

PEGASUS

Yüksekten Uçmaya Hazır...

Takip ettiğimiz şirketler listesine “Endeks Üstü Getiri” önerisiyle ekliyoruz... Pegasus’un i) Aktif filo planlaması ile maliyet yönetimi, ii) Yan gelirler ve doluluk artışlarıyla kârlı büyüme... iii) Sabiha Gökçen ikinci pistin yapılmasıyla artan kapasitenin yanı sıra, güçlü turizm faaliyetleriyle artan döviz geliri ve güçlü sezonun gelişinin kısa vadede hisse fiyatını desteklemesini bekliyoruz. PGSUS hedef değer TL380.6/hisse ile %64.0 yukarı yönlü potansiyelle işaret ediyor. PGSUS şu anda 2024T 6.3x FD/FAVÖK ve 7.3x F/K ile işlem görmektedir.

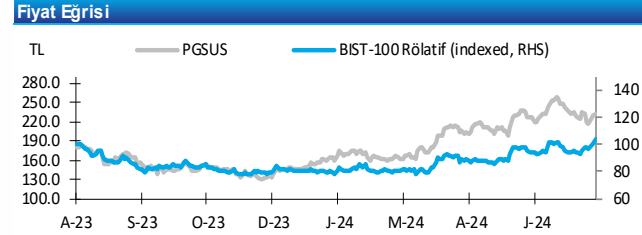
Operasyonel Metrikler... PGSUS’un 2024’te toplam RASK’ın %1.1 y/y hafifçe artarak 4.64 Eurocent seviyesine yükseleceğini öngörmekteyiz. Filo yenilemesi ile artan verimlilik ve Jet yakıtı fiyatlarındaki düşük trendiyle birlikte yakıt-CASK %2.8 azalışla 1.39 Eurocent olmasını bekliyoruz. Enflasyon baskısı sebebiyle personel maliyetlerindeki artış, yeni uçak alımları ve bakım maliyetlerinin etkisiyle operasyonel CASK’ın ise %5.1 y/y artacağını düşünmekteyiz. 2024T’de toplam ASK’ta %12.6 büyümesini öngörmekteyiz. Şirketin toplam doluluk oranlarının 2024T’de yıllık bazda 261 baz puan artışla %87.4’e yükselmesini bekliyoruz.

Talep yüksek, Uçaklar dolu... Şirket 2021-2023 yılları arasında yolcu sayısında %25.8 YBBO kaydetti. Pandemi sonrası oluşan güçlü talebin, önümüzdeki dönemde de sürdürülebilir seviyelerde devam edeceğini bekliyoruz. Ek olarak yolcu karmasının dış hatlara doğru artışının etkisiyle, 2015’te %38 olan dış hat yolcu payı, Son 12 aylık veride %62’ye ulaştı. Bu, fiyatlama etkisi ve yan gelir katkısıyla daha yüksek gelir artışına işaret ediyor. 2023-26T’de yolcu sayısında %9.8 YBBO olacağını öngörüyoruz. Diğer bir yandan filo büyümesiyle birlikte 2024T’de ASK’nın %12.6 büyümesini bekliyoruz. Hatırlatmak isteriz ki 1Ç24’de şirket %85,3 dış hat doluluk oranı ile en yüksek 1Ç doluluk oranı seviyesini gerçekleştirmiştir. Toplam doluluk oranının ise 2024T’de 277 baz puan artarak %87.4 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Yan Gelirlerden kârlılığa destek... Şirketin, temel strateji odağı, doluluk oranında yükseliş’ ve ‘yan gelirlerde büyüme’ vasıtasıyla ‘satış gelirleri ve kârlılığı artırma’dır. Şirket’in 2023 yılında yolcu başına yan gelirleri bütçe hedefine paralel 25,4 EUR olarak gerçekleşti. Yan gelirler 2023 yılında şirketin gelirlerinin %30.3’ünü oluşturmaktadır. Yeni başlayan ücretli kabin bagajına uygulamasının da katkısıyla yan gelirlerin büyümeye devam etmesini bekliyoruz. 2024T’de %7.3 euro bazında yolcu başına yan gelir büyümesi beklemekteyiz.

Endeks Üstü Getiri

Hisse Verisi		
Bloomberg Kodu	PGSUS.IS	PGSUS TI
Sektör		Havacılık
Son Kapanış (TL, 09-Ağustos-24)		232.00
Hisse Sayısı (mn)		500
Piyasa değeri (TLmn)		116,000
Piyasa değeri (EUR\$ mn)		3,175
12A Hedef Fiyat (TL/Hisse)		380.6
Yukarı Potansiyel		64.0%
3A Ort. Vol. (mn)		US\$59.6
52-Haftalık	TL130.74 -	TL257.00





Fiyat Performansı	1A	3A	YTD	YoY
TL Nominal Getiri	-3%	13%	75%	22%
BIST-100 Rölatif	6%	17%	32%	-8%

Finansal Veriler (mn EUR)	2021	2022	2023	2024T
Net Satışlar	1,025	2,449	2,670	3,040
% büyüme		139%	9%	14%
FAVÖK	254	835	824	877
% büyüme		228%	-1%	7%
Net Kar	-150	431	790	436
% büyüme		-387%	83%	-45%




Marjlar (%)	2021	2022	2023	2024T
FAVÖK Marjı	24.8	34.1	30.8	28.9
Net Marj	-14.7	17.6	29.6	14.3

Çarpan (EUR, x)	2021	2022	2023	2024T
F/K	-771.9	269.3	146.8	7.3
FD/FAVÖK	21.8	6.6	6.7	6.3
Net Borç/FAVÖK	6.6	2.4	2.9	3.0
Özsermaye karlılığı (%)	-32.2	47.6	47.1	18.5

Hisse Dar Dağılımı		
Esas Holding		56.7%
Halka Açık		43.3%

-  **Aktif filo planlaması ile maliyet yönetimi...** 2024 yılında Pegasus filosuna toplamda 16 yeni uçak ekleyip 8 tanesini çıkartarak 2024 yılsonunda 118 uçak sayısına ulaşmayı planlıyor. Pegasus, 2029 yılına kadar filosunu yeni A321neo uçakları ile büyütmeyi hedefliyor. Daha düşük yakıt tüketimi ile yüksek kapasite imkanı sağlayan Neo uçakların koltuklarının toplam içindeki payını artırmak, verimlilik kazanımlarına önemli katkı sağlıyor. Hatırlatmak isteriz ki 2023 yılında yakıt maliyetleri Pegasus'un toplam maliyetlerinin %61'ini oluşturdu. Şirket yeni uçakların alımıyla global düşük maliyetli havayolu şirketleri arasında 4.6 yıl ile en geç havayolu şirketi olmasının yanında, alınan yeni Airbus Neo, çıkarılan B737-800'lere kıyasla km başına ~%20 daha az yakıt tüketirken ~%26 daha fazla koltuğa arzı sağlıyor. Neo koltukların toplam içindeki payının 2025 yılına kadar %97'ye ulaşmasını bekliyoruz. Bu artışla Pegasus, filosundaki çeşitliliği azaltarak, kompleks bir filoya göre daha düşük bakım maliyetlerine sahip olacağına inanıyoruz. 2023-26T arasında, sıkı maliyet yönetimiyle birlikte güçlü gelir artışının etkisiyle %10 Euro bazında FAVÖK YBBO öngörüyoruz.
-  **Sabiha Gökçen yeni pist devreye alındı;** Sabiha Gökçen Havalimanı'nın ikinci pisti 25 Aralık 2023 tarihinde hizmete açıldı. 2. Pistle beraber 2024 yılının ilk 7 ayında PGSUS'un toplam konma sayısı %13 artış gösterdi. Henüz gece kullanımı olmayan ikinci pistin, gece de kullanılmasıyla beraber, havalimanının saatlik 40 uçaklık kapasitesi saatlik 65 uçağa çıkmış olacak. PGSUS'un uçuş sayısının da bu durumla birlikte artmasını bekliyoruz.

Riskler...

-  **Avrupa'da talep artıyor, ama rekabet de artıyor;** Pandemi sonrasında yeterli kapasiteye sahip olmayan ve iş gücü sorunları yaşayan Avrupalı taşıyıcılar 2023 yılından sonra toparlanmaya başladı. Bu durumun Avrupa da rekabetin artmasına ve fiyatla riski oluşturabileceğini düşünüyoruz.
-  **AJET büyümesi...** Türk Hava Yollarının yayınladığı filo büyümesi hedeflerinde AJET için çizdiği projeksiyon kısa vadede olmasa da uzun vadede Pegasus'a karşı rekabetçi bir konuma gelmesini risk faktörü olarak değerlendiriyoruz.
-  **Euro/ABD Doları paritesindeki düşüş...** Pegasus'un fonksiyonel para birimi EUR'dur. Ayrıca şirket filosundaki uçakların %85'ini finansal kiralama yöntemiyle almaktadır. Finansal kiralama için yapılan anlaşmalar "ABD Doları" üzerinden yapıldığı için Dolar'ın Euro karşısında değer kazanması şirketin finansallarında kur farkı zararı oluşmasına neden olmaktadır. Avrupa Merkez Bankası'nın FED'den erken faiz indirimlerine başlaması EUR/ABD Doları paritesi üzerindeki riski arttırmaktadır.

Operasyonel Metrikler	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T
AKK (mn)	32,717	39,900	43,948	22,278	33,052	47,643	58,217	65,551	70,454
Doluluk Oranı	85%	87%	89%	80%	78%	84%	85%	87%	88%
Yolcu Sayısı ('000)	27.8	30.6	30.8	14.7	20.2	27.0	31.9	36.7	39.4
RASK (EUR Cents)	3.97	3.69	3.96	2.83	3.10	5.14	4.59	4.64	4.67
CASK (EUR Cents)	3.67	3.25	3.19	3.63	3.15	3.93	3.65	3.84	3.84

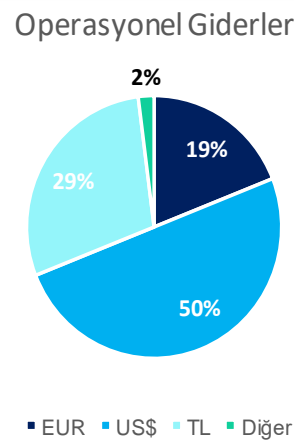
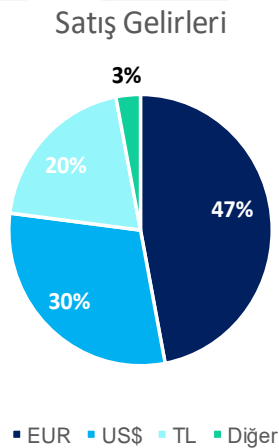
Kaynak: Şirket verisi, Bulls Yatırım Tahminleri

Filo Büyüklüğü	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T
Boeing 737-400	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Boeing 737-800	48	47	39	34	25	18	11	8	5
Airbus A320 CEO	12	12	12	12	11	7	5	7	4
Airbus A320 NEO	15	22	31	40	46	46	46	46	46
Airbus A321 NEO	0	0	2	7	8	25	41	57	68
Toplam	76	82	84	93	90	96	103	118	123

Kaynak: Şirket verisi, Bulls Yatırım Tahminleri

Gelir Tablosu (EUR mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	1,299	1,470	1,739	630	1,025	2,449	2,670	3,040	3,289
FAVÖK	178	268	580	93	254	835	824	877	1,000
Amortisman	80	96	244	272	269	257	304	353	419
Faaliyet Karı	98	172	336	-179	-15	578	520	524	581
Net Finansal Gider	-8	-54	-110	-61	-140	-205	-164	-154	-170
Vergi Öncesi Kar	147	119	221	-218	-158	403	370	396	429
Net Kar	121	113	211	-211	-150	431	790	436	472
Favök Marjı	13.7%	18.2%	33.3%	14.7%	24.8%	34.1%	30.8%	28.9%	30.4%
Net Kar Marjı	9.3%	7.7%	12.2%	-33.4%	-14.7%	17.6%	29.6%	14.3%	14.4%

Kaynak: Şirket verisi, Bulls Yatırım Tahminleri



Değerleme

Pegasus için bir hedef fiyatımızı 380,6 TL olarak 'Endeks Üstü Getiri' tavsiyesiyle belirliyoruz. Hedef fiyatımızın %64.0 yukarı potansiyele işaret etmektedir. PGSUS değerlememiz için %50 İNA analizi ve %50 7.0x FD/FAVÖK çarpanı kullandık. İNA analizimizde, %8,0 Euro risksiz faiz oranından, %5.5'lik özsermaye risk priminden ve 1,0x betadan elde edilen sabit %9.4 AOSM'yi varsayıyoruz.

Methodology	Weights	Contribution (TL mn)
Hedef FD/FAVÖK	50%	92,489
İNA	50%	97,808
Hedef Özsermaye Değeri, TL mn	100%	190,297
Yukarı/Aşağı Potansiyel		64.0%
Hisse Sayısı (mn)		500
Kapanış Fiyatı, TL		232.0
Hedef Fiyat, TL		380.6

Source: Bloomberg, Bulls Yatırım Tahminleri

Metodoloji	EUR mn
Hedef Çarpan	7.0
2024T FAVÖK	877
Firma Değeri, EUR mn	6,142
Net Borç (EUR mn)	2,377
Azınlık Payı (EUR mn)	0
Özkaynak Yön. Kazançlar (EUR mn)	19
Özsermaye Değeri (EUR mn)	3,784
Ortalama 2025T EUR/TL	43.2
Hedef Özsermaye Değeri, TL mn	184,979

Metodoloji	EUR mn
İNA	6,887.1
Firma Değeri, EUR mn	6,887
Net Borç (EUR mn)	2,377
Azınlık Payı (EUR mn)	0
Özkaynak Yön. Kazançlar (EUR mn)	19
Özsermaye Değeri (EUR mn)	4,529
Ortalama 2025T EUR/TL	43.19
Hedef Özsermaye Değeri, TL mn	195,616

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testini tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez. Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Bu raporun tümü veya bir kısmı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz, üçüncü kişilere gösterilemez veya ileride kullanılmak üzere saklanamaz.