

### Uçuş zamanı...

Pegasus'un düşük maliyetli havayolu olması özellikle zorlu şartlarda daha hızlı toparlanma gücü sağlarken büyüme potansiyeli açısından da şirketi öne çıkartıyor. Pandemi sonrası benzerlerine görece kapasite artışında fark yaratan Şirket'in filo yenileme programı ile cazip bir yatırım temasına sahip olduğunu düşünüyoruz. PGSUS yurt dışı benzerlerine kıyasla 2024T F/K ve FD/FAVÖK çarpanları bazında sırasıyla %23 ve %14 iskontoyla işlem görmekte. Benzer çarpan analizi yöntemleriyle ulaştığımız 12 aylık hedef fiyat 307,30 TL olup %55 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

- Filo yenileme programı kapsamında uçak alımları sürüyor...** Pegasus 1Ç24 sonu itibariyle 105 uçaklık bir filoya sahip. Airbus ile 2012'de imzalanan ve sonrasında genişletilen anlaşmaya göre A320 ve A321 tipi yeni uçak teslimleri 2029'a kadar kademeli olarak sürecek. Pegasus mevcut haliyle Türkiye'nin en genç filolarından birine sahip ve devam eden program kapsamında bu özelliğini koruyacak. Bu durum, orta-uzun vadede hem büyüme hem de birim karlılık anlamında katkı sağlayacaktır.
- Kapasite artışı ve güçlü yan gelir büyümesi...** 2024 yılının ilk çeyreğinde Pegasus'un yolcu sayısı yıllık %28 artış gösterdi. Kapasite göstergesi olan arz edilen koltuk kilometre (AKK) aynı dönemde yıllık bazda %29 büyüdü. 1Ç24'te, 2023 yılında olduğu gibi, dış hatta daha güçlü büyüme performansı kaydedildi. Doluluk oranı ve yan gelir artışı ile ciroda azami büyüme hedefleyen Şirket 1Ç24'te yan gelirlerini Euro bazında %27 artırmayı başardı. Yan ürünlerden elde edilen gelirin payı, pandemi döneminde kısmen farklılaşma göstermiş olsa da son yıllarda bu strateji doğrultusunda artmaya devam ediyor.
- Birim gider bazında benzerlerinden olumlu yönde ayrışıyor...** Personel gideri ilk çeyrekte yıllık %48 oranında sert artış göstermiş olsa da AKK başına maliyet (CASK) yıllık %3 oranında azalarak 3,97 Euro cent, yakıt hariç CASK ise %2 azalışla 2,56 Euro cent düzeyinde gerçekleşti. Yakıt hariç birim maliyette 2023'e kıyasla %5 civarı ılımlı bir artış öngörüyoruz.
- Riskler...** Son dönemde hem petrol fiyatlarının seyri hem de havayolu şirketlerinin hedge politikaları sayesinde yakıt giderlerinin marjlar üzerindeki etkisi oldukça sınırlanmış durumda. Bununla birlikte yüksek enflasyonist ortam özellikle personel giderleri üzerinden marj gelişimini baskılamakta. Mevcut durumda petrol fiyatları ve personel giderleri bu açıdan karlılık açısından ana risk unsurları olarak düşünülebilir. Yolcu talebinde baskı yaratabilecek olağan dışı faktörler (terör, pandemi) diğer ana riskler konumunda.

### PGSUS:TI / PGSUS:IS

**Öneri:** AL  
**Hedef Fiyat:** ₺307.30  
**Getiri Potansiyeli:** 55%

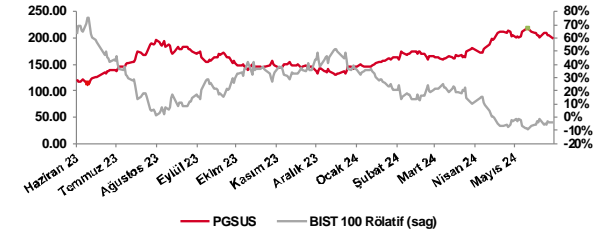
Hisse Fiyatı (TL):	198.40
Piyasa Değeri (mn TL):	99.200
Hisse Adedi (mn):	500.00
Fili Dolayım Oranı (%):	43.00
Fili Dolayım Piyasa Değeri (mn TL):	42.656
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Ulaştırma

#### Finansal Göstergeler

	2022	2023	2024T	2025T
Ciro	42,732	70,532	126,399	152,375
FAVÖK	14,099	21,626	38,552	51,046
Net Kar	7,100	20,908	12,180	24,740
FAVÖK Marjı	33.0%	30.7%	30.5%	33.5%
Net Marj	16.6%	29.6%	9.6%	16.2%
FD/FAVÖK	4x	4.9x	5.5x	4.5x
F/K	1.1x	1x	8.1x	4x
FD/Satış	1.3x	1.5x	1.7x	1.5x
Net Borç/FAVÖK	3.4x	3.9x	2.9x	2.5x
Özkaynak Karlılığı	39.3%	38.2%	14.7%	21.6%
Aktif Karlılığı	7.4%	10.4%	4.0%	6.5%

#### Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	-3%	19%	67%	49%
Rölatif (BIST-100)	-1%	9%	-6%	12%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	8.74	11.68	11.37	12.75
Ortalama İşlem Hacmi (mn TL)	1,828	2,216	1,871	2,233



#### Hissedarlık Yapısı

	Sermayedeki Payı
Esas Holding A.Ş.	56.7%
Diğer	43.3%

#### Şirket Künyesi

Pegasus, Türkiye'nin lider düşük maliyetli hava yolu taşıyıcısıdır. Mayıs 1990'da ilk uçuşunu gerçekleştiren Pegasus 2005 yılında Esas Holding tarafından devralınmıştır. Şirket genç uçak filosuyla düşük fiyatlı ve zamanında kalkış performansı yüksek hizmet sunumuna odaklanmaktadır. Pegasus, yurt içinde 6 noktayla başladığı uçuş ağını 35 yurt içi 103 yurt dışı olmak üzere 53 ülkede 138 noktaya çıkarmıştır. 1Ç24 sonu itibariyle 105 uçağı bulunmaktadır, ortalama yaşı 4,5 yıldır.

<b>Gelir Tablosu (mn TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Satışlar	10,664	42,732	70,532	126,399	152,375
Satışların Maliyeti	10,547	31,156	53,713	96,063	112,758
Brüt Kar	118	11,577	16,818	30,336	39,618
Faaliyet Giderleri	663	1,943	2,996	6,952	6,857
Net Esas Faaliyet Karı	-545	9,634	13,823	23,384	32,761
FAVÖK	2,271	14,099	21,626	38,552	51,046
Esas Faaliyetler Diğer Gelir/(Gider), Net	-66	41	-735	1,896	1,524
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-1,486	-3,525	-4,336	-18,960	-18,285
Vergi Öncesi Kar	-2,057	6,619	10,115	10,150	20,616
Vergi Gideri	-84	-481	-10,793	-2,030	-4,123
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar/(Zarar) (Ana Ortaklığa Ait)	-1,972	7,100	20,908	12,180	24,740

<b>Bilanço (mn TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,977	10,558	16,078	37,399	49,898
Finansal Yatırımlar	565	2,261	18,535	17,359	20,624
Ticari Alacaklar	337	1,175	1,669	2,746	3,310
Stoklar	141	502	1,075	1,260	1,479
Maddi Duran Varlıklar	1,855	3,515	10,378	17,794	23,966
Diğer Varlıklar	43,087	77,792	154,220	224,274	280,994
Toplam Varlıklar	52,963	95,803	201,955	300,831	380,272
Finansal Borç	36,666	61,000	119,518	167,138	198,576
KV Ticari Borçlar	1,890	3,931	6,526	10,680	12,536
Diğer Yükümlülükler	7,537	12,828	21,242	40,403	54,374
Toplam Yükümlülükler	46,093	77,758	147,286	218,220	265,486
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	6,870	18,045	54,669	82,611	114,786
Ödenmiş Sermaye	102	102	102	132	144
Net Borç/(Nakit)	29,124	48,180	84,905	112,380	128,054

<b>Nakit Akışı (mn TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
FAVÖK	2,271	14,099	21,626	38,552	51,046
Faaliyet Karı Vergi Gideri	-136	2,409	3,456	5,846	8,190
Net işletme Sermayesi Değişimi	-790	-842	-1,528	-2,892	-1,073
Yatırım Harcamaları	-3,542	-5,944	-10,953	-19,592	-22,856
Serbest Nakit Akımı	6,739	18,477	30,652	55,189	66,784

<b>Büyüme</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Satışlar	122%	301%	65%	79%	21%
FAVÖK	372%	521%	53%	78%	32%
Net Kar	0%	-460%	194%	-42%	103%

<b>Finansal Rasyolar</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>
Hisse Başına Kar (TL)	-19.28	69.41	204.37	92.41	172.21
Özsermaye Karlılığı	a.d.	39.3%	38.2%	14.7%	21.6%
Brüt Marj	1.1%	27.1%	23.8%	24.0%	26.0%
FAVÖK Marjı	21.3%	33.0%	30.7%	30.5%	33.5%
Net Kar Marjı	-18.5%	16.6%	29.6%	9.6%	16.2%
Net Borç/FAVÖK	12.8x	3.4x	3.9x	2.9x	2.5x

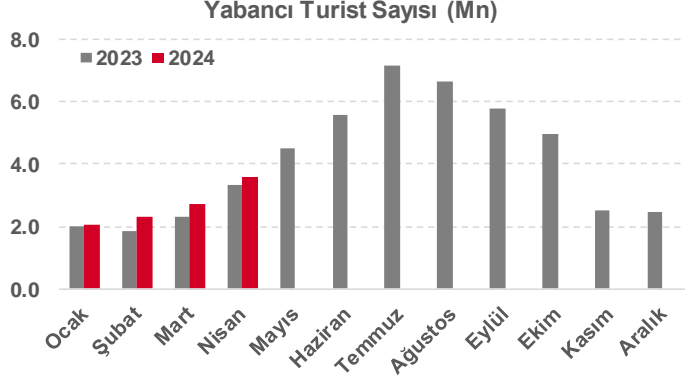
Kaynak: Finnet, Global Menkul Araştırma



## TURİZM SEKTÖRÜNE YÖNELİK GÖRÜNÜM

T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı'nın verilerine göre Türkiye 2024 yılının ilk 4 ayında toplam 12,68 milyon ziyaretçi sayısı kaydetti. Yabancı ziyaretçi sayısı ilk 4 aylık dönemde %11,75, yalnızca Nisan ayında %8,7 artış gösterdi.

Grafik 1: Turist giriş-çıkışları

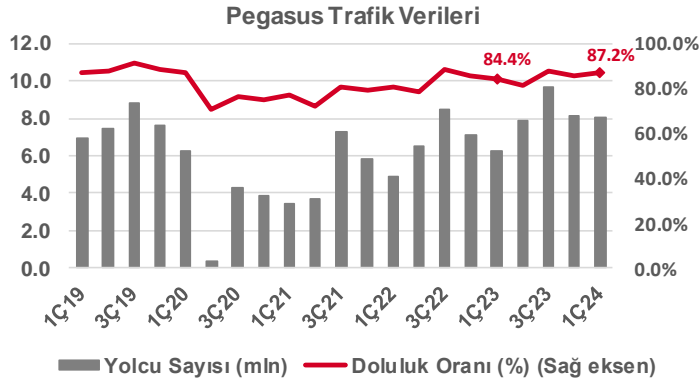


Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Devlet Hava Meydanları İdaresi'nin (DHMİ) verilerine göre, Türkiye'de yılın ilk çeyreğinde iç hat yolcu sayısı yıllık bazda %14, dış hat yolcu sayısı ise %15 artış gösterdi.

Pegasus'un yolcu trafiği verilerine bakıldığında, 2023 yılı genelinde özellikle dış hat yolcu sayısı büyümesinin sektör genelini aştığı dikkat çekmekte. 1Ç24'te ise iç hatta %24, dış hatta %32 ile pazardaki yolcu büyümesinin üzerinde performans gösterdi.

Grafik 2: Yolcu trafiği



Kaynak: Pegasus

The International Air Transport Association (IATA) verilerine göre, havayolu yolcu sayısının 2024 yılında 2019 yılındaki rekor seviyeyi (4,5 mlr) aşarak 4,7 milyar düzeyinde gerçekleşmesi bekleniyor. Yılın ilk 4 aylık dönemde ücretli yolcu kilometre (RPK) %15,5 büyüdü.

Sonuç olarak, her ne kadar TL'nin reel olarak değerlendirilmesinin turizm üzerinde olumsuz etki yaratacağına yönelik endişelere karşın turizm istatistikleri yabancı turist talebinin güçlü seyrettiğine işaret etmekte. Dış hat büyümesine odaklanan Pegasus'un güçlü turizm döneminden fayda sağlayacak şirketlerden biri olmasını bekliyoruz.



## PEGASUS'UN GÜÇLÜ YÖNLERİ

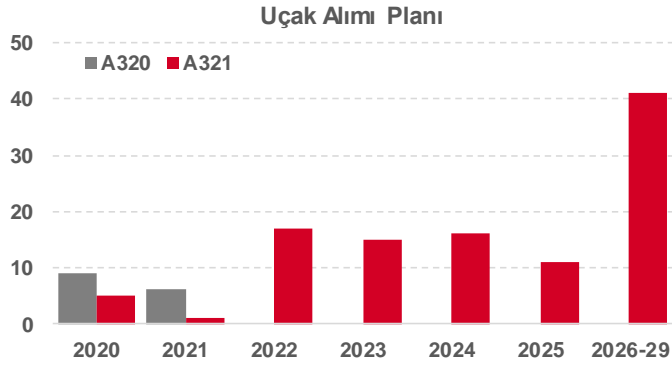
Pegasus uçuş ağı açısından önemli bir büyüme sağlayarak 2012 yılında 27 ülke, 60 destinasyon iken mevcut durumda 53 ülke, 35 iç ve 103 dış hat olmak üzere toplam 136 destinasyona ulaştı.

**Düşük maliyetli havayolu olmanın artıları...** Pegasus'un düşük maliyetli havayolu klasmanında olması Şirket'e genel olarak esneklik sağlamakta. Hatırlanabileceği gibi, pandeminin etkili olduğu 2020-2021 yıllarında %%78-79 aralığına gerileyen doluluk oranı sınırlamaların kalkmasıyla 2022 yılının ikinci yarısında hızlıca %85-90 aralığına yükselmışti. Doluluk oranı 1Ç24'ye önceki yılın aynı dönemine kıyasla 2,8 yüzde puanlık iyileşme ile %87,2 düzeyinde gerçekleşti. Kapasite göstergesi olarak takip edilen arz edilen koltuk kilometre bazında 2021 yılı 2. çeyrek dönemi itibariyle iyileşme görülmüş olup 2022 yılı itibariyle pandemi öncesi seviyeler aşıldı.

**Filo yenileme programı kapsamında uçak alımları sürüyor...** Pegasus 1Ç24 sonu itibariyle 46 adedi Airbus A320neo ve 42 adedi Airbus A321 neo olmak üzere toplam 105 uçaklık bir filoya sahip. Airbus ile 2012'de 100 uçak alımı için imzalanan ve sonrasında 150 uçağa yükseltilecek anlaşmaya göre A320 ve A321 tipi yeni uçak teslimleri 2029'a kadar kademeli olarak devam edecek.

2024 yılı içinde toplam 16 adet A321neo tipi uçağın filoya eklenmesi planlanıyor. 1Ç24'te 1 yeni uçağın teslimi gerçekleşti. 1Ç24 sonu itibariyle 105 olan uçak sayısının 2024 sonu itibariyle ilave 15 adet A321neo teslimi ve 2 adet uçağın (1 adet Boeing 737-800 ve 1 adet A321ceo) filodan ayrılması sonucunda 118'e yükselmesi hedefleniyor.

Grafik 3: Filo planı



Kaynak: Pegasus

Pegasus mevcut haliyle 4,5 yıl ile Türkiye'nin en genç filolarından birine sahip. 1Ç24 sonu itibariyle anlaşma kapsamında toplam 83 adet uçak alımı (42 A320neo + 41 A321neo) ile programın yaklaşık yarısı tamamlandı. Bu süreçte arz edilen koltuk kilometre (AKK) başına yakıt tüketiminde belirgin bir iyileşme sağladı. Filo programının orta-uzun vadede Şirket'in büyüme potansiyelini desteklerken aynı zamanda verimlilik ve birim karlılık anlamında da katkı sağlayacağını düşünüyoruz.



Grafik 4: AKK başına yakıt tüketimi



Kaynak: Pegasus

Bu kapsamda sektörde önemli bir konu olan motor sorununa dikkat çekmek uygun olacaktır. Geçen yıl ortaya çıkan motor sorunu Pratt&Whitney marka uçak motoruna sahip uçakların geri çağırılması veya yerde kalarak uçuşlarda kullanılamaması problemini ortaya çıkardı. Pegasus'un filosunda yer alan uçaklarda CFM International markalı motorlar olması dolayısıyla Şirket bu süreçten olumsuz etkilenmedi.

**Sabiha Gökçen'deki büyüme...** Pegasus'un merkezinin olduğu Sabiha Gökçen Havalimanı'nda 2. pist Aralık 2023 itibarıyla açıldı. İkinci pistin açılması Şirket için önemli katalistlerden biriydi. Pistin açılması büyüme anlamında katkı sağlarken zamanında kalkış kalitesi açısından da elini güçlendirdi.

Söz konusu pistte mevcut durumda belirli yapım süreçleri devam etmekte olup henüz gece uçuşları gerçekleştirilemiyor. Önümüzdeki dönemde pist ile ilgili süreçlerin tamamlanması bağımsız bir pist olarak kullanılması anlamında kapasite artışı ve zamanında kalkış konusunda ilave bir katkı sağlayacak. Bu sürecin 2025 yılının yaz döneminde tamamlanması olası gözüküyor.

Pist yatırımına ek olarak gelecek dönemde yolcu kapasitesini destekleyecek ikinci terminal yatırımının da gündeme gelmesi bekleniyor. Bu durum Şirket'in orta-uzun vadeli büyüme potansiyelini ve operasyonel performansını destekleyecektir.



## DEĞERLEME

PGSUS'un 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken yurt dışı benzer çarpan analizi yöntemini kullandık.

Uluslararası benzer şirketlerin 2024 yılı tahmini FD/FAVÖK çarpanını dikkate alarak düzenlediğimiz çarpan analizinde ise yaklaşık 153,6 milyar TL değer hesapladık. Sonuç olarak PGSUS için 12-aylık hedef fiyatımız 307,30 TL seviyesinde olup %55 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti (Milyon EUR)	
2024 Tahmini FAVÖK	915
2024 FD/FAVÖK Ort.	6.9
Hedef Firma Değeri	6,315
Net Borç	2,668
Hedef Piyasa Değeri	3,647
Hedef Piyasa Değeri (mln TL)	153,627
Sermaye	500
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>307.30</b>
<b>Mevcut Fiyat (TL)</b>	<b>198.40</b>
<b>Getiri Potansiyeli (%)</b>	<b>55%</b>

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

## Çarpan Analizi

Şirket	Piyasa Değeri (mln EUR)	F/K		FD/FAVÖK	
		2024T	2025T	2024T	2025T
Allegiant Travel Co	887	17.2	7.7	6.1	4.6
Jetblue Airways Corp	1,760	-	-	13.7	6.4
Ryanair Holdings Plc	19,662	8.6	7.7	5.1	4.6
Southwest Airlines Co	15,453	26.4	15.3	6.5	4.8
Wizz Air Holdings Plc	2,958	6.7	6.3	5.4	4.7
Cebu Air Inc	271	3.5	1.9	6.5	5.2
Latam Airlines Group Sa	7,954	14.1	7.1	4.8	4.0
<b>Ortalama</b>		12.7	7.7	6.9	4.9
PGSUS	2,829	9.8	4.4	5.9	4.9
<b>Prim/ (iskonto)</b>		<b>-23%</b>	<b>-42%</b>	<b>-14%</b>	<b>-1%</b>

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma



## ÇEKİNCE

Bu yayında yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

© 2024 Global Menkul Değerler A.Ş.

