kadar Pegasus'un daha fazla kapasite artışı yapması orta vadede Pegasus'u daha cazip bulmamızı sağlıyor. (Yıllık bazda artışlar alınırken filodan çıkarılacak uçaklar dahil edilmemiştir.)

Türk Hava Yolları-Pegasus Tarihsel Verilerle Karşılaştırma

THY Yıllık Filo Büyümesi



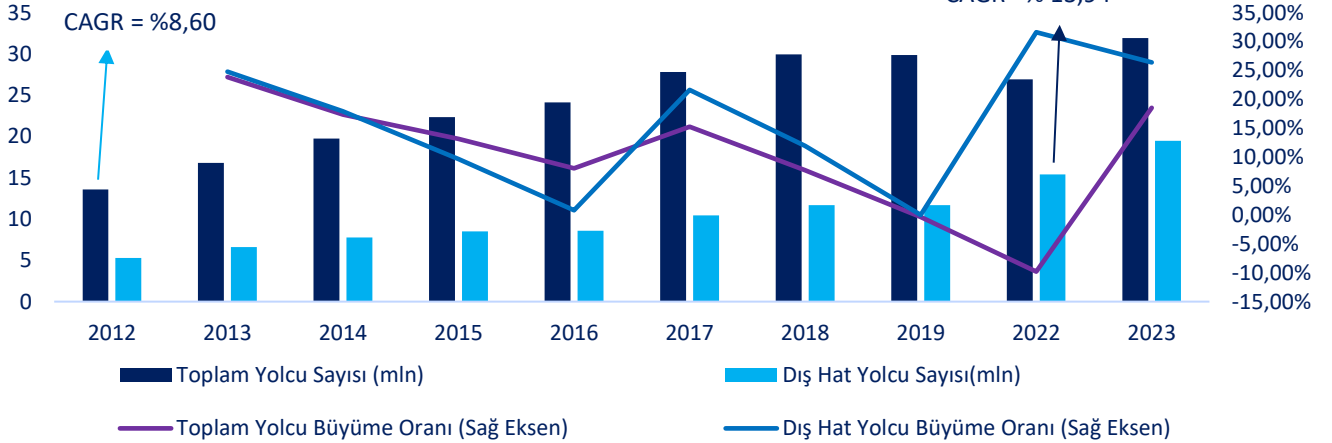
Pegasus Yıllık Filo Büyümesi



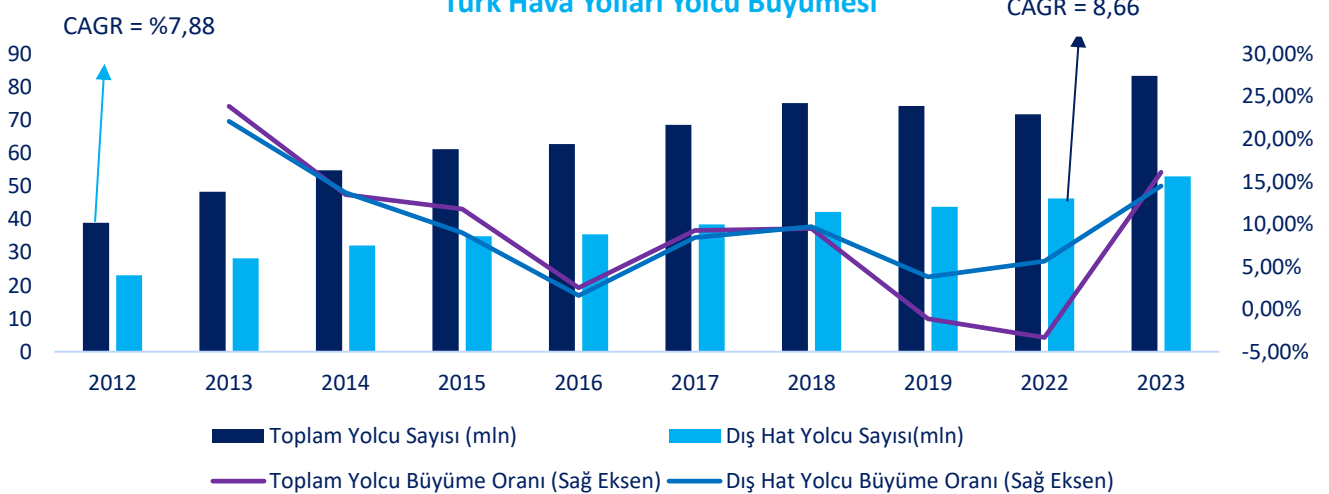
Kaynak: THY, Pegasus

Pegasus son 11 yılda yıllık CAGR %10,16 kadar filosunu büyütürken THY yıllık %7,33 CAGR ile bir büyüme ile karşımıza çıkmakta. 2029'a kadar olan filo büyümesi projeksiyonuna göre değerlendirdiğimizde Pegasus'un THY'ye göre daha hızlı olduğunu düşünüyoruz.

Pegasus Yolcu Büyümesi



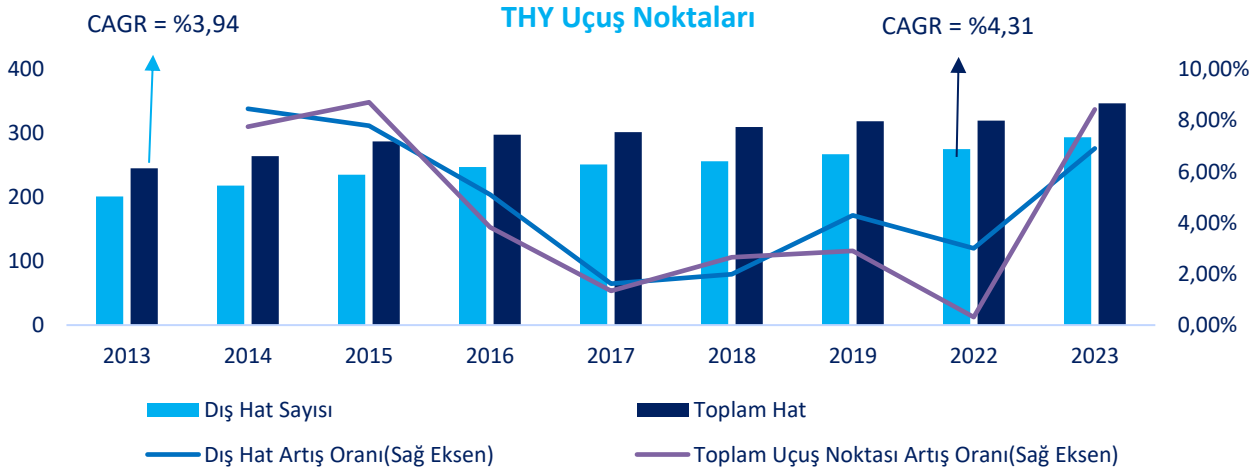
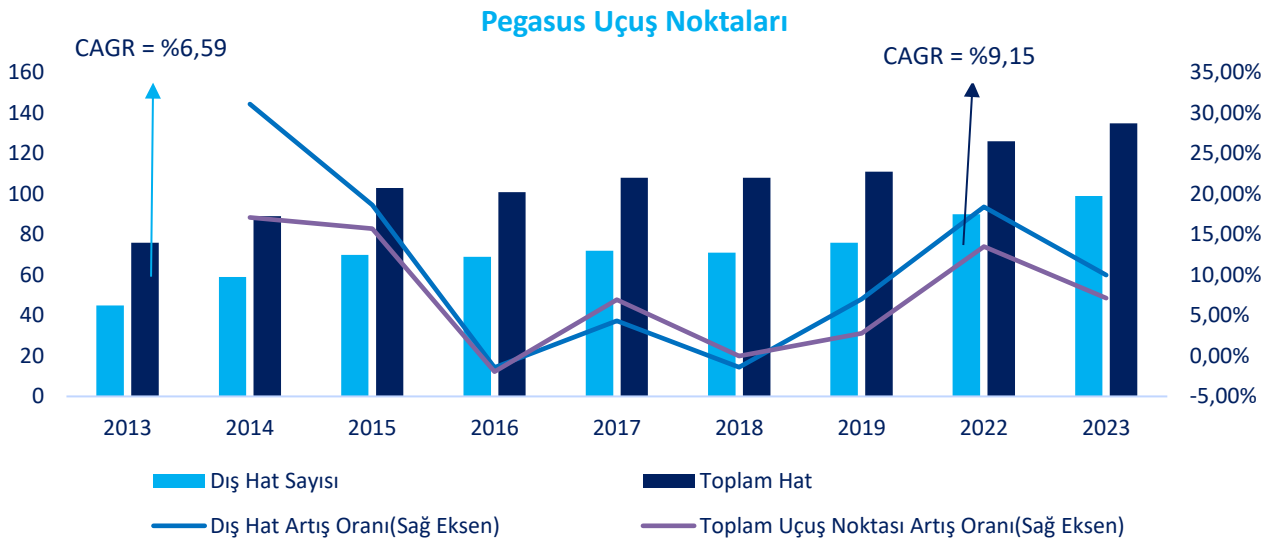
Türk Hava Yolları Yolcu Büyümesi



Kaynak: THY, PEGASUS

Pegasus toplam yolcu sayısını 10 yıllık ortalama şeklinde baktığımızda yıldan yıla CAGR = %10,42 Türk Hava Yollarında Pegasus'un altında %7,88 toplam yolcu sayısında büyüme görmekteyiz. Son 10 Yıllık yıldan yıla dış hat büyüme oranlarına baktığımızda iste Pegasus CAGR %13,94 olurken Türk Hava Yolları CAGR %8,66 oldu.

Pegasus'u bu bağlamda incelediğimizde bileşik büyüme oranı ile yıllık ortalama olarak toplam yolcu sayısındaki artış oranının 5 puan üzerinde dış hatlarda büyüme görmek mümkün. THY ise toplam yolcu sayısındaki artış oranının hafif üzerinde dış hat yolcu sayısında büyüme göstermiş. Bu durum Pegasus'un dış hatlarda daha hızlı büyüebildiğini ve gelirlerini yabancı para cinsinden daha hızlı artırdığını gösteriyor. Önümüzdeki senelerde de dış hatlarda Türk Hava Yollarına göre hem filosunun daha hızlı büyümesi hemde Türk Hava Yolları'na göre yabancı ülkelerde hat açmasının daha hızlı olmasından kaynaklı avantajlı kalmasını bekleriz.



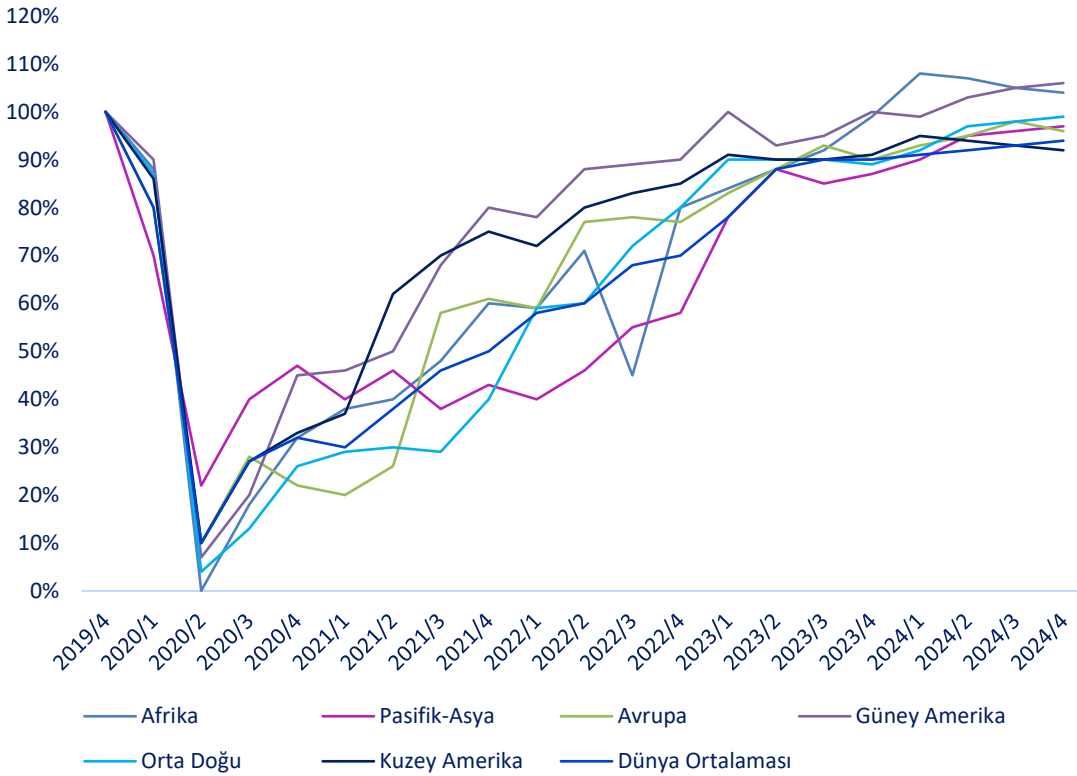
Kaynak: THY, PEGASUS

Uçuş noktalarında yıllık bileşik büyüme olarak Pegasus özellikle dış hatlarda Türk Hava Yolları'nın 2 katından fazla büyüme göstererek uçak filosunda daha hızlı büyümesiyle beraber dış hatlardaki yolcu sayısını arttırdı. Toplam uçuş noktasında da hızlı yayılım sağlayan Pegasus'un önümüzdeki yıllarda Türk Hava Yollarından daha hızlı büyümeye devam edebileceğini düşünüyoruz.

C. Global Hava Ulaştırıcılığı Sektörü

Pandeminin 2020 yılında hayatımıza girmesiyle beraber havacılık sektöründe büyük daralmalar meydana geldi. Hükümetlerin koydukları yasaklarla beraber hatlar kapatıldı ve 2022'ye kadar havacılık için zor günler geçti. 2022 itibari ile ülkemizde Afrika ve Güney Amerika'da hızlı toparlanmalar meydana gelmiş olsa da Orta Doğu, Avrupa, Kuzey Amerika ve Pasifik-Asya tarafı 2019'un yolcu trafiğine tam olarak ulaşamadı. 2023 ve 2024'ün ilk 3 ayında ülkemiz açısından 2019'un üzerine çıkmış bulunsakta Dünya geneline baktığımızda henüz 2019 seviyesine gelemediğini görüyoruz. Artan petrol fiyatları ve siyasi gerilimler pandemi sonrası havayolları ulaştırıcılığı sektörünün temel etkenlerinden oldular.

2019'u Baz Alan Yolcu Trafiği Endeksi 2019=%100



Kaynak: Airports Council International

Airports Council International'ın 2024 tahminlerine baktığımızda bölgelerin 2023'e paralel gitmesi beklenmekte. Dünya ortalaması ise 2019 baz alınan endekste %95'ler seviyesinde kalmaya devam ediyor.

Bu durumun global yüksek faiz ortamının en önemli etmenlerden biri olduğunu düşünmekteyiz. Fakat bu durumu yüksek faiz ortamında tatil yapmak isteyen insanların daha az para harcayacağı yani parasının, gideceği ülkede değerli olduğu ülkelere gitme ihtimalini artırdığını düşünmekteyiz. En önemli örnek olarak Türkiye'nin sağlık turizmindeki gelişimini incelediğimizde bunu gördük. Yine de Avrupa ekonomisinin canlanması ve uçuş trafiğinin 2019 yılı seviyesine gelmesiyle faiz indirimlerinin sektöre daha fazla olumlu yansımaları bekliyoruz. Artan petrol fiyatlarının etkisinde 2024'ün ilk çeyreğinden itibaren hissetmeye başlayacağımızı düşünüyoruz. Global tarafta Havayolu taşımacılığının 2024'ün 3. çeyreğine kadar 2019 seviyesinin üstüne geçemeyeceğini öngörüyoruz. Fakat siyasi gerginliklerin azalması ve petrol fiyatlarının dengeye gelmesiyle azalan faiz ortamıyla beraber hızlı bir şekilde canlanacağını düşünmekteyiz.

Global Rakip Çarpanları

Şirket	2024 Tahmini FD/FAVÖK	2024 Tahmini F/K	2025 Tahmini FD/FAVÖK	2025 Tahmini F/K
Pegasus Hava Tasimacılığı AS	4,7	3,9	3,5	3,2
Pegasus İskonto Oranı	22,69	61,15	36,59	63,71
Ortalama	6,08	10,04	5,52	8,82
Türk Hava Yolları	4,03	4,8	3,22	4,05
Air France-KLM	2,5	2,43	2,3	1,88
Ryanair Holdings PLC	7,68	12,41	6,05	9,61
Deutsche Lufthansa AG	2,89	4,87	2,73	4,57
easyJet PLC	3,01	8,62	2,82	7,93
Southwest Airlines Co	5,21	17,79	4,09	12,29
Asia Aviation PCL	8,16	18,06	7,64	13,83
Controladora Vuela Cia de Avia	4,63	15,27	4,09	9,44
Singapore Airlines Ltd	4,75	7,58	5,54	10,37
JET2 PLC	1,79	8,01	1,66	7,63
Exchange Income Corp	6,74	15,25	6,06	12,3
Wizz Air Holdings Plc	5,4	8,41	4,16	5,97
Finnair Oyj	3,32	5,76	3,2	5,4
Vietjet Aviation JSC	14,45	32,57	10,53	18,97
Frontier Group Holdings Inc	8,99	18,09	4,36	8,08
Bangkok Airways PCL	8,44	16,22	8,24	14,82
Allegiant Travel Co	5,54	12,22	4,41	7,79
InterGlobe Aviation Ltd	9,82	18,6	9,38	17,84
Norwegian Air Shuttle ASA	3	7,79	2,67	7,34
Air Arabia PJSC	5,4	9,17	5,18	8,79
CAPITAL A BHD	8,25	6,45	7,53	5,18
China Eastern Airlines Corp	7,52	6,6	7,12	4,63
China Southern Airlines Co	7,57	6,83	6,81	4,65
Jeju Air Co Ltd	3,94	6,87	3,97	7,62
Air China Ltd	7,42	13,74	7,34	10,21
Azul SA	4,67	8,3	4,14	6,18
Spring Airlines Co Ltd	9,9	15,02	8,6	12,5
Jazeera Airways Co KSCP	11,22	19,62	9,96	2,9

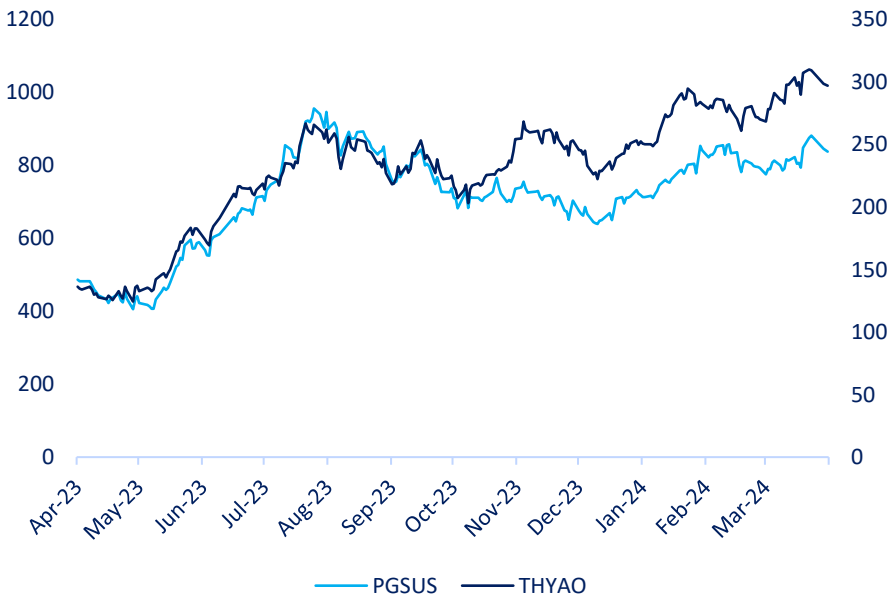
Pegasus'un özel bir şirket olduğunu düşündüğümüzde ülkelerin varlık fonlarına ait veya kamu kuruluşları halinde kurulmuş olan havayollarını dahil ederek karşılaştırma yaptığımızda daha hızlı büyümesine rağmen şirket iskontolu gözükmektedir. Global anlamda coğrafi bir kilit noktasında bulunan, pandemi dönüşü havayolu trafiğini 2019'a kıyasla en hızlı yakalayan, Avrupa'nın aksine 2019'a nazaran pazar kazanımı Avrupa 'lı benzerlerinin üzerinde kalan şirketin hisselerinin iskontolu işlem görmemesi gerektiğine inanıyoruz. Genel anlamda ortalama %35-40 çarpan iskontosu bulunan Pegasus'un gerek ülke içindeki havalimanlarının gerçekleştirdiği kapasite artışı gerekse kendi filosunda yaptığı kapasite artışları ayrıca da yolcu trafiğinin güçlü 2024 başlangıcı ile bir fırsatı verdiğini düşünüyoruz.

D. Özet

Pegasus 2023 yılında cirosunu %65 FAVÖK'ünü %53 artırmayı başardı. Finansal tablolarında kullandığı fonksiyonel para birimi Euro olduğundan enflasyon muhasebesinin ciro ve FAVÖK tarafında değil daha çok duran varlıkların değerlendirilmesinden kaynaklı olarak net karı %194 oranında arttı. 2023 yılında seçime kadar olan süreçte kurun baskılanmasından kaynaklı olarak genel olarak yılı 2022'deki büyümenin altında gerçekleştirdi.

2024 yılına geldiğimizde hem Sabiha Gökçen Havalimanında gerçekleştirilen kapasite artışları ve yeni pist sahalarının oluşturulması hem de filoya daha fazla koltuk kapasiteli ve yakıt tüketimi daha uygun yeni uçakların eklenmesiyle yılın ilk aylarında güçlü bir performans gösterdi. Geçen yılın ilk çeyreğine oranla yaklaşık %28 daha fazla yolcu taşıyan Pegasus aynı dönemde Türk Hava Yolları'nın %8,4 yolcu artışıyla kıyaslandığında daha güçlü bir büyüme kaydetti. 2024 yılında filolarına eklenecek yeni nesil 16 uçak ve filodan çıkaracağı eski 8 uçağı sayesinde yaklaşık %10-12'lik bir koltuk kapasite artışını gerçekleştirmesi mümkün duruyor. Pegasus'un global faiz oranlarının yılın 2.yarisında düşmesiyle beraber canlanan Avrupa pazarında cirosunu daha fazla artırmasını ve kapasite artışlarıyla beraber taşıdığı yolcu sayısında güçlü büyüme kaydetmesini bekleriz

Artan petrol fiyatları ve USDTRY artışının yabancı portföy akımları sayesinde hız kesmesi risk teşkil ediyor. Pegasus tarafından petrol fiyatlarının %46 oranında hedge edilmesi ve finansal borç tarafının büyük kısmının yabancı para üzerinden olması riskleri daha fazla minimize edebileceğimizi bize gösteriyor Türk Hava Yolları'nın iştiraki AJet tarafından 2024 yılı için önemli bir pazar payı tehditi beklesek de 2024 sonrası dönemde yurtdışında pazar payında baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Fakat 'low cost modeli' ile gerek yılın ilk aylarında sektördeki rakiplerine karşı daha fazla konma sayısı ve yolcu sayısında artış göstermesi gerekse yurtdışındaki rakiplerine göre daha hızlı büyürken rakiplerinden iskontolu olması Pegasus'u cazip kılmaya devam ediyor. Genel olarak değerlendirdiğimizde kendi uçaklarındaki kapasite artışlarının yanında Sabiha Gökçen Havalimanı'nın büyümesi ve 2024'ün 2.yarisında Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz indirimine gitme ihtimalinin yüksek olduğunu düşündüğümüzde rakiplerinden iskontolu kalan Pegasus için 1 yıllık hedef fiyatımızı %80'lik bir yükselme potansiyeli '1509,9 TL' ile 'AL' önerisinde bulunuyoruz.



E. Projeksiyonlar & Değerleme

PGSUS

All values in million Turkish Lira unless stated otherwise

Macro Assumptions	2021/12	2022/12	2023/12E	2024/12E	2025/12E	2026/12E	2027/12E	2028/12E	2029/12E	2030/12E	2031/12E	2032/12E
Inflation Rate	36,0%	64,3%	67,0%	44,0%	25,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%
USD/TRY end of the year	13,40	18,71	29,48	44,72	55,90	60,65	65,50	70,42	75,35	80,24	85,06	89,74
USD/TRY average for the year	8,89	16,58	24,09	37,10	43,90	47,80	63,08	67,96	72,88	77,79	82,65	87,40
GDP Growth	11,4%	5,6%	4,1%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Discounted Cash Flows (DCF)

TRY mn	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Revenue	10.664	42.732	70.532	116.800	151.840	170.555	190.339	211.038	232.459	254.368	276.498	298.549
Revenue Growth	122,0%	300,7%	65,1%	65,6%	30,0%	12,3%	11,6%	10,9%	10,2%	9,4%	8,7%	8,0%
Real Revenue Growth	63,2%	143,9%	-1,2%	15,0%	4,0%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%
EBITDA	2.271	14.099	21.626	36.208	48.589	54.577	60.908	67.532	74.387	81.398	88.479	95.536
EBITDA Growth	372%	521%	53%	67%	34%	12%	12%	11%	10%	9%	9%	8%
EBITDA Margin	21%	33%	31%	31%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
EBIT	-545	9.634	13.823	27.997	28.090	45.675	52.990	59.618	66.576	73.512	80.599	87.624
Tax (-)	-84	-481	-10.793	6.999	7.023	11.419	13.248	14.905	16.644	18.378	20.150	21.906
Effective Tax Rate	4%	-7%	-107%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPAT	-461	10.115	24.616	20.998	21.068	34.256	39.743	44.714	49.932	55.134	60.449	65.718
NOPAT Margin	-4,3%	23,7%	34,9%	18,0%	13,9%	20,1%	20,9%	21,2%	21,5%	21,7%	21,9%	22,0%
Depreciation and Amortization (+)	2.816	4.465	7.803	8.211	20.498	8.903	7.918	7.914	7.811	7.885	7.880	7.912
Depreciation/Capex	-7886%	-968%	-29%	19%	75%	29%	16%	15%	14%	62%	57%	53%
Net Working Capital (NWC)	-1.412	-2.254	-3.782	-6.160	-8.008	-8.995	-10.039	-11.131	-12.260	-13.416	-14.583	-15.746
NWC / Revenue	-13%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Change in Working Capital (-)	-790	-842	-1.528	-2.378	-1.848	-987	-1.043	-1.092	-1.130	-1.156	-1.167	-1.163
Change in Working Capital / Rever	-7%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%
Net Income	-1.972	7.100	20.908	21.725	26.724	27.289	30.454	33.766	37.193	40.699	44.240	47.768
Net Income Margin	-18,5%	16,6%	29,6%	18,6%	17,6%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
CAPEX / Revenue				37,0%	18,0%	18,0%	26,0%	25,0%	24,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX (-)				43.216	27.331	30.700	49.488	52.760	55.790	12.718	13.825	14.927
Free Cash Flows	3.181	15.884	34.213	-11.629	16.083	13.446	-784	960	3.082	51.457	55.672	59.865

Risk Free Rate	27%	24%	22%	19%	17%	16%	14%	12%	11%	10%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Premium	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Cost of Equity	35%	32%	30%	27%	25%	24%	22%	20%	19%	18%
Cost of Debt After Tax	26%	24%	22%	21%	19%	18%	16%	15%	14%	14%
Equity Percentage	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
Debt Percentage	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
WACC	29,9%	27,5%	25,3%	23,4%	21,7%	20,1%	18,7%	17,5%	16,4%	15,4%

Present Value Calculation

Discount Factor	0,95	0,76	0,62	0,51	0,42	0,35	0,30	0,26	0,22
Discounted Cash Flows (1 year forward)	-11.070	12.215	8.276	-396	404	1.093	15.534	14.441	13.459

PV of Free Cash Flows (1 year forward)	53.956
Terminal Growth Rate	6,0%
Exit Multiple: Terminal Value to FCF	11,30
PV of Terminal Value (1 year forward)	152.099
Net Debt	84.905
Fair Value	121.150
Number of shares outstanding	102
Estimated Stock Price, 12-month target (TRY)	1509,9
Current Stock Price (TRY)	838,0
Potential	80%

Değerleme:

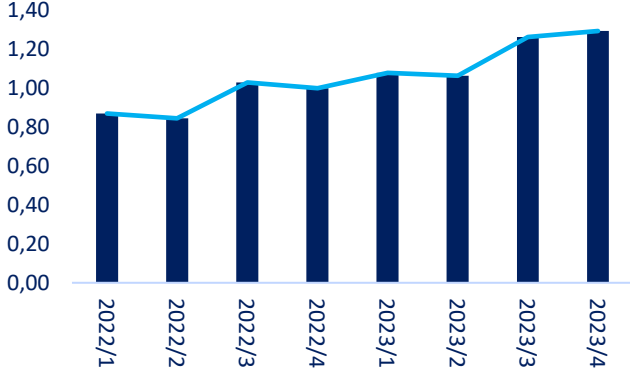
Pegasus için bir yıllık hedef fiyatımızı 1509,9 TL olarak 'AL' tavsiyesiyle belirliyoruz. %80 TL bazlı getiri potansiyeli olan modelimizde sürdürülebilir nominal büyümeyi %6 olarak modelledik. Beta katsayısını 1x olarak aldık. Risksiz faiz oranı için 10 yıllık Türkiye Tahvili getirisini baz aldık. CAPEX hesabını yaparken nakit akım tablosunda finansal kiralama giderlerinden sahip olunan uçakların tahmini giderlerini belirli varsayımlar altında projeksiyonumuza ekledik.

F. Finansal Tablolar

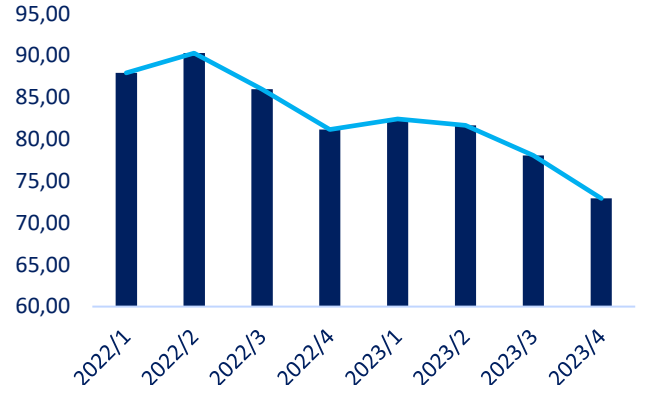
FİNANSAL DURUM TABLOSU	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12
Sunum Para Birimi	TL	TL	TL	TL
Finansal Tablo Niteliği	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Dönen Varlıklar	5.358.554.832	12.687.114.838	20.717.301.827	48.001.577.327
Duran Varlıklar	23.712.117.959	40.209.484.111	75.085.744.611	153.953.502.230
Toplam Varlıklar	29.070.672.791	52.896.598.949	95.803.046.438	201.955.079.557
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.505.674.770	12.679.117.885	20.759.664.303	37.183.794.680
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.178.580.383	33.414.087.401	56.998.638.816	110.102.098.656
Toplam Yükümlülükler	23.684.255.153	46.093.205.286	77.758.303.119	147.285.893.336
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.386.417.638	6.803.393.663	18.044.743.319	54.669.186.221
Ödenmiş Sermaye	102.299.707	102.299.707	102.299.707	102.299.707
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0			
Toplam Özkaynaklar	5.386.417.638	6.803.393.663	18.044.743.319	54.669.186.221
Toplam Kaynaklar	29.070.672.791	52.896.598.949	95.803.046.438	201.955.079.557
KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12
Sunum Para Birimi	TL	TL	TL	TL
Finansal Tablo Niteliği	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Hasılat	4.803.559.909	10.664.406.707	42.732.213.696	70.531.531.601
Satışların Maliyeti	-6.062.262.535	-10.546.868.537	-31.155.507.983	-53.713.132.638
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	-1.258.702.626	117.538.170	11.576.705.713	16.818.398.963
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı				
Finans Sektörü Faaliyetleri Maliyeti				
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kâr (Zarar)				
Brüt Kâr (Zarar)	-1.258.702.626	117.538.170	11.576.705.713	16.818.398.963
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	-1.360.923.789	-611.875.719	9.675.473.711	13.087.349.012
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı (Zararı)	-1.551.900.788	-570.740.576	10.144.305.773	14.450.344.969
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı (Zararı)	-2.024.844.603	-2.056.785.796	6.618.948.494	10.114.683.933
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı (Zararı)	-1.965.097.057	-1.972.478.349	7.100.145.148	20.907.501.797
Durdurulan Faaliyetler Dönem Kârı (Zararı)				
Net Dönem Kârı (Zararı)	-1.965.097.057	-1.972.478.349	7.100.145.148	20.907.501.797
Dönem Kârının (Zararının), Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0
Dönem Kârının (Zararının), Ana Ortaklık Payları	-1.965.097.057	-1.972.478.349	7.100.145.148	20.907.501.797
Diğer Kapsamlı Gelir (Gider)	2.009.345.488	3.389.454.374	4.074.752.090	15.716.941.105
Toplam Kapsamlı Gelir (Gider)	44.248.431	1.416.976.025	11.174.897.238	36.624.442.902
Toplam Kapsamlı Gelir, Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0
Toplam Kapsamlı Gelir, Ana Ortaklık Payları	44.248.431	1.416.976.025	11.174.897.238	36.624.442.902

G. Finansal Oranlar

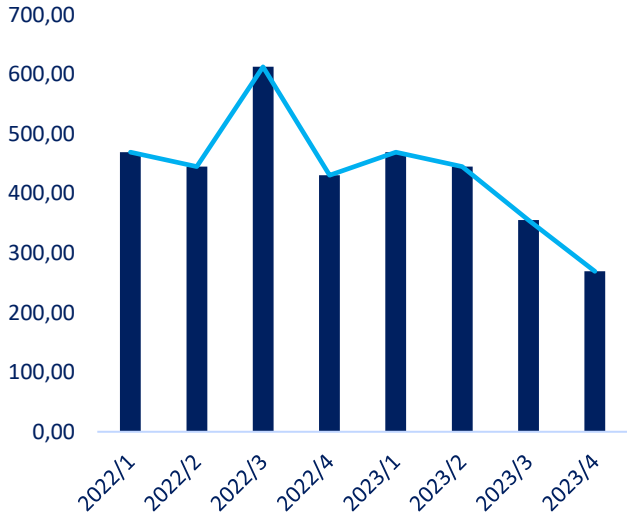
Cari Oran



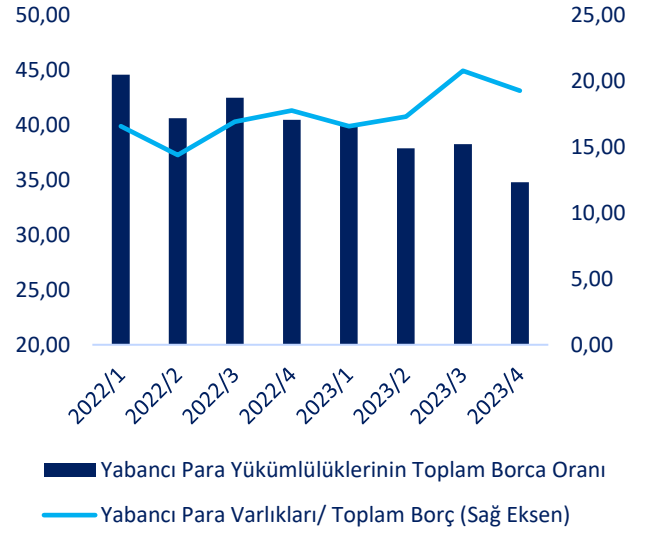
Finansal Kaldıraç Oranı (Yüzdesel)



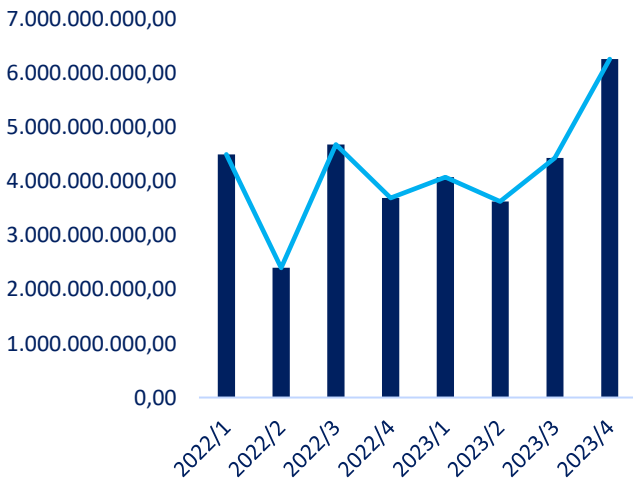
Toplam Borç / Özsermaye (Yüzdesel)



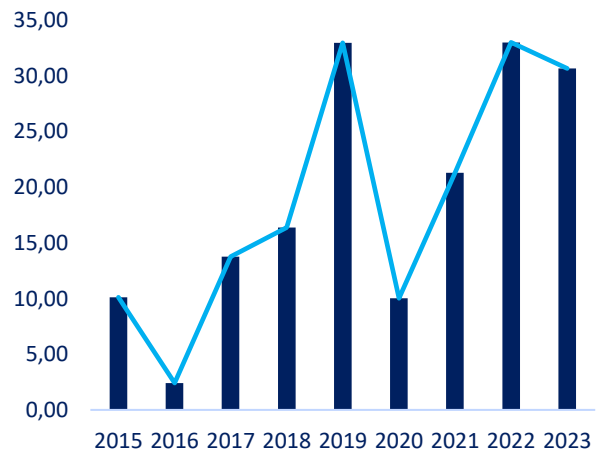
Yabancı Para Cinsinden Borç-Varlık İlişkisi (Yüzdesel)



Net İşletme Sermayesi



Yıllık FAVÖK Marjı



H. Sorumluluk Reddi Beyanı

Bu raporda yer alan içerik, bilgi, fiyat verileri ve grafikler ile yorumlar, yatırım kararına temel teşkil edecek şekilde, doğruluk ve geçerlilik açısından herhangi bir garanti verilmeden, iyi niyetle ve yalnızca bilgi edinme amacıyla mevcut kaynaklardan derlenmiştir. Müşterilerin burada yer alan bilgileri, herhangi bir ticari faaliyete girişmeden önce birçok girdi ve değerlendirmeden yalnızca biri olarak kullanmaları tavsiye edilir.

Bu raporda yer alan yorum ve tavsiyeler özel yatırım tavsiyesi, danışmanlık hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp genel yatırım tavsiyesi kapsamındadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kuruluşların SPK mevzuatı gereği bu hizmeti vermeye yetkili kuruluşlarla iletişime geçmeleri gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlardan, portföy yönetim şirketlerinden, mevduat dışı bankalardan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde alınabilmektedir.

Genel bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu rapor, kişiselleştirilmiş yorum ve tavsiyeler içermediğinden müşterinin mali durumu, risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Herhangi bir menkul kıymetin veya diğer yatırımların satın alınması veya satılması için bir izahname, teklif belgesi veya talep teşkil etmez.

Bu raporda yer alabilecek yüksek riskli yatırım ürünleri kaldıraç, piyasa, politik, ekonomik ve kur risklerinden dolayı ana para kaybına neden olabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeniz beklentilerinizi karşılayan sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca bu raporda bahsedilen ürünler belirli yargı bölgelerinde satışa sunulmayabilir.

A1 Portföy, geniş bir faaliyet yelpazesine sahip bir finans grubunun bağlı kuruluşu olarak, yürürlükteki yasal hükümler ve iç yönergeler çerçevesinde çözümlenen çıkar çatışmalarıyla karşı karşıya kalabilir. A1 Portföy veya Güler Holding'in diğer iştirakleri, gerek kendi hesabına gerekse müşterileri hesabına bu belgede belirtilen görüşlere aykırı işlemlerde bulunabilir.

A1 Portföy, ekteki bilgi ve tavsiyeleri, önceden herhangi bir ihtar ve/veya ihtar gerek kalmaksızın, her zaman değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. A1 Portföy'ün bu raporda yer alan kapsamlı bilgi, yorum ve tavsiyelere ilişkin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır.

A1 Portföy ve çalışanları, bilgi, görüş ve yorumlara dayanılarak alınan karar ve işlemler nedeniyle ilişkili kişilerin veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği maddi ve manevi zararlardan, kar mahrumiyetinden, doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan sorumlu değildir.

Bu rapor yalnızca hedeflenen alıcıların kullanımına yönelik olup, içeriği A1 Portföy'ün önceden yazılı izni olmadan tamamen veya kısmen çoğaltılamaz, çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya başka kişilere teslim edilemez veya iletilemez. A1 Portföy, bu raporun kötüye kullanılması veya izinsiz dağıtılması konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Alıcı, bu raporu kabul ederek burada belirtilen şartlara ve sınırlamalara uymayı kabul eder.