

## PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.

Değerleme Raporu

24.11.2023

## PGSUS

Hedef Fiyat: 1177,6

Öneri: AL

Yükselme Potansiyeli %62

Şirket 2023/3Ç'de yıllık 4% azalışla 962 Milyon Euro, 2023/9A döneminde ise yıllık 16% artışla 2.1 Milyar Euro toplam gelir elde ederken, FAVÖK ilk dokuz ayda yıllık 17% artışla 707 Milyon Euro seviyesine yükseldi. Şirketin 2023/9A'lık net dönem karı ise geçen yılın aynı dönemine göre 81% artışla 321 Milyon Euro olarak gerçekleşti. Pandemi sonrası 2022/3Ç aktif sezonunda birim gelirlerin çok güçlü artış kaydetmesinin yol açtığı baz etkisi ile 2023/3Ç'de gelirler yıllık bazda kıyaslamada azalış kaydetmiştir. Ancak ilk dokuz aylık periyot açısından hem 2022 hem de pandemi öncesi normal sezon olan 2019'un üzerinde sonuçlar elde edilmiştir. Rask-Cask(Arz edilen Koltuk kilometre başına Birim gelir-Birim gider) farkı 2023/3Ç'de 1.91 Euro cent 2023/9A dönemde ise 1.09 Euro cent olurken ilk dokuz aylık sonuçlar tarihi ortalamasının 82% üzerinde gerçekleşerek operasyonel performansın güçlü seyrettiğine işaret etti. Yakıt hariç Rask-Cask farkı ise 2023/3Ç'de yıllık 3% 2023/9A'da yıllık 5% artış kaydetti. Yılın ilk dokuz ayında misafir sayısı geçen yıla göre 20% büyümeye ile 23.8 Milyon kişi olurken doluluk oranında da aynı dönemler arasında 1.6pp iyileşme ile 84.6% seviyesine ulaşıldı. Dış hat misafir sayısında ilk dokuz ayda geçen yılın 28% 2019/9A döneminin ise 35% üzerinde bir seviyeye ulaşıldı. Toplam yolcu trafiğindeki artış ve yolcu başına yan gelirlerde yaşanan 3%'lük büyümeye karşın Rask'da ağırlıklı olarak geçen yılın yüksek baz etkisi nedeniyle yaşanan düşüş net satış gelirlerinde 3.çeyrekte görülen yıllık düşüşün temel sebebi oldu. Toplam AKK(arz edilen koltuk kilometre) 2023/3Ç'de yıllık 18% 2023/9A döneminde ise yıllık 24% artış gösterirken, dış hat AKK ilk dokuz ayda 29% artış gösterdi ve pandemi öncesi son normal sezon olan 2019/9A döneminin 54% üzerinde gerçekleşti.

2023/9A dönem sonu itibariyle net borcu 2.022 Milyon Euro seviyesine gerilerken(2022/12A 2.046 Milyon Euro), şirketin finansal borçlarının 62% ile büyük kısmının Euro cinsinden ve 47%'sinin de 1-5 yıl arası vadede olduğu görülmektedir. Şirketin 1 yıldan daha kısa sürede ödeme yükümlülüğü bulunan borçlarının toplam finansal borçlar içindeki payı 17% ile düşük bir seviyede bulunurken, nakit ve nakit benzerlerinin 1.185 Milyon Euro ile kısa vadeli banka kredileri ve ihraç edilen tahvilleri karşılayabilecek düzeyde olduğunu ve şirketin likidite gücünün yeterli olduğunu görmekteyiz. Ayrıca artı nakit pozisyonu da son yıllarda yükseliş eğilimini koruyarak 2023/9A sonu itibariyle 648 Milyon Euro düzeyine yükseldi.

Şirket 2023 yıl sonu itibariyle filo büyüklüğünü 105 uçak olarak planlarken, yıl sonuna kadar 5 adet A321neo'nun teslim alınması ve 4 adet B737-800 ve 2 adet A320-200'ün filodan çıkarılması öngörülmüyor. Neo tipi uçakların filo içindeki payının artırılması ile şirket yakıt tüketiminde verimliliğin artmasını beklerken, filodaki gelişimle birlikte 2021'de 191 olan ortalama koltuk sayısının 2029'da 223'e yükselmesi bekleniyor. Şirket 2023 toplamında AKK'de 20% artış, birim gelir ve jet yakıtı fiyat öngörülerini çerçevesinde Rask-Cask farkının 2019-2022 arası seviyelerde gerçekleşmesini ve FAVÖK marjının da 30%-32% seviyelerinde yılı tamamlaması bekleniyor.

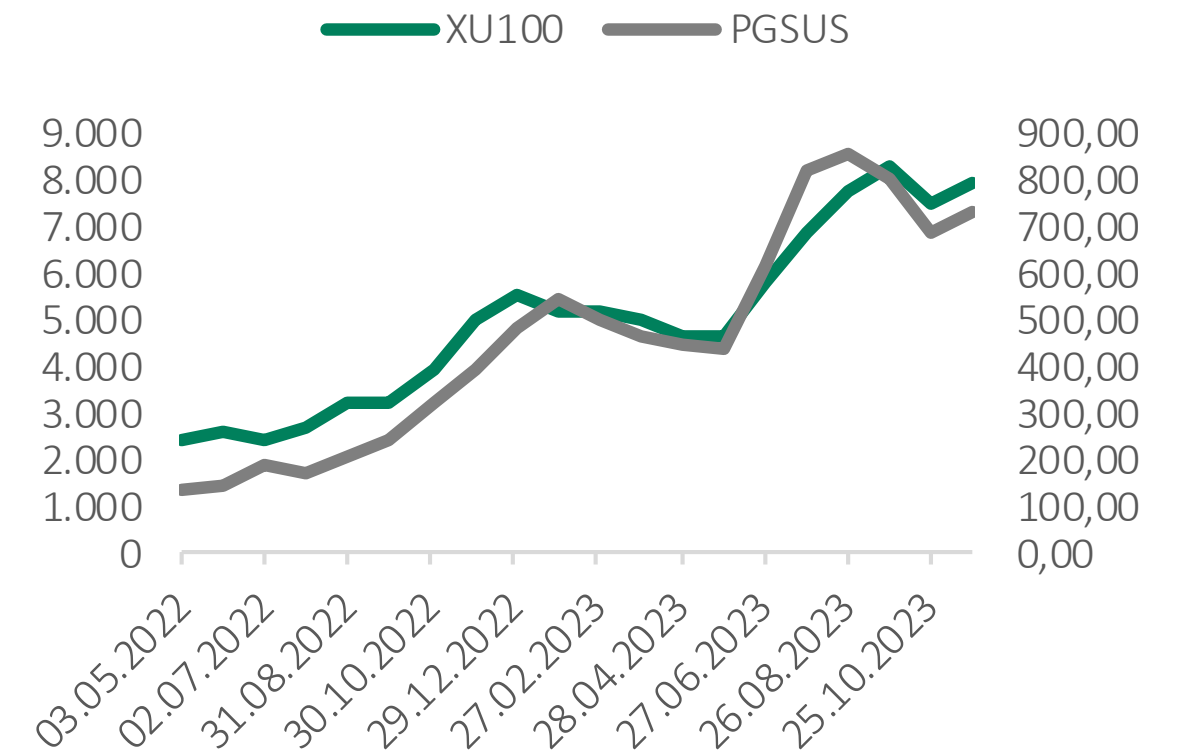
Pegasus şirketini 2023/9A'lık finansal sonuçları ardından 12 aylık 1177,6 TL hedef fiyat ve "AL" tavsiyesi ile araştırma kapsamına dahil ediyoruz. Hisse senedi hedef fiyatına göre 62% getiri potansiyeli taşıırken, 2024'de elde etmesini beklediğimiz 27.6 milyar TL FAVÖK ile 2024T FD/FAVÖK 5.0x çarpanına göre iskontolu işlem görüyor. Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki ikinci pistin açılışının orta-uzun vadede şirketin kapasitesini artırıcı etkisi, 2024 yılında uçak filosunda devam etmesi beklenen büyüme ile yeni nesil uçaklarla beraber yakıt tüketiminin azalarak kar marjlarının desteklenmesi ve 2024'de devam edebilecek güçlü turizm aktivitesinin sektörün defansif özelliklerini desteklemesi şirkete yönelik "AL" tavsiyemizin temel sebeplerini oluşturmaktadır. Diğer yandan THY'nin AJet markası ile düşük maliyetli hava taşımacılığı sektöründe rekabeti artırarak Pegasus'un pazar payını düşürme olasılığı değerlememiz üzerindeki en önemli risk faktörü olarak belirtilebilir.

Fiyat Bilgileri	TL	USD
Kapanış	725,00	25,21
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>	<b>1177,6</b>	<b>40,79</b>
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat	--	--
Piyasa Değeri - mln TL	74.628	2.593
Halka Açık Piyasa Değeri - mln T	32.090	1.115
Ortalama Hacim - 3 Ay - mln TL	1.629	59,04
Halka Açıklık Oranı - %	43,00	

Performans - %	Şirket	Endeks
TL - Yılbaşı	44,77	33,69
USD - Yılbaşı	-5,94	-10,63

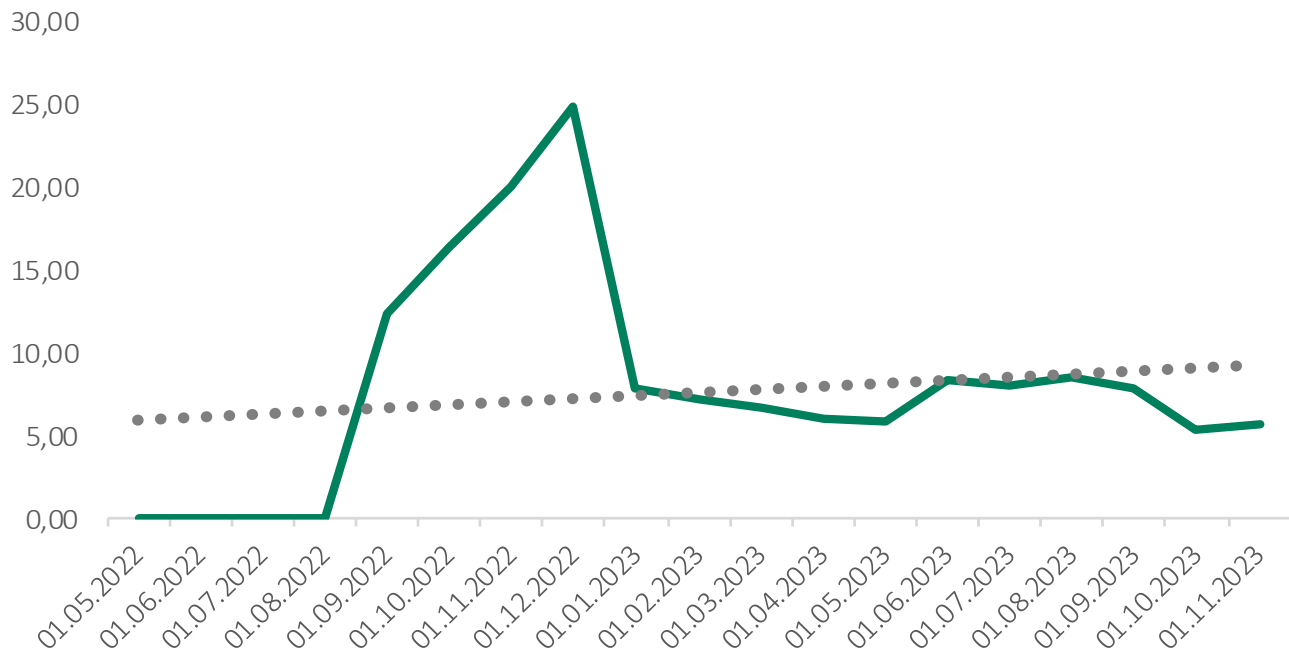
Hisse Çarpanları	Şirket(x)	Sektör(x)
Fiyat / Kazanç	5,65	6,40
Piyasa / Defter Değeri	2,10	1,51
Firma Değeri / FAVÖK	6,32	6,43
Piyasa Değeri / FAVÖK	3,40	4,48
Firma Değeri / Defter Değeri	3,91	2,25

Kârlılık Oranları	Şirket	Sektör
Brüt Kâr Marjı - Yıllık	28,44	28,05
FAVÖK Marjı - Yıllık	34,09	27,47
Net Kâr Marjı - Yıllık	20,48	18,11
Aktif Kârlılık - Yıllık	10,78	10,27
Özkaynak Kârlılığı - Yıllık	55,99	32,55

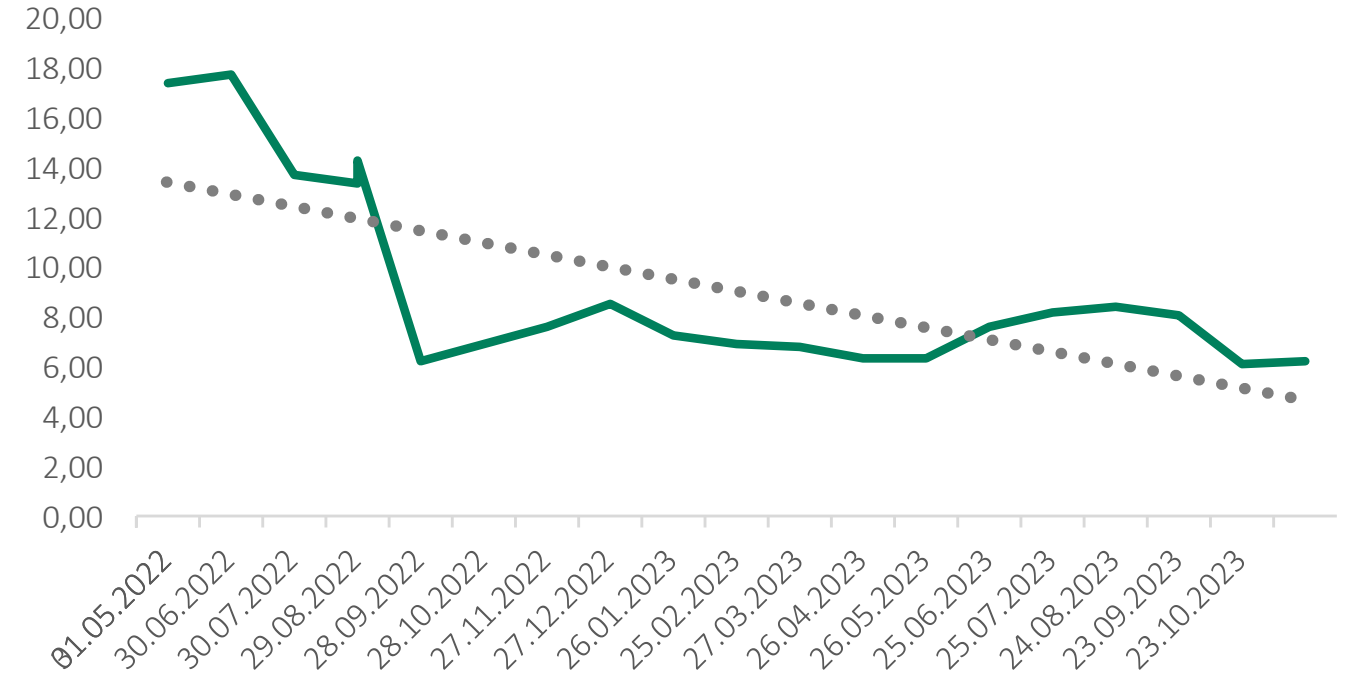


Kaynak: ALB Yatırım Araştırma - Şirket Finansalları

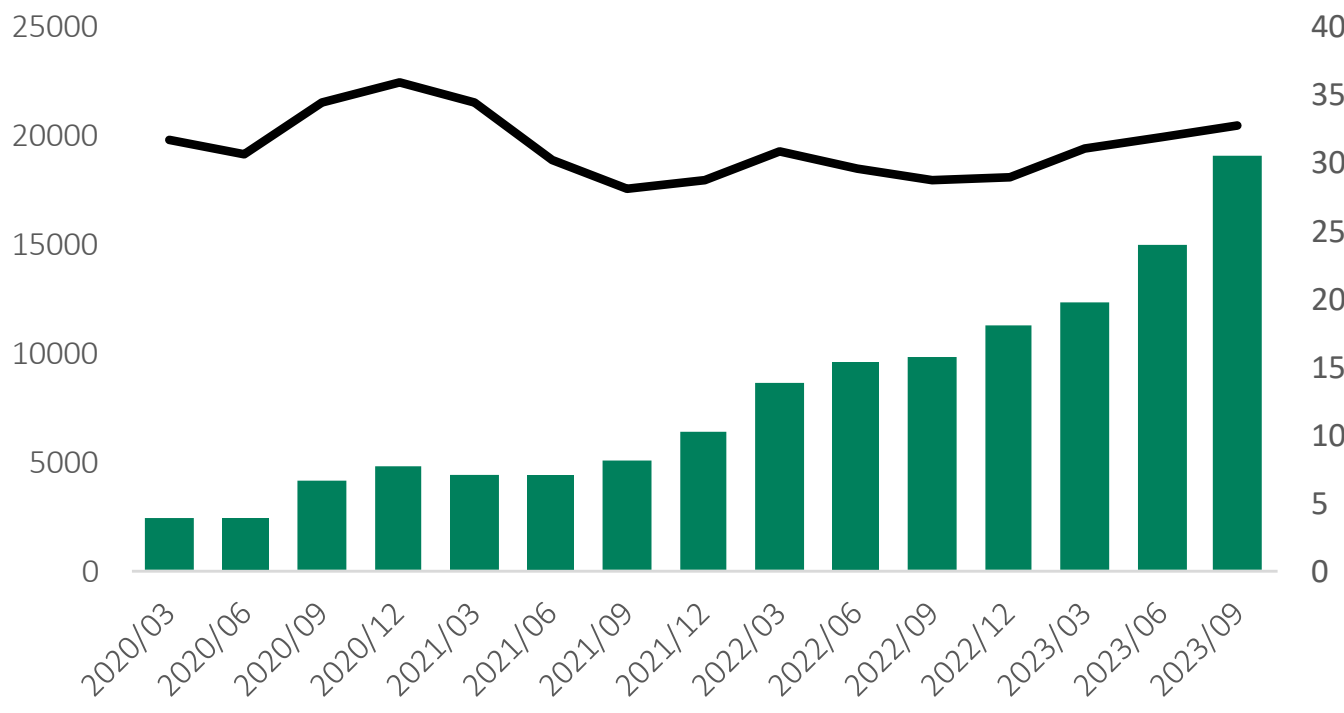
### Fiyat / Kazanç Performansı



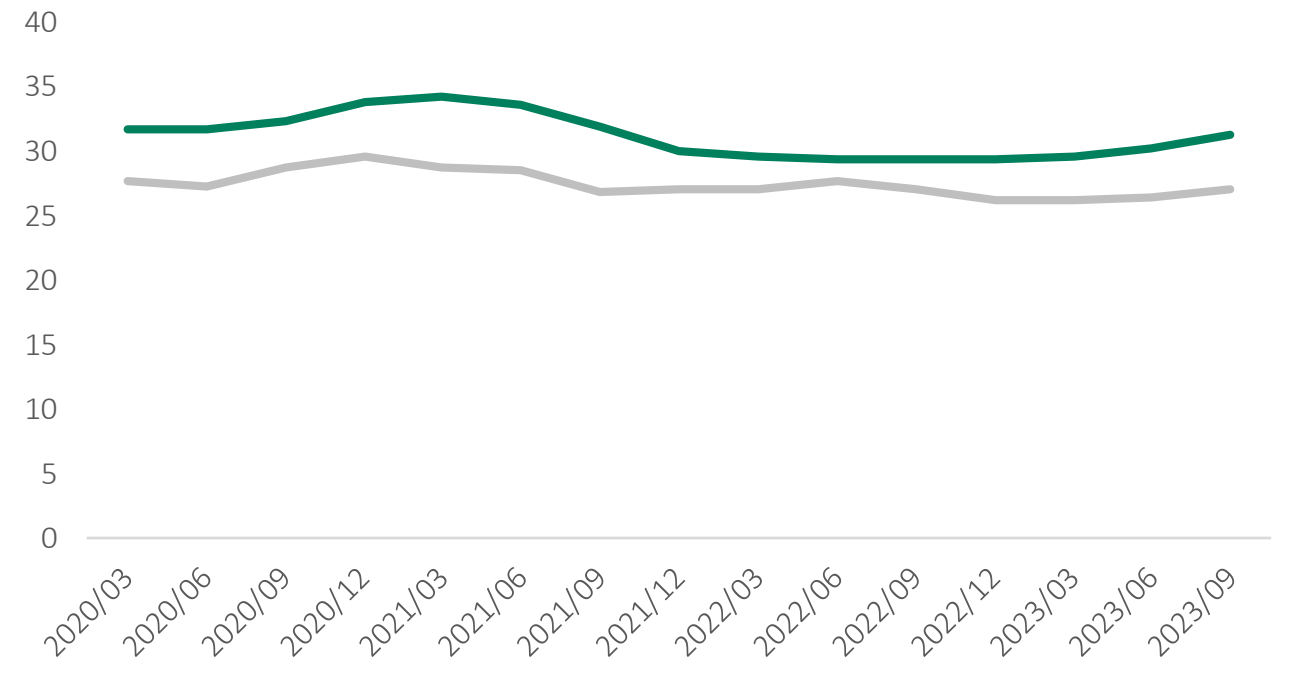
### FD/ FAVÖK Performansı



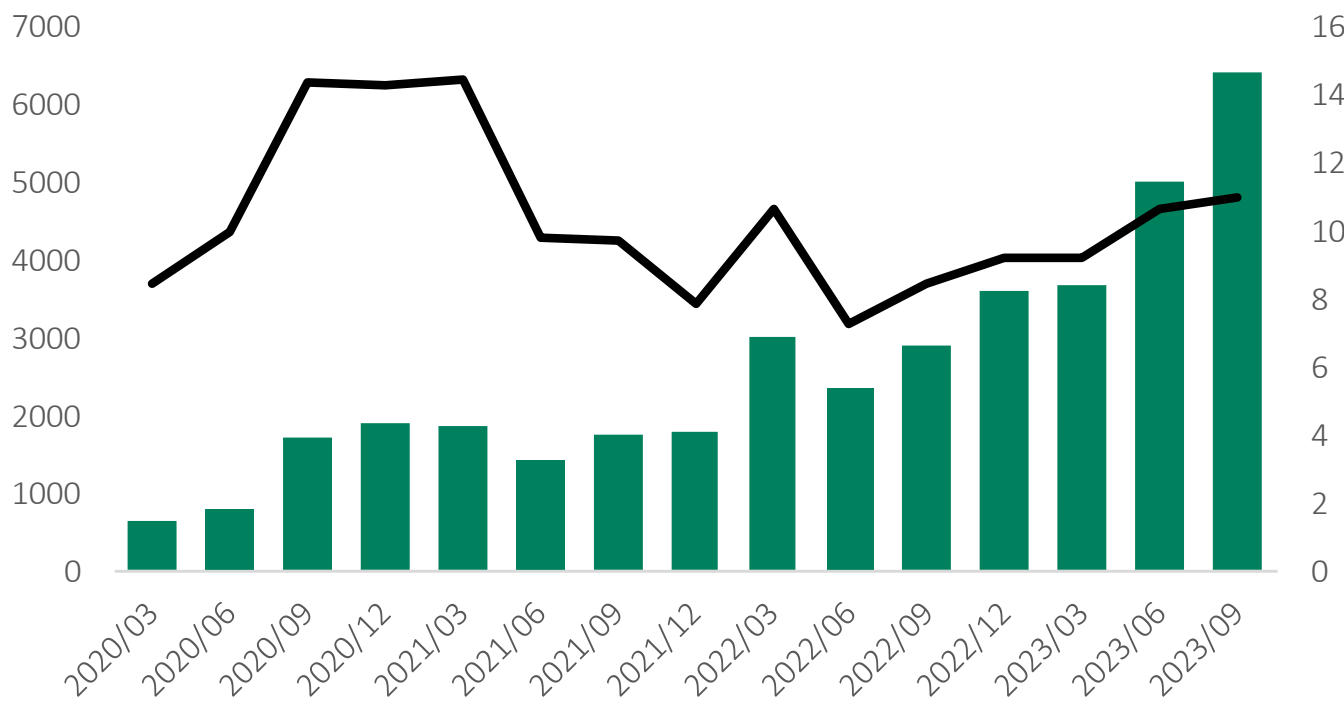
### Brüt Kâr - Çeyreklik Brüt Kâr Marjı - Çeyreklik



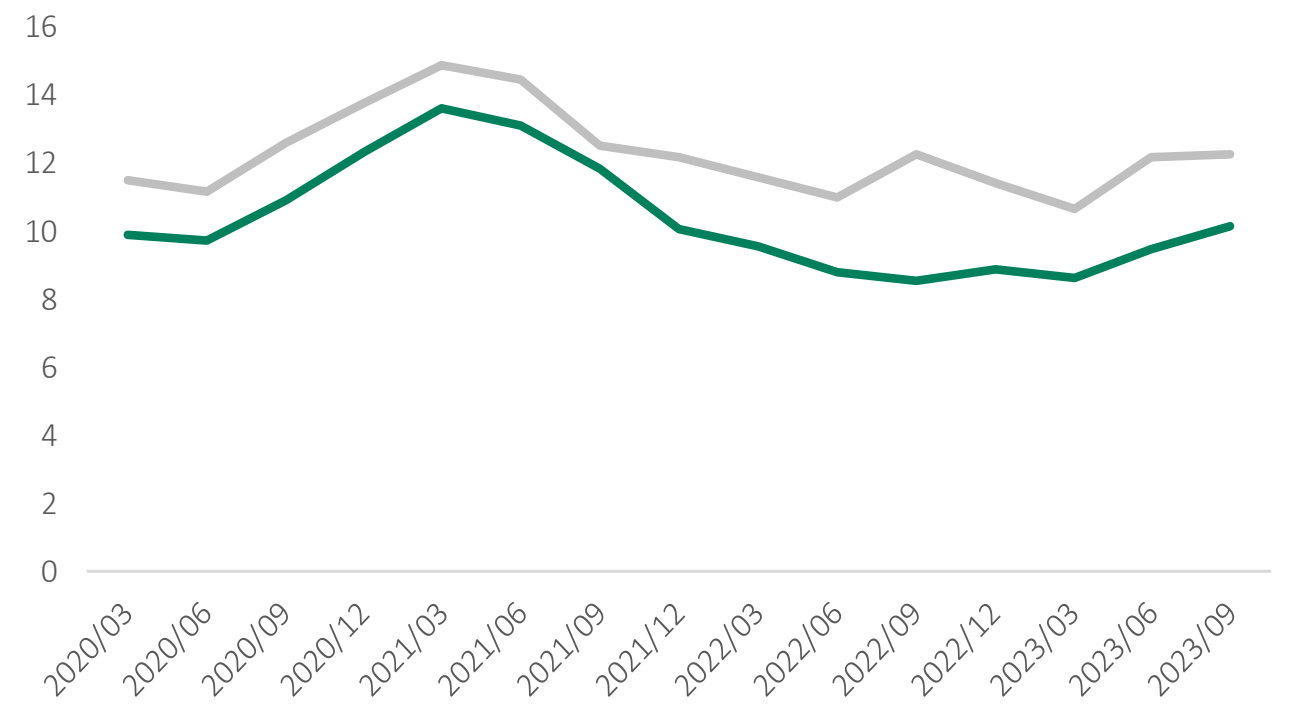
### Hisse Brüt Kâr Marjı Sektör Brüt Kâr Marjı



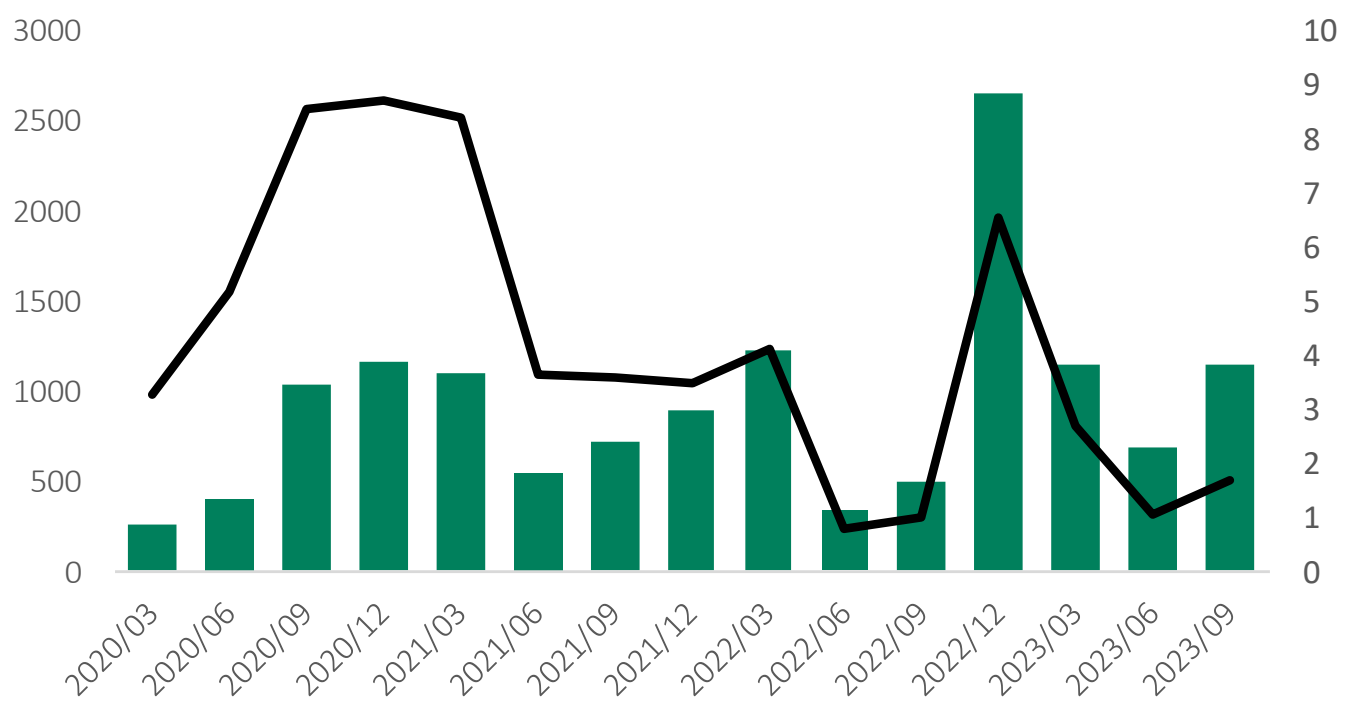
### FAVÖK Kâr - Çeyreklik FAVÖK Kâr Marjı - Çeyreklik



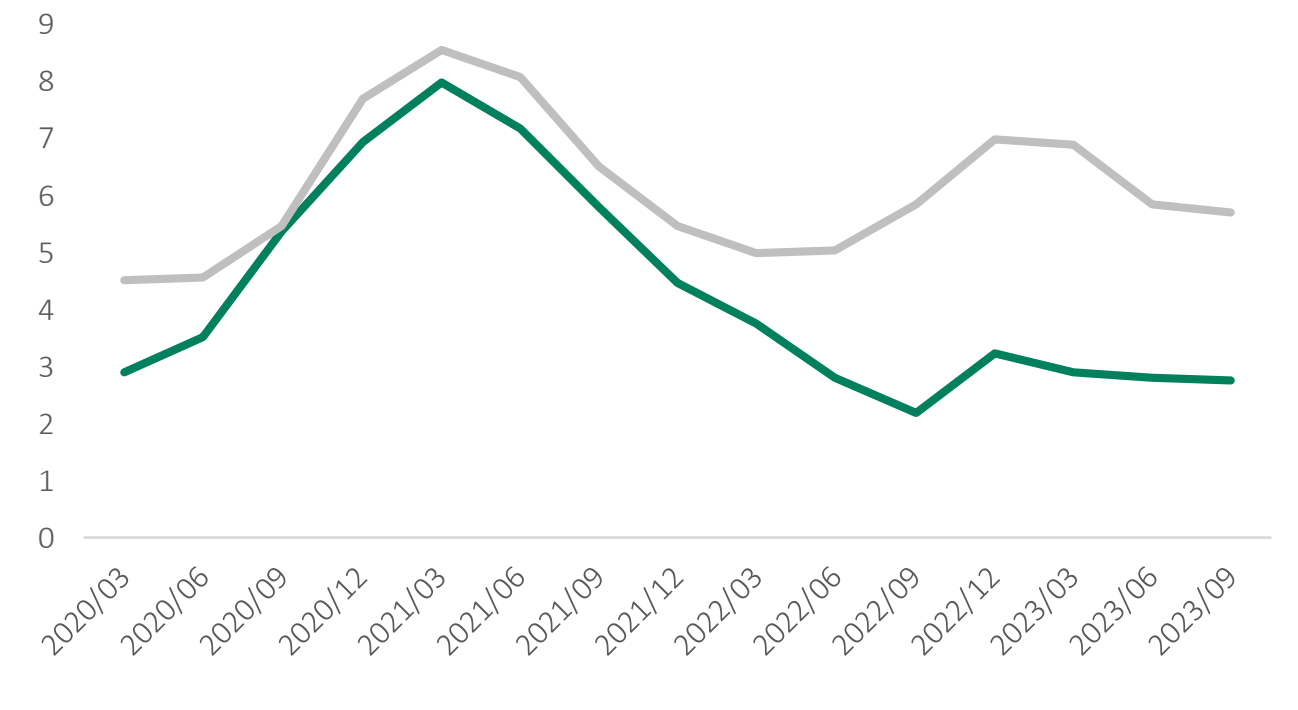
### Hisse FAVÖK Kâr Marjı Sektör FAVÖK Kâr Marjı



### Net Kâr - Çeyreklik Net Kâr Marjı - Çeyreklik



### Hisse Net Kâr Marjı Sektör Net Kâr Marjı



## Finansal Tablolar

### PGSUS BİLANÇO - Milyon TL

	2022/09	2022/12	2023/06	2023/09	YILLIK DEĞİŞİM (%)
Dönen Varlıklar	21.288	20.717	38.792	46.532	118,58%
Duran Varlıklar	61.837	75.086	107.536	115.127	86,18%
Toplam Varlıklar	83.125	95.803	146.328	161.659	94,48%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.736	20.760	36.562	36.904	77,97%
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	50.726	56.999	82.942	89.275	75,99%
Toplam Özkaynaklar	11.663	18.045	26.823	35.480	204,22%
Toplam Kaynaklar	83.125	95.803	146.328	161.659	94,48%

### PGSUS GELİR TABLOSU - Milyon TL

	2022/09	2022/12	2023/06	2023/09	YILLIK DEĞİŞİM (%)
Satış Hasılatı	30.255	42.732	23.902	51.975	71,79%
Satışların Maliyeti	22.097	31.156	19.753	37.062	67,72%
Brüt Kar (Zarar)	8.158	11.577	4.149	14.913	82,81%
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	6.892	9.675	2.354	12.251	77,75%
FAVÖK	10.134	14.099	5.952	18.008	77,70%
Dönem Karı (Zararı)	2.948	7.100	1.327	9.046	206,89%
Ana Ortaklık Kârı	2.948	7.100	1.327	9.046	206,89%

## Değerleme Özeti

Bin TL	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Terminal Value
Hasılat	42.732.213	62.786.441	92.252.117	135.546.036	199.157.790	292.622.541	
Faaliyet Karı	9.675.473	12.557.288	18.450.423	27.109.207	16.530.097	24.287.671	
FAVÖK	14.099.470	19.463.797	27.675.635	27.109.207	32.044.488	47.082.967	
Net Kar	7.100.145	10.924.841	13.680.989	17.620.985	17.924.201	23.409.803	
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞLARI		11.804.302	14.873.209	11.937.854	11.602.126	14.149.931	125.876.654
NET BORÇ	64.167.337						
İNA MODELİ İLE ŞİRKET DEĞERİ	126.076.738						
F/K BAZINDA ŞİRKET DEĞERİ(x7,93)	108.490.243						
FD/FAVÖK BAZINDA ŞİRKET DEĞERİ(x6,4)	112.956.728						
20% F/K + 80% FD/FAVÖK	112.063.431						
60% İNA + 40% ÇARPAN YÖNTEMİ	120.471.415						
ÖDENMİŞ SERMAYE	102.299						
<b>Hisse Senedi Hedef Fiyat</b>	<b>1177,60</b>						
<b>Potansiyel Getiri</b>	<b>62%</b>						



**Uğur AYDIN – ALB Yatırım Araştırma Yönetmeni**

[ugur.aydin@albyatirim.com.tr](mailto:ugur.aydin@albyatirim.com.tr)

**T** +90 (212) 370 0370

**F** +90 (212) 370 0371

[arastirma@albyatirim.com.tr](mailto:arastirma@albyatirim.com.tr)

Fulya Mah. Büyükdere  
Cad. Torun Center No:74  
A/80 34394 Şişli / İstanbul

**YASAL UYARI**–Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

**ÇEKİNCE**–Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.