

Pegasus Havayolları

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 285TL

7 Haziran 2024

Yüksek doluluk oranı ile güçlü yolcu trafiği

(08:30)

- PGSUS için Endeks Üstü Getiri (EÜ) tavsiyemizi 12-aylık hedef fiyatımızı olan 285TL ile koruyoruz. Hedef fiyatımız %39 artış potansiyeline işaret etmektedir.
- PGSUS hisseleri yılbaşından bu yana %54 değer kazanırken, BIST - 100'ün %12 üstünde bir performans göstermiştir. Güçlü yolcu trafiğinin, yüksek sezon desteği ile artarak devam etmesini bekliyoruz. PGSUS'un 2024'te Arz edilen Koltuk Kilometresinin (AKK) yıllık %11 artmasını, yolcu sayısının yıllık %12.6 artışla 36.0mn olmasını öngörmekteyiz.

Daha fazla kapasite artışına karşın daha yüksek doluluk oranı: Pandemi sonrasında havayolları sektöründe küresel olarak yeterli kapasitenin hemen devreye alınamaması, güçlü talep, yolcu başına birim gelirlerin 2022 ve 2023 yıllarında ciddi şekilde artmasını sağlamıştır. Pegasus'un yurtdışı birim gelirleri 2022'de 93.8 EUR (3Ç23'te 129.1EUR) ve 2023'te ise 93.8 EUR (3Ç23'te 98.0EUR) olmuştur. Buna karşın havacılık sektöründe daha fazla kapasitenin devreye alınması ile birim gelirlerde normalleşmeye neden olmuştur. 1Ç24'te yurtiçi birim gelirleri yıllık %61.5 artışla 714TL olurken ve yurtdışı tarafında birim gelirler yıllık %16.6 azalmış ve 51EUR olmuştur. Pegasus için 2024 yılını kapasite artışının devam edeceği, doluluk oranların temel odak noktası olacağı bir yıl olarak değerlendiriyoruz. 4A24'te şirketin doluluk oranı yıllık 4.2 puan artarak 87.5%'e ulaşmıştır. Kapasite artışıyla birlikte şirketin doluluk oranını artırması, birim gelirlerde normalleşmeye rağmen, daha fazla yolcu sayısı ve yan gelirlerin desteği ile AKK başına birim gelirin korunmasını sağlayacaktır. 2024 yılında 46.1EUR olan AKK başına birim gelir beklentimiz yıllık olarak bir düşüşe işaret etmemektedir.

Yolcu sayısında güçlü seyir devam ediyor. Pegasus 2023 yılında %63'ü yurtdışı olmak üzere toplam 31.9mn yolcu taşımıştır. Pandemi sonrası 2021-2023 yılları arasında toplam yolcu sayısının %25.9 yıllık bileşik büyüme oranı göstermesine rağmen, 2024 yılında da yolcu sayıları güçlü seyrini devam ettirmektedir. Pegasus'un toplam yolcu sayısı 4A24'te yıllık %26.7 artarak 10.98mn'a ulaşmıştır. Pegasus havacılık sektöründeki rekabete karşın, düşük maliyetli ve düşük fiyatlı iş modeli ile yıllar itibarıyla yurtdışı pazar payını artırmayı başarmıştır. Şirketin 2015'te 9.8% olan yurtdışı pazar payı 2023'te %15.7'ye yükselmiştir. Turizm sezonu ile birlikte yurtdışı yolcu sayısının da katkısıyla şirketin 2024'ü yıllık %12.6 artışla 36mn yolcu ile tamamlayacağını öngörmekteyiz.

Yan gelirlerin toplam gelirler içinde payı artmaktadır. Pegasus yolcu taşımacılığı ile bağlantılı çeşitli yan ürün ve hizmetlerden de gelir elde etmektedir. (Uluslararası uçuşlarda satılan gümrüksüz ürünler, yiyecek ve içecek satışları, fazla bagaj ücretleri, havaalanı check-in, rezervasyon değişikliği ve iptali ücretleri ve koltuk seçimi ücretleri gibi). 2022'de toplam gelirlerin %25.6'sını oluşturan yan gelirler, 2023'te %30.3'e ve 1Ç24'te ise %38.2'ye yükselmiştir. 2024'te yan gelirlerin toplam net satış gelirleri içindeki payının 2023'teki %30.3 seviyesinden %32.7'e ulaşmasını bekliyoruz.

Riskler: Yolcu artış hızında yavaşlama, güvenlik endişeleri, salgın hastalıklar, jeopolitik riskler, birim gelirlerdeki zayıflık olumsuz kur hareketleri, petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş ve maliyet bazının kötüleşmesi temel risk faktörleridir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL205.30	TL285	39%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL102,650mn	USD3,190mn	TL182,450mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	PGSUS.TI / PGSUS.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	-3%	9%	-1%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	110.77 / 218		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	2,248.7		
YBB TL Getiri:	54%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.99		
BIST-100'deki ağırlığı	1.17%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	500		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	24.6%	25.4%	

Ortaklık Yapısı

Esas Holding	56.56%
Halka Açık Kısım	43.44%

Özet Finansallar

	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar (TLmn)	42,732	70,532	116,881	165,214
Yıllık Değişim	301%	65%	66%	41%
FVAÖK (TLmn)	14,099	21,626	34,216	49,120
Yıllık Değişim	521%	53%	58%	44%
Net Kar (TLmn)	7,100	20,908	18,230	26,465
Yıllık Değişim	a.d	194%	-13%	45%
FVAÖK marjı	33.0%	30.7%	29.3%	29.7%
Net Kar marjı	16.6%	29.6%	15.6%	16.0%
F/K (x)	14.5	4.9	5.6	3.9
FD/FVAÖK (x)	12.9	8.4	5.3	3.7
FD/Net Satışlar (x)	4.3	2.6	1.6	1.1
Hisse Başına Kar(TL)	14.20	41.82	36.46	52.93
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Özkaynak Karlılığı	39.3%	38.2%	25.0%	26.6%

Analist: Halil Kahve

+90 (212) 384 1137

hkahve@garanti.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	42,732	70,532	116,881	165,214
Satışların Maliyeti	-31,156	-53,713	-89,180	-126,058
Brüt Kar/Zarar	11,577	16,818	27,701	39,156
Faaliyet Giderleri	-1,943	-2,996	-5,189	-6,774
Faaliyet Karı	9,634	13,823	22,511	32,382
Konsolide FVAÖK	14,099	21,626	34,216	49,120
Net Diğer Gelir/Gider	41	-735	-441	-463
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	450	1,343	1,410	1,424
Net Finansal Gelir/Gider	-3,525	-4,336	-4,312	-4,598
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	6,619	10,115	19,189	28,766
Vergi	481	10,793	-959	-2,301
Net Kar	7,100	20,908	18,230	26,465
Rasyolar	2022	2023	2024T	2025T
Faaliyet Kar Marjı	22.5%	19.6%	19.3%	19.6%
FVAÖK marjı	33.0%	30.7%	29.3%	29.7%
Net Kar Marjı	17%	30%	15.6%	16.0%
Gelir Büyümesi	301%	65%	66%	41%
FVAÖK Büyümesi	521%	53%	58%	44%
Net Kar Büyümesi	a.d	194%	-13%	45%
Bilanço	2022	2023	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	20,717	48,002	71,435	78,309
Nakit ve Nakit Benzerleri	10,558	16,078	56,061	60,248
Finansal Yatırımlar	2,261	18,535	19,461	20,434
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1,175	1,669	2,356	3,331
Stoklar	502	1,075	1,309	1,850
Diğer Dönen Varlıklar	6,221	10,644	11,709	12,880
Duran Varlıklar	75,086	153,954	221,356	270,531
Toplam Varlıklar	95,803	201,955	286,439	340,740
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,760	37,184	56,354	69,015
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	9,887	18,625	31,500	36,400
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	3,931	6,526	8,664	12,247
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,943	12,033	16,190	20,368
Uzun Vadeli Yükümlülükler	56,999	110,102	157,187	172,361
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	51,113	100,894	151,200	166,075
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,885	9,208	5,987	6,286
Özkaynaklar	18,045	54,669	72,899	99,364
Toplam Kaynaklar	95,803	201,955	286,439	340,740
Temel Göstergeler	2022	2023	2024T	2025T
Net Borç/FVAÖK (x)	3.1	3.8	3.6	2.8
Net Borç/Özkaynaklar (x)	2.4	1.5	1.7	1.4
Yatırım Harcamaları/Satışlar (%)	14.6%	21.3%	12.3%	10.6%
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	9.5%	12.7%	7.9%	9.7%

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Değerleme

Pegasus için hedef 6.5x FD/FVAÖK çarpanı kullanarak ulaştığımız 12 aylık hedef fiyatımız 285TL olup, %39 artış potansiyeli sunmaktadır. Şirket için Endeks Üstü Getiri (EÜ) tavsiyemizi koruyoruz.

Değerleme Özeti		Baz	
Hedef FD/FVAÖK Çarpanı (x)	6.0	6.5	7.0
2024T FVAÖK (TLmn)	34,216	34,216	34,216
Hedef FD (TLmn)	205,296	222,404	239,512
Düzeltilmiş Net Borç (TLmn)	79,800	79,800	79,800
Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	125,495	142,603	159,711
Toplam Hisse Sayısı (mn)	500	500	500
Hedef Fiyat (TL)	251.0	285	319.4
Mevcut Fiyat (TL)	205.30	205.30	205.30
Yükselme Potansiyeli	22%	39%	56%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

PGSUS hisseleri yılbaşından bu yana %54 değer kazanırken, BIST-100 Endeksi'nin %12 üstünde bir performans göstermiştir.

PGSUS uluslararası benzerleriyle karşılaştırıldığında 2024T FD/FVAÖK çarpanı olan 5.3'e göre %21 iskontolu işlem görmektedir.

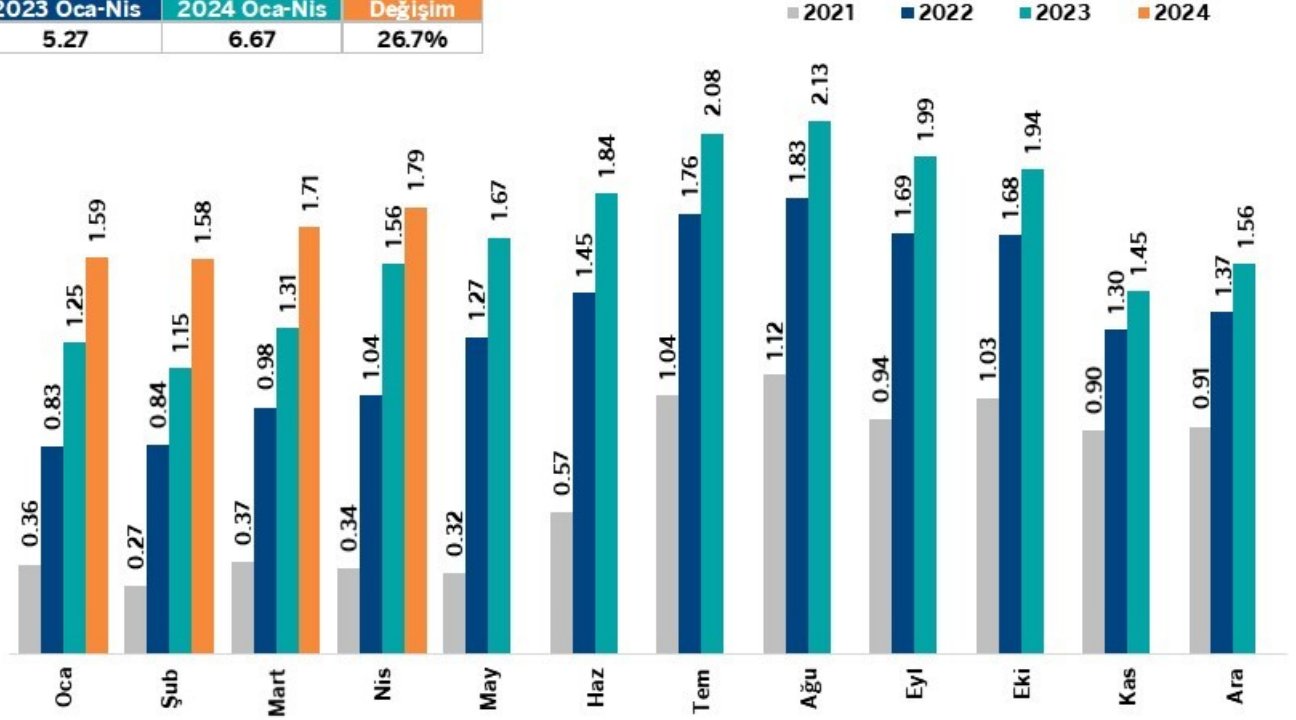
Benzer Şirket Çarpanları			
Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn ABD\$	FD/FVAÖK 2024T
Ryanair Holdings PLC	Britanya	22,957	6.7
Latam Airlines Group SA	Şili	8,837	5.1
Wizz Air Holdings Plc	Macaristan	2,847	5.5
Jazeera Airways Co KSCP	Kuveyt	832	10.4
Cebu Air Inc	Filipinler	322	5.7
SkyWest Inc	ABD	3,102	6.1
Southwest Airlines Co	ABD	16,619	6.5
Spring Airlines Co Ltd	Çin	7,526	10.7
Jeju Air Co Ltd	Güney Kore	666	3.8
Ortalama		7,079	6.7
PGSUS			5.3

Kaynak: Bloomberg ve Garanti BBVA Yatırım

EK-1: Yolcu Sayısı

I-) Yurt Dışı (mn)

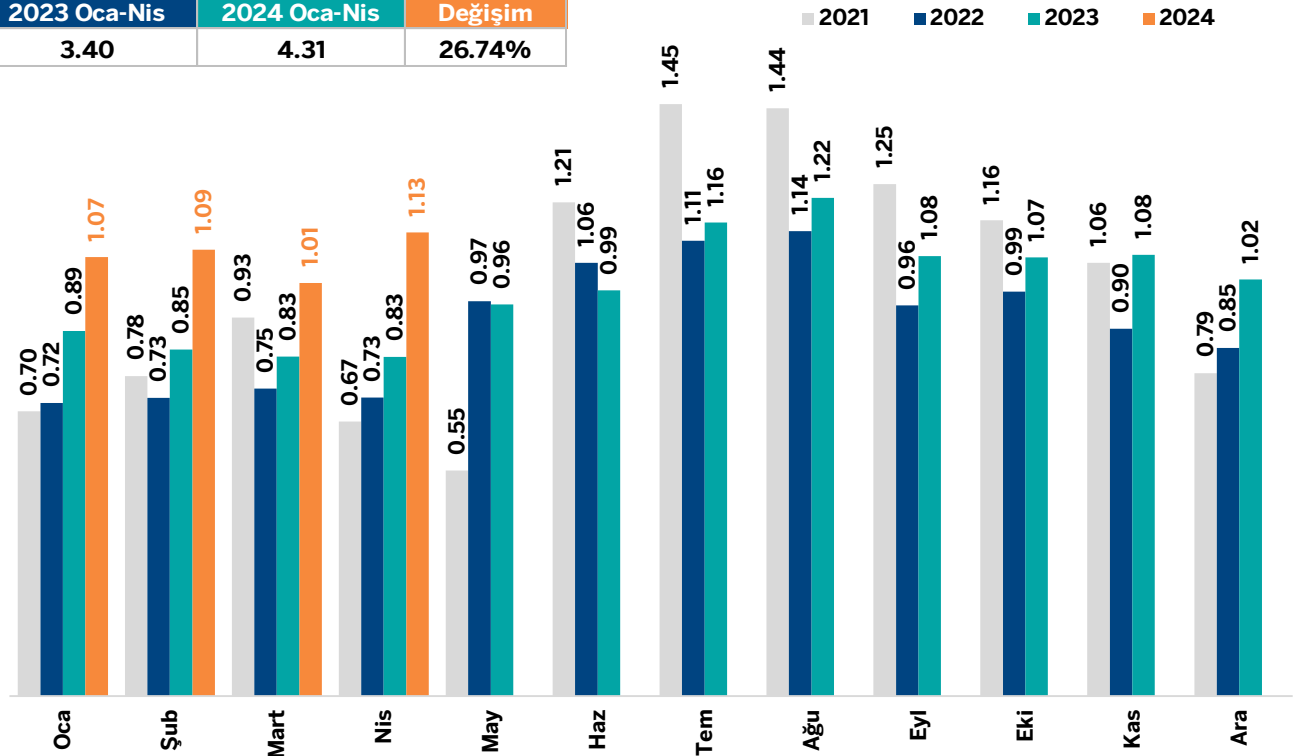
2023 Oca-Nis	2024 Oca-Nis	Değişim
5.27	6.67	26.7%



Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

I-) Yurt İçi (mn)

2023 Oca-Nis	2024 Oca-Nis	Değişim
3.40	4.31	26.74%

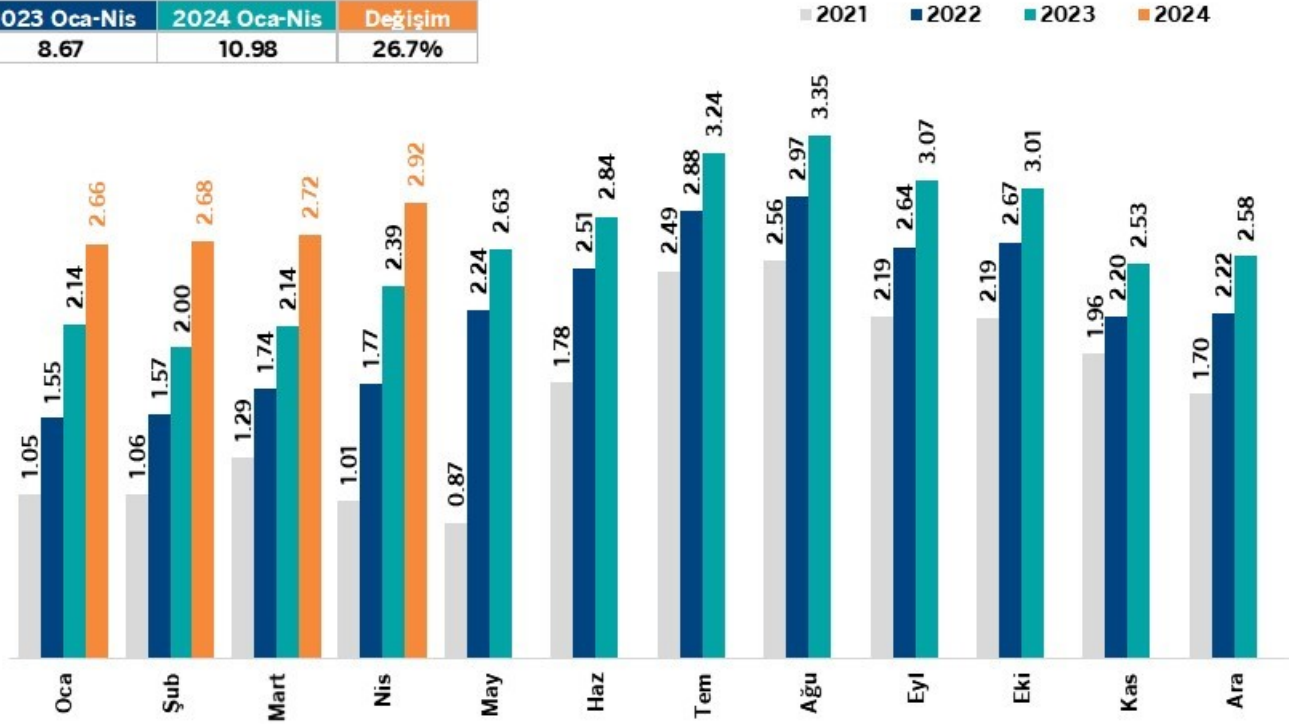


Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

EK-1: Yolcu Sayısı

Toplam Yolcu Sayısı (mn)

2023 Oca-Nis	2024 Oca-Nis	Değişim
8.67	10.98	26.7%



Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Toplam (mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Oca	2.34	2.57	1.05	1.55	2.14	2.66
Şub	2.16	2.33	1.06	1.57	2.00	2.68
Mart	2.40	1.34	1.29	1.74	2.14	2.72
Nis	2.44	0.00	1.01	1.77	2.39	2.92
May	2.31	0.00	0.87	2.24	2.63	
Haz	2.67	0.36	1.78	2.51	2.84	
Tem	2.94	1.05	2.49	2.88	3.24	
Ağu	3.03	1.66	2.56	2.97	3.35	
Eyl	2.83	1.57	2.19	2.64	3.07	
Eki	2.73	1.59	2.19	2.67	3.01	
Kas	2.44	1.30	1.96	2.20	2.53	
Ara	2.46	0.95	1.70	2.22	2.58	

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

EK-2: PGSUS 1Ç24 Finansal Sonuçlar

- Pegasus 1Ç24'te 3,501mn TL net zarar açıklamıştır. 1Ç24'te kaydedilen 17,391TL'lik gelir yıllık %98 artmıştır. Gelir artışında, yurt dışı yolcu sayının yıllık %32.4, toplam yolcu sayısının yıllık %28.5 artışı ile yan gelir artışı etkili olmuştur.
- 1Ç24'te yurtiçi birim gelirleri yıllık %61.5 artışla 714TL olurken ve yurtdışı tarafında EUR bazında birim gelirler yıllık %16.6 azalmış ve 51EUR olmuştur. 1Ç24'te yolcu başına yan gelirler EUR bazında yıllık %1.5 azalarak 24.5EUR olurken, 198mn EUR olan yan gelirler yıllık %26.5 artmış ve toplam gelirler içindeki payı %38.2 olmuştur.
- Pegasus 1Ç24'te artan maliyetlerin etkisiyle 562mn TL brüt zarar kaydetmiştir. Şirket, yıllık %2 düşüşle 1,182mn TL FVAÖK açıklamıştır. %6.8 olan konsolide FVAÖK marjı, yıllık 6.9 puan daralmıştır.
- Pegasus 2024 yılında Arz edilen kapasitesinde %10-%12 artış planını ve yakıt-hariç CASK, parametresinde orta-yüksek tek haneli artış öngörüsünü muhafaza etmiştir. Şirket 2024 yılında FAVÖK marjının %28-%30 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir.

Pegasus Özet Finansal Sonuçlar		Değişim	
(mn TL)	3A23	3A24	3A24/3A23
Net Satışlar	8,793	17,391	98%
Brüt Kar	243	-562	a.d.
Faaliyet Karı	-271	-1,585	a.d.
FVAÖK	1,204	1,182	-2%
Net Diğer Gelir/Gider	-2	260	a.d.
Finansal Gelirler (net)	-492	-2,886	a.d.
Vergi	10	126	1209%
Net Kar	-598	-3,501	a.d.
Net Nakit	-50,513	-90,251	
Çalışma Sermayesi	1,931	3,294	
Özsermaye	18,026	55,196	
Rasyolar			
Brüt Kar Marjı	2.8%	a.d.	a.d.
Faaliyet Kar Marjı	a.d.	a.d.	a.d.
FVAÖK Marjı	13.7%	6.8%	-6.9 puan
Net Kar Marjı	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40
E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr

- EÜ Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
- EP Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
- EA Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.