

Beklentilerimizin altında karlılık

Gözden Geçiriliyor (önceki Al)

Kapanış Fiyatı (TL)	1033,00	Hedef Fiyatı (TL)	-				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	105.676 / 3.281	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	131 / 0				
Halka Açıklık Oranı	43	3a Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	2469,6				
EUR milyon	1Ç24	1Ç23	Yıllık Δ	4Ç22	Çeyreklik Δ	YKY	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	519	442	17,3%	609	-14,8%	520	501
VAFÖK	39	69	-43,9%	131	-70,6%	50	36
Net Kar	-103	-22	n.m.	469	n.m.	-75	-96
VAFÖK Marjı	7,4%	15,5%	8,1pp	21,5%	14pp	9,6%	7,2%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

1Ç24 Sonuçları

- Düşük sezonda zayıf marjlar.** Pegasus <PGSUS TI>, 1Ç24 finansallarında 103 milyon Euro net zarar açıkladı; bu tutar, piyasa beklentisi 94 milyon Euro'luk net zarar ve bizim tahminimiz 75 milyon Euro'luk net zararın gerisinde kaldı. Özetle, kısmen normalleşme ve aynı zamanda artan rekabet nedeniyle birim yolcu gelirlerinin düştüğü bir dönemde çoğunlukla TL cinsinden maliyetler üzerindeki enflasyon baskısı, VAFÖK marjının bir yıl öncesine göre 8 puan düşmesine neden oldu. Yıllık marj daralmasında geçen yılın görece yüksek bazı da etkili oldu. Öte yandan, şirketin net karı, bu çeyrek, USD'nin EUR karşısında değer kazanması sonrası kaydedilen kur farkı zararları nedeniyle, kur farkı geliri kaydedilen geçen yıla göre VAFÖK'teki daralmasının üzerinde geriledi.
- Dış hat birim yolcu gelirlerinde gerileme.** Şirketin Euro cinsinden cirosu, beklentilere paralel olarak yıllık %17 artışla 519 milyon Euro'ya ulaştı. Dış hat yolcu sayılarında bir önceki yıla göre %32'lik artış, birim gelirlerdeki yıllık %17'lik düşüş nedeniyle 1Ç24'te yalnızca %10 gelir artışına karşılık geldi. Geçen yılki yüksek baz ve normalleşme, yıllık daralmanın arkasında bir rol oynamış olsa da, ana nedenin, şirketin dış hat kapasitesinde (Arz edilen Koltuk-Km (AKK) cinsinden %33) sağladığı yüksek artış ve doluluk oranını önceliklendirerek sergilediği rekabetçi fiyatlandırma olduğu düşüncesindeyiz. Öte yandan, geçen yıl 24.9 Euro olan yolcu başı yan gelirleri, bu sene, yüksek yolcu artışa karşın 24,5 Euro seviyelerinde korumayı başaran şirket, aynı dönemde TL cinsi yurt içi birim yolcu gelirlerini, ortalama TÜFE artışına paralel, %62 arttırdı. Buna göre, Pegasus'un AKK başı birim geliri (RASK) 1Ç24'te 1Ç23'e kıyasla %9 düşüşle 3,66 Euro oldu.
- TL maliyetler üzerinde enflasyon baskısı.** Pegasus'un toplam AKK başı birim gideri (CASK), çoklukla birim jet yakıt maliyetindeki %5'lik düşüş sayesinde 1Ç24'te yıllık %3 düşüşle 4,10 EUR oldu. Şirketin akaryakıt dışı nakit CASK'ı, özellikle birim personel giderlerindeki %14'lük artış nedeniyle bir yıl öncesine göre %2 arttı. Personel giderlerinde, enflasyon ayarlaması kaynaklı bir artış bekliyorduk ancak gerçekleşen sonuç beklentimizin üzerinde geldi ve VAFÖK'ün tahminimizin altına kalmasına yol açtı. Buna göre şirketin RASK'ı ile nakit CASK'ı arasındaki fark geçen yıla göre %25 azaldı ve VAFÖK marjı bir yıl öncesine göre 8 puan geriledi.
- Daha yüksek operasyonel olmayan kayıplar.** Pegasus, 1Ç24'te 62 milyon Euro net faaliyet dışı zarar kaydetti, 1Ç23'te ise 17 milyon Avro zarar kaydetmişti. Geçen yıla göre fark çoğunlukla kur farkı zararlarından kaynaklandı. Bu yıl 32 milyon Euro kur farkı zararı kaydeden şirket, geçen yıl 22 milyon Euro kur farkı geliri kaydetmişti. EUR'nun USD karşısındaki değer kaybı, 832 milyon USD açık pozisyonu olan Pegasus için kur farkı zararına yol açmaktadır. Pegasus'un, Mart sonu şirket tanımlı net borcu 2023 sonuna paralel olarak 2,4 milyar Euro olurken, en temelde, şirketin filosunu altı net eklemeye genişletmesi nedeniyle bir yıl öncesine göre %16 arttı.

Genel Değerlendirme

- **Önerimizi ve hedef fiyatımızı gözden geçiriyoruz.** Özetle, Pegasus'un 1Ç24 sonuçlarını, yakıt dışı nakit CASK'ın tahminimizden yüksek gelmesi ve birim gelirler üzerindeki gözle görülür baskı nedeniyle hafif olumsuz olarak algılıyoruz. Ancak ilk çeyreğin sezonsal olarak en zayıf dönemi olduğu ve şirket yönetiminin tüm yıl için tahminlerini koruduğunu göz önüne aldığımızda, muhtemel olumsuz piyasa tepkisinin de sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

Hisse, yılbaşına göre %54 nominal %15 endeks üzeri getiri sağladıktan sonra, hedef fiyatımız olan 31 Euro ile hemen hemen aynı seviyede işlem görmeye başladı. 1Ç24 sonuçları ışığında ve bugünkü telekonferansta yönetimi dinledikten sonra model varsayımlarımızı yeniden gözden geçireceğiz. Şimdilik, "AL" olan önerimizi ve hedef fiyatımızı "Gözden Geçiriliyor" olarak değiştiriyoruz.

PGSUS TI - Pegasus Hava Taşımacılığı - Açıklanan Finansallar (TMS/TFRS; EURm'n)

Gelir Tablosu	1Ç24	1Ç23	Y/Y Δ	4Ç23	Q/Q Δ
Net Satışlar	519	442	17%	609	-15%
Satışların Maliyeti	-532	-423	26%	-530	0%
BRÜT KAR (ZARAR)	-13	19	n.m.	79	n.m.
Faaliyet Giderleri	-31	-25	23%	-34	-8%
Operasyonel Kar	-45	-6	n.m.	45	n.m.
VAFÖK	39	39	0%	69	-44%
Net Diğer Gelirler	8	-0	n.m.	-11	n.m.
Net Yatırım Gelirleri	16	7	129%	13	30%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	0	0	-12%	-0	n.m.
Net Finansal Gelirler / Giderler	-87	-24	260%	-10	n.m.
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	4	0	n.m.	432	-99%
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar)	0	0	n.m.	0	n.m.
Azınlık Payları	0	0	n.m.	0	n.m.
Net Kar	-103	-22	n.m.	469	n.m.
Marjlar					
Brüt	-2,6%	4,3%	-6,9 pp	13,0%	-15,6 pp
VAFÖK	7,4%	8,7%	-1,3 pp	11,3%	-3,9 pp
Operasyonel	-8,6%	-1,4%	-7,2 pp	7,4%	-16,0 pp
Efektif Vergi Oranı	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net	-19,8%	-5,0%	-14,8 pp	77,0%	-96,8 pp
Bilanço	Mar.24	Ara.23	Δ		
Nakit ve Benzerleri	1.155	1.063	9%		
Finansal Borçlar (*)	3.748	3.669	2%		
Net Borç	2.593	2.607	-1%		
Ticari Alacaklar	84	51	63%		
Stoklar	38	33	15%		
Ticari Borçlar	216	200	8%		
Duran Varlıklar	4.765	4.726	1%		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.388	3.380	0%		
Toplam Varlıklar	6.413	6.200	3%		
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	1.586	1.678	-6%		
Nakit Akım Tablosu	Ocak-Eyl24	Ocak-Eyl23	Δ		
Serbest Nakit Akım	374	72	n.m.		
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	157	117	34%		
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	218	-45	n.m.		
Finansal Rasyolar	Mar.24	Ara.23	Δ		
Borç / Özkaynak	236,3%	218,6%	17,7 pp		
Alacak Gün Sayısı	12	7	5		
Stok Gün Sayısı	7	5	2		
Ticari Borç Gün Sayısı	41	33	8		
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	-22	-21	-1		

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.