

Pegasus Hava Taşımacılığı

9/4/2019

Hedef Fiyat Değişikliği

DIŞ HATA YÖNELİM KARLILIĞI DESTEKLEDİ

Hedef fiyatımızı yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz PGSUS için değerlememize yansıttığımız güçlü 2Ç19 finansalları, şirket 2019 hedefleri, makro tahminlerimizdeki revizyonlar ve güncellenen benzer şirket çarpanları neticesinde hedef fiyatımızı önceki 56.9TL'den 86.2TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %29 getiriye işaret ettiğinden hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hissenin yılbaşından bu yana yüksek endeks üzeri getirisine rağmen, şirketin 2019 FAVÖK marj hedefindeki potansiyel yukarı yönlü riskinin hisse için kısa vadede katalizör olabileceğini düşünüyoruz. Hisse 2019T/2020T 4.3x/3.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanları ile uluslararası benzer şirketlerinin 6.1x/5.5x çarpan ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görüyor. Yolcu trafiği büyümesini olumsuz etkileyebilecek güvenlik endişeleri, artan rekabetin etkisiyle beklentiden kötü birim gelir gelişimi, Sabiha Gökçen Havalimanı'nda devam eden 2. pist inşaatında olası gecikmenin neden olabileceği kapasite problemi, petrol fiyatlarında keskin artış ve US\$'ın € ve TL karşısında değer kazanması tavsiyemiz için önde gelen risklerdir.

Pazar payında artış Pegasus Havayolları dış hatlarda kapasite artışı ve Sabiha Gökçen Havalimanı'nın İstanbul Havalimanı'na göre şehir merkezine yakınlık avantajından dolayı dış hat pazar payını 1Y18'deki %12.5'den 1Y19'de %13.7'e yükseltmeyi başardı. Pegasus 1Y19'da Bakü, Basra, Riyad, Manchester, Eindhoven, Kazablanka ve Venedik'i uçuş ağına ekledi. İç hatlardaki talep düşüşü ve kapasitenin dış hata kaydırılması sonucu ise şirketin iç hat pazar payı ise yıllık bazda 1.1 yüzde puan düşüşle %30.6'ya geriledi.

Zayıf iç talep nedeniyle yolcu trafiğinde düşüş devam ediyor Temmuz ayında Pegasus'un toplam yolcu trafiği yıllık bazda %2.4 düşüşle 2.86 milyona gerilerken, Ocak –Temmuz dönemi kümülatif yolcu sayısını %3.3 düşüşle 16.75 milyona taşıdı. Yılın ilk yedi ayında iç hat yolcu sayısındaki %15.6 düşüşü, kapasite artışının neden olduğu dış hat yolcu trafiğindeki %18.3'lik büyüme telafi etmedi. İlk yedi aydaki %8.1'lik ASK (kapasite) artışı şirketin 2019 yılı için öngördüğü %6-%8 kapasite büyümesi ile uyumlu gerçekleşti. 7A19'de Pegasus kapasitesinin %70'ini dış hata yönlendirdi (7A18: %61). 7A19'da iç hat doluluk oranı yüzde 0.6 puan artarken, dış hat doluluk oranı yüzde 0.5 puan gerileyerek toplam doluluk oranını yüzde 0.7 puan düşüşle %85.3'e taşıdı. Şirket 2019 yılı iç hat ve dış hat doluluk oranlarında 2018'e kıyasla değişiklik öngörmüyor. 2019 yılında Pegasus için %8 ASK büyüme ve %85.1 doluluk oranı (0.4 puan düşüş) tahminlerimizle toplam yolcu sayısının %2.9 düşüşle 29.1 milyona ulaşacağını öngörüyoruz.

Planlanan uçak teslimatlarının çoğu yüksek sezon öncesi tamamlandı Pegasus yıl içinde filosuna 9 adet A320NEO eklerken, filosundan 8 adet Boeing 737-800'u çıkartırken Ağustos itibarıyla filosunda toplam 83 adet uçağa ulaştı. Yılın geri kalanında 2 adet A321 NEO'nun eklenmesi ve 1 adet Boeing 737-800'in çıkarılmasıyla havayolu 2019 sonunda filosunda 84 uçağa ulaşmış olacak. 2020'de ise açıklanan resmi filo planına göre Pegasus toplamda 20 adet (15 A320 & 5 A321) uçak eklerken, 6 adet Boeing 737-800'in çıkartarak 98 adet uçağa sahip olacak. Pegasus için 2020'de %9 ASK büyümesi öngörüyoruz, ve kapasitenin yine %70-%75'nin dış hata ayrılacağını tahmin ediyoruz.

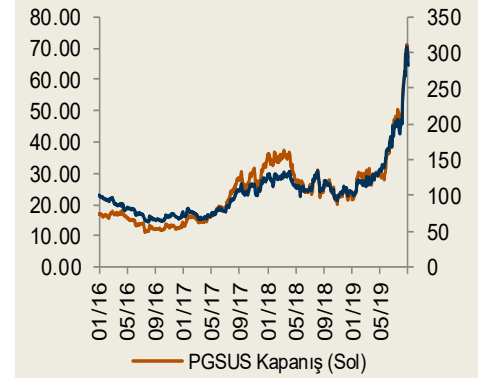
1Y19'da birim gelirlerde yüksek artış Pegasus'un iç hat yolcu başına geliri 1Y18'deki 82TL'den %44 artışla 1Y19'de 118TL'ye artarken, dış hat yolcu başına birim geliri 1Y18'deki €49.3'den %11 artışla 1Y19'de €54.6'ya yükseldi. Buna ek olarak, yolcu başına yan gelirler ise 1Y18'deki €11'den %31 artışla 1Y19'de €14.4 yükseldi. Tüm bu gelişmeler sonucunda 1Y19'de toplam birim gelir (RASK) yıllık bazda %10 artışla €3.93'e yükseldi. Şirketin döviz bazlı gelirlerinin payı 1Y18'deki %49'den 1Y19'de %71'e yükseldi. Pegasus 2019'da ;

AL

Yükselme Potansiyeli* 29%

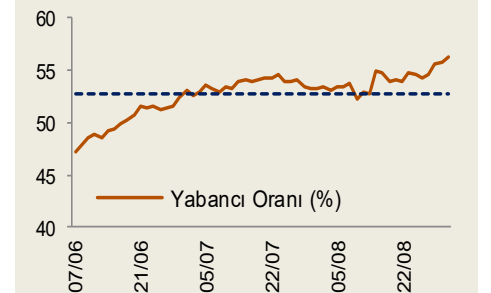
Kodu	PGSUS		
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$	
Kapanış	67.05	11.60	
12 Aylık Hedef Fiyat	86.20	13.89	
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	56.94	8.76	
Piyasa Değeri (mn)	6,859	1,186	
Halka Açık PD (mn)	2,484	430	
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		22.7	
Hisse sayısı (Adet mn)		102	
Takas Saklama Oranı (%)		36	
Çarpanlar	2018G	2019T	2020T
F/K	13.5	6.1	6.3
PD/DD	1.8	1.4	1.1
FD/FAVÖK	10.0	4.3	3.5
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	38.4	192.5	161.1
ABD \$	33.8	167.8	199.5
BIST-100 Relatif	39.6	170.2	148.1

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) #N/A #N/A

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 56



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Pegasus Hava Taşımacılığı

Ortaklık Yapısı (%)

Esas Holding A.Ş.
Diğer

Faaliyet Konusu

62.9 Türkiye'nin tek düşük fiyatla hizmet sunan havayolu Pegasus Havayollarının Ağustos 37.1 2019 sonu itibarıyla 83 uçaklık filosu ile 35'i yurtiçi, 76'sı yurtdışı olmak üzere toplamda 111 noktaya uçuşu bulunmaktadır.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	Bilanço (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Net Satış Gelirleri	5,349	8,297	10,625	13,180	15,558	Dönen Varlıklar	3,084	4,412	4,947	5,316	5,394
Brüt Kar (Zarar)	775	1,263	2,220	2,662	3,031	Nakit ve Nakit Benzerleri	1,988	2,741	3,187	3,295	3,112
Operasyonel Giderler	370	446	570	682	819	Ticari Alacaklar	187	236	291	361	426
Esas Faaliyet Karı	405	817	1,650	1,981	2,212	Stoklar	31	58	69	86	103
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	57	-26	43	-18	-20	Diğer Dönen Varlıklar	878	1,377	1,399	1,573	1,754
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	4	8	10	11	12	Duran Varlıklar	4,991	9,253	16,098	24,044	29,953
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	168	23	2	0	0	Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-31	-281	-473	-759	-894	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	29	40	56	69	82
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	603	542	1,231	1,214	1,309	Maddi Duran Varlıklar	4,663	8,248	13,354	21,853	28,416
Vergi Giderleri (Gelirleri)	102	40	117	126	137	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	24	47	67	100	113
Azınlık Payları	-1	-5	-9	-9	-9	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	293	914	2,621	2,022	1,343
Net Kar	502	507	1,123	1,097	1,183	Toplam Varlıklar	8,076	13,665	21,045	29,359	35,347
Düzeltilmiş Net Kar	502	507	1,123	1,097	1,183	Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,851	3,554	5,428	7,460	9,341
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	337	757	1,493	1,774	1,980	Finansal Borçlar	897	1,457	2,799	4,191	5,473
FAVÖK	735	1,356	3,192	3,932	4,701	Ticari Borçlar	381	584	691	864	1,030
FAVKÖK	1,309	2,200	3,192	3,932	4,701	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	573	1,514	1,938	2,404	2,838

Büyümler & Opr. Perf.	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Büyümler					
Net Satışlar	44%	55%	28%	24%	18%
Faaliyet Karı	n.a	102%	102%	20%	12%
FAVÖK	722%	84%	135%	23%	20%
FAVKÖK	135%	68%	45%	23%	20%
Net Kar	n.m	1%	121%	-2%	8%

Operasyonel Performans	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Brüt Marj	14.5%	15.2%	20.9%	20.2%	19.5%
Faaliyet Kar Marjı	7.6%	9.9%	15.5%	15.0%	14.2%
FAVÖK Marjı	13.7%	16.3%	30.0%	29.8%	30.2%
FAVKÖK Marjı	24.5%	26.5%	30.0%	29.8%	30.2%
Efektif Vergi Oranı	16.9%	7.4%	9.5%	10.4%	10.5%
Net Kar Marjı	9.4%	6.1%	10.6%	8.3%	7.6%
Özkaynak Karlılığı	24.6%	16.2%	26.0%	20.2%	18.0%
Aktif Karlılığı	7.3%	4.7%	6.5%	4.4%	3.7%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	8.9%	12.1%	14.2%	10.2%	8.0%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	20.1%	12.6%	30.7%	29.3%	30.0%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	31.6%	6.0%	22.1%	21.7%	25.2%

Rasyo Analizi	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Düzeltilmiş F / K (x)	13.7	13.5	6.1	6.3	5.8
FD / FAVÖK (x)	18.5	10.0	4.3	3.5	2.9
FD / FAVKÖK (x)	10.4	6.2	4.3	3.5	2.9
FD / Satışlar (x)	2.5	1.6	1.3	1.0	0.9
PD / Defter Değeri (x)	2.7	1.8	1.4	1.1	1.0
Nakit Akışı / PD	24.6%	7.2%	34.3%	41.7%	57.1%
Hisse Başı Kazanç (₺)	4.91	4.96	10.98	10.73	11.57
Hisse Başı Temettü (₺)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	1,620	3,781	8,697	14,769	18,788
Net Borç / FAVÖK (x)	2.2	2.8	2.7	3.8	4.0
Net Borç / Özsermaye (x)	0.7	1.0	1.8	2.5	2.7

Kaynak: İş Yatırım

Nakit Akım (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	1,073	1,048	3,257	3,868	4,661
Düzeltilme Öncesi Kar	501	502	1,114	1,089	1,174
Amortisman & İtfa Payları	330	538	1,542	1,952	2,489
İşletme Sermayesindeki Değ.	102	-272	-41	-86	-83
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-16	-67	-86	-107	-126
Yatırım Faal. Kay. Nakit	617	-551	-904	-1,010	-748
Sabit Sermaye Yatırımları	820	-125	-771	-1,213	-1,088
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-204	-425	-134	204	340
Serbest Nakit Akım	1,690	497	2,352	2,858	3,913
Finansman Faal. Kay. Nakit	-394	256	824	2,877	-645
Finansal Borçlardaki Değişim	541	59	2,031	4,834	2,302
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-663	-248	-479	-936	-1,739
Net Nakit Değişimi	1,412	-39	3,176	5,736	3,269

Pegasus Hava Taşımacılığı

2018'deki 101TL yolcu başına birim gelirlerinde 25-30TL artış; 2018'deki €61 dış hat yolcu başına birim gelirlerde 1-2€ artış; ve 2018'deki €11.9 olan yolcu başına yan gelirlerin ise €13-€14 olmasını hedefliyor. 2019 yılı için birim gelir tahminlerimiz şirketin beklentileriyle uyumlu iken, €14.2 olan yolcu başına yan gelir tahminimiz şirket €13-14 hedefinin biraz üzerinde kalıyor. 2020 için iç hat yolcu başına gelirlerde TL bazında %14 artış, dış hat yolcu başına gelirlerde € bazında %2 iyileşme tahmin ediyoruz.

UFRS-16 etkisi sayesinde birim giderlerde düşüş Pilot maaşlarındaki artışın neden olduğu personel giderlerindeki yükselişe rağmen UFRS-16 muhasebe değişikliği sayesinde faaliyet kiralama giderlerinin olmaması ve bakım giderlerindeki gerileme birim giderlerin (CASK) 1Y18'deki €3.66'dan 1Y19'de €3.61'e gerilemesine neden oldu. Yakıt dışı CASK 1Y18'deki €2.40'dan 1Y19'de €2.33'e geriledi. 1 Ocak 2019 itibariyle uygulanmaya başlayan UFRS-16 muhasebe değişikliği neticesinde operasyonel kiralama giderleri ile operasyonel kiralama ile ilgili bakım giderleri finansal kiralama muhasebesi gibi amortisman ve faiz giderleri arasında paylaştırıldı. Pegasus'un toplam giderlerinde 1Y18'de %80 olan döviz payı 1Y19'da %78 olarak gerçekleşti. Şirket 2018'deki €2.34 yakıt dışı CASK ve €3.66 CASK rakamlarında kıyasla 2019'da €2.29-2.31 yakıt dışı CASK ve €3.61-3.63 CASK (UFRS-16'nın bakım giderleri üzerindeki etkisi dahil) öngörüyor.

2019'da güçlü FAVÖK büyümesi 2019'da Pegasus'un toplam satış gelirlerinin %3 RASK artışı ve %8 ASK büyümesi neticesinde %11 artışla 1.64 milyar €'ya yükseleceğini tahmin ediyoruz. Şirketin FAVÖK rakamının ise %27 artışla 493 milyon €'ya büyüyeceğini öngörüyoruz. 2018'deki %26.5 kıyasla 2019'da %30 olarak öngördüğümüz FAVÖK marj tahminimiz şirketin %28.5 - %30 (UFRS-16'nın bakım giderleri üzerindeki etkisi dahil) beklentileriyle uyumlu. 2Ç19 sonuçları telekonferansında Pegasus yönetimi FAVÖK marj hedefinde yukarı yönlü riskin olabileceğini belirtti. (UFRS-16 muhasebe değişikliği nedeniyle 2019 FAVÖK rakamını kıyaslaması 2018 FAVÖK rakamıdır)

DEĞERLEME

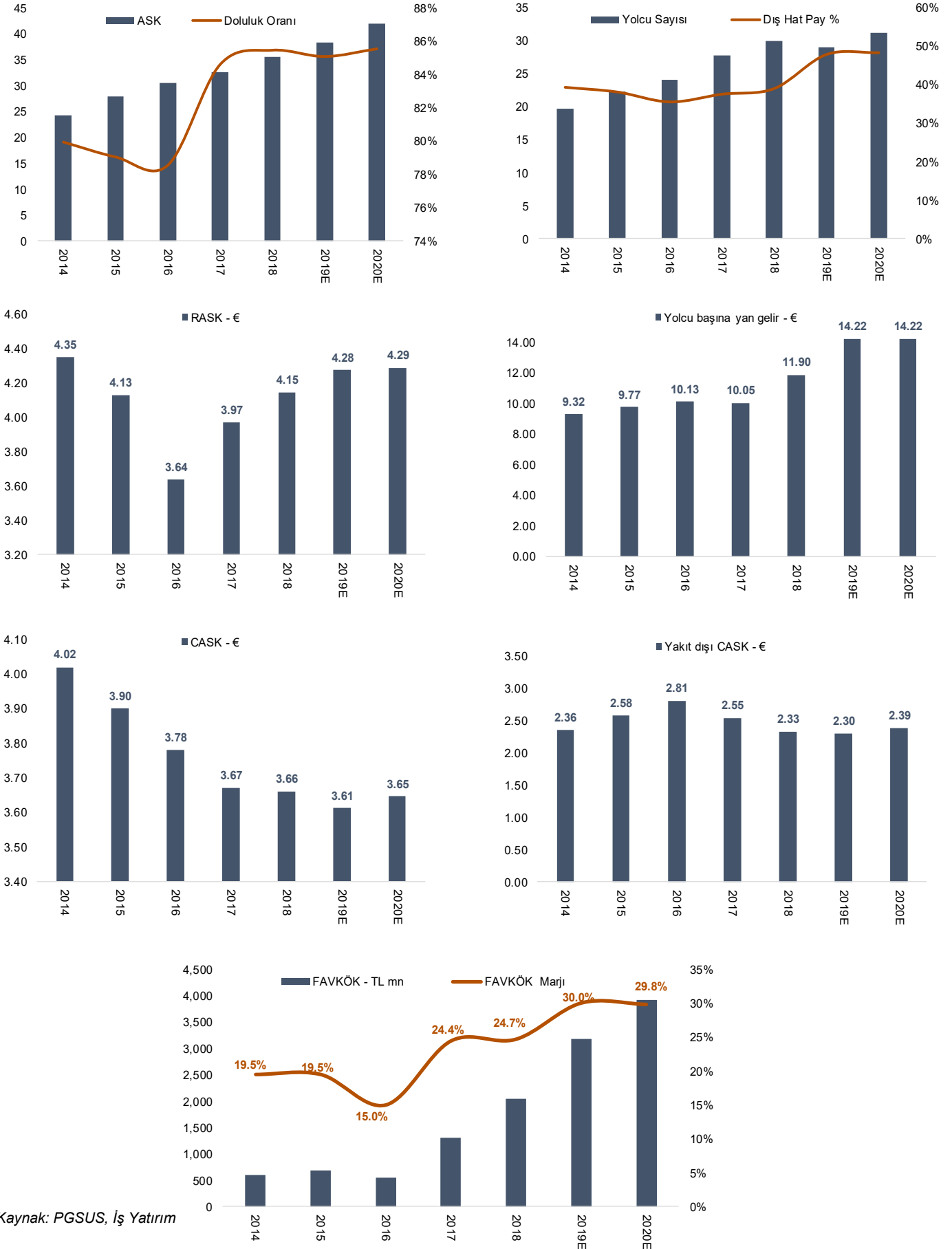
PGSUS değerlememiz 2020T 5.5x Firma Değ./FAVÖK yurtdışı benzer şirket ortalamasına uyguladığımız %25 iskonto ile ulaştığımız 4.1x 2020T hedef Firma Değ./FAVÖK çarpanına dayanmaktadır. %25 iskonto ise PGSUS'ın 2019 ve 2020 yılları için UFRS-16 öncesi ve sonrası Firma Değ./FAVÖK çarpanlarının farkının ortalamasından oluşmaktadır.

Pegasus için 2020 yılında şirketin resmi filo planına göre nete 14 adet uçak teslimatı neticesinde %9 ASK büyümesi öngörüyor ve kapasitenin %70-%75'ini dış hatlara ayıracağını tahmin ediyoruz. 2020 yılında RASK tahminimiz 2019'a göre değişiklik göstermezken CASK ve yakıt dışı CASK'ı sırasıyla € 3.65 ve €2.39 olarak öngörüyor, FAVÖK marjının %29.8 olacağını tahmin ediyoruz. 2020 yılında şirketin net satış gelirlerinin ve FAVÖK rakamını € bazında sırasıyla %10 ve %9 artacağını öngörüyoruz.

Sabiha Gökçen Havalimanı'nda 1. pistin off saatlerde bakım çalışmaları devam ederken 2. pistin inşaatındaki gecikmeler kapasite problemlerine yol açabilir. Pegasus yönetimi bu problemleri daha %33 kadar daha fazla koltuk kapasitesine sahip A321NEO teslimatları (2Y19'da 2 adet; 2020'de 5 adet) ve diğer ana havalimanlarına uçuşları yönlendirerek aşmayı planlıyor.

Pegasus Hava Taşımacılığı

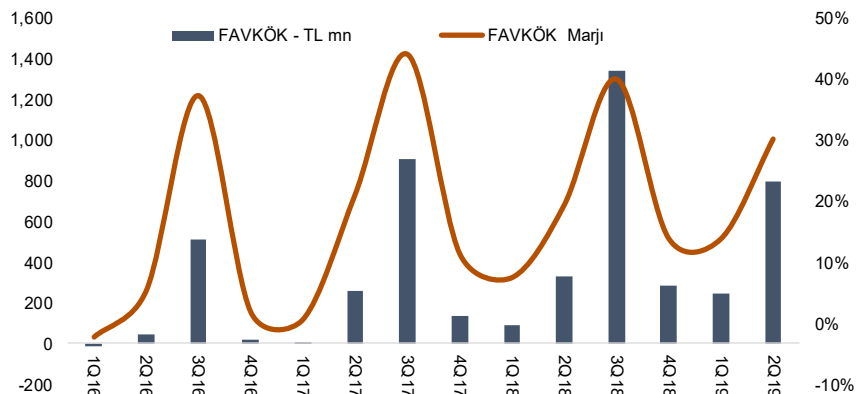
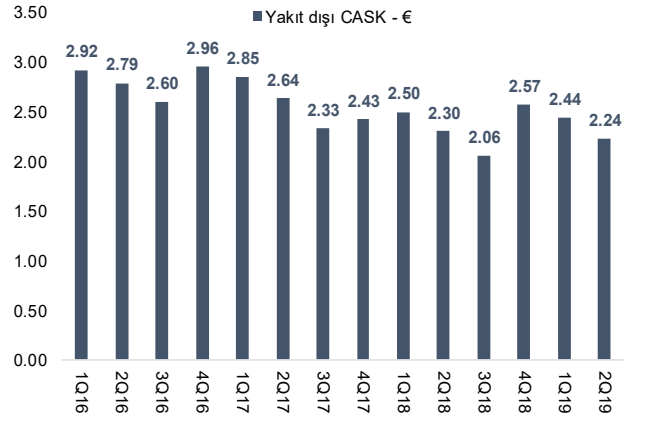
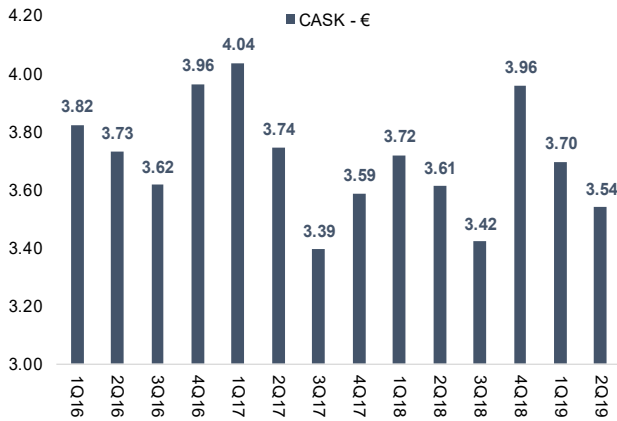
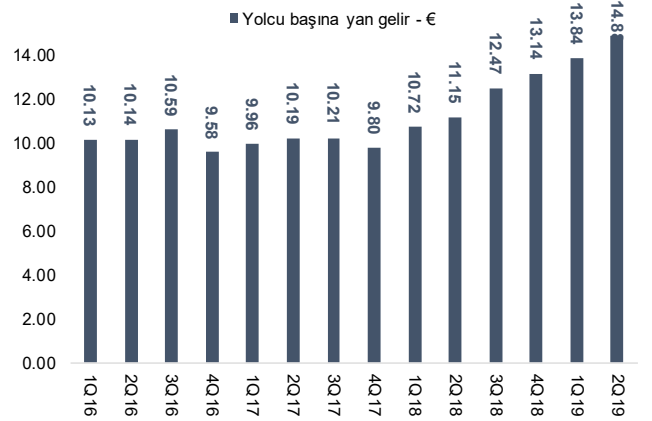
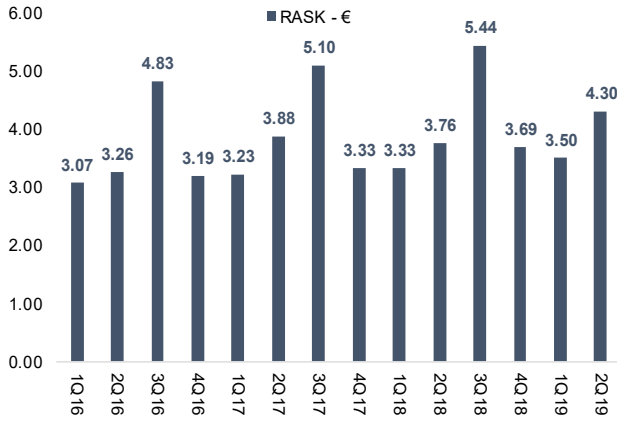
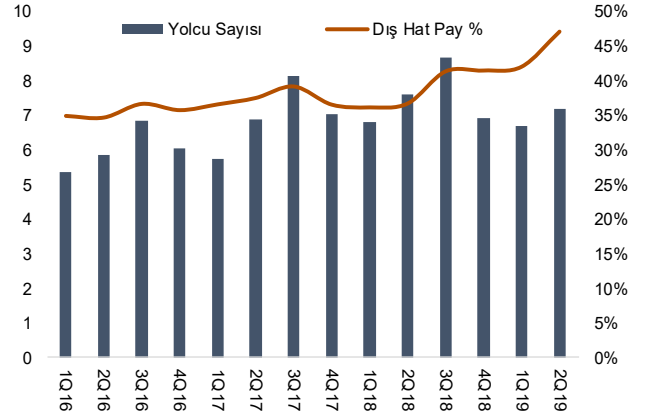
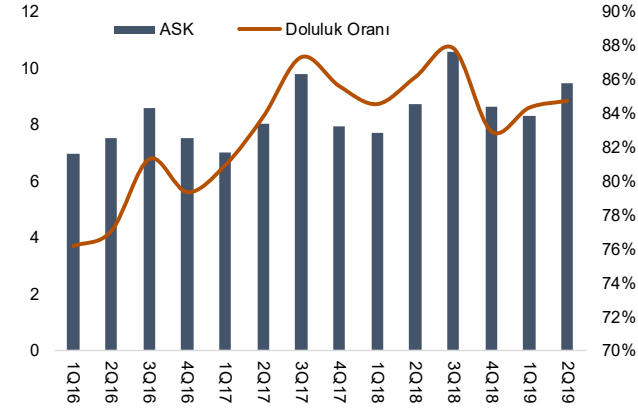
PERFORMANS GÖSTERGELERİ - YILLIK



Kaynak: PGSUS, İş Yatırım

Pegasus Hava Taşımacılığı

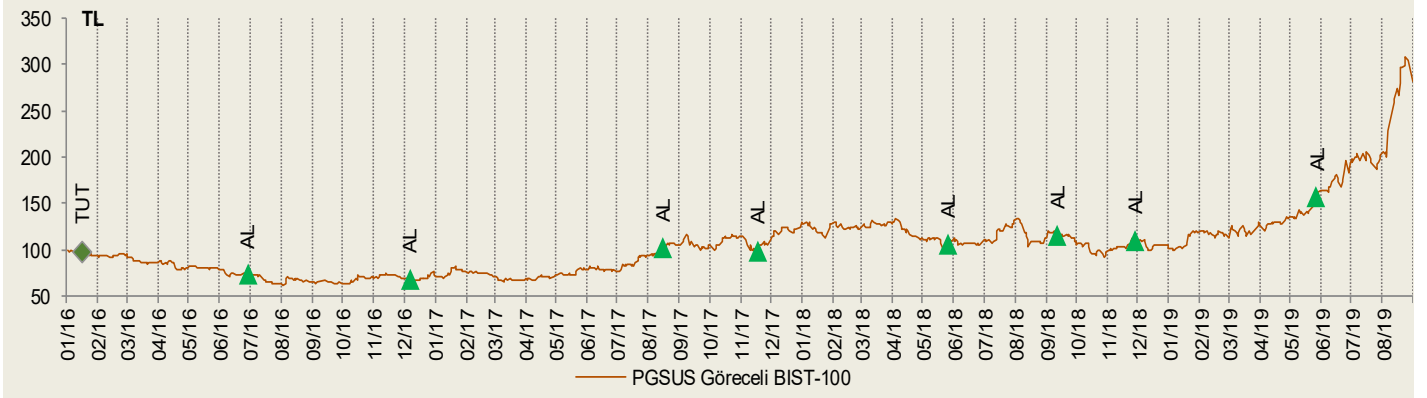
PERFORMANS GÖSTERGELERİ - ÇEYREKLİK



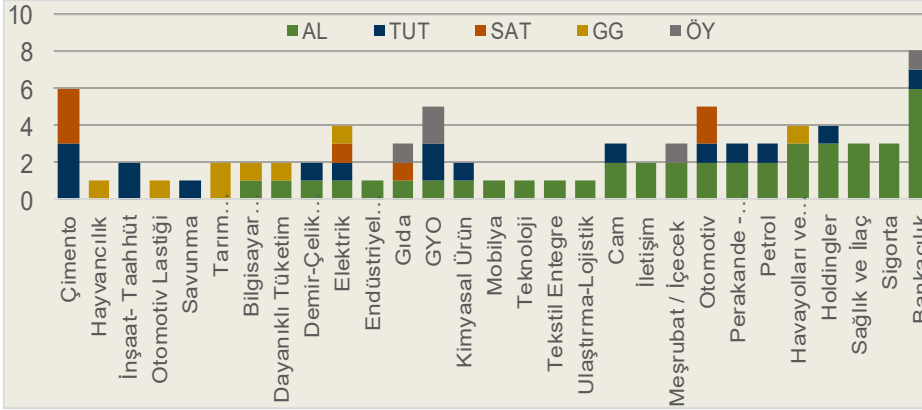
Kaynak: PGSUS, İş Yatırım

Pegasus Hava Taşımacılığı

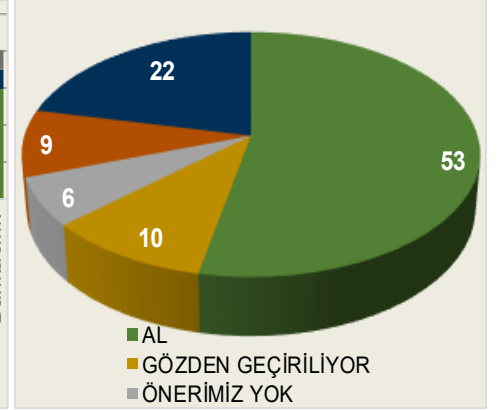
Göreceli Getiri / Öneriler



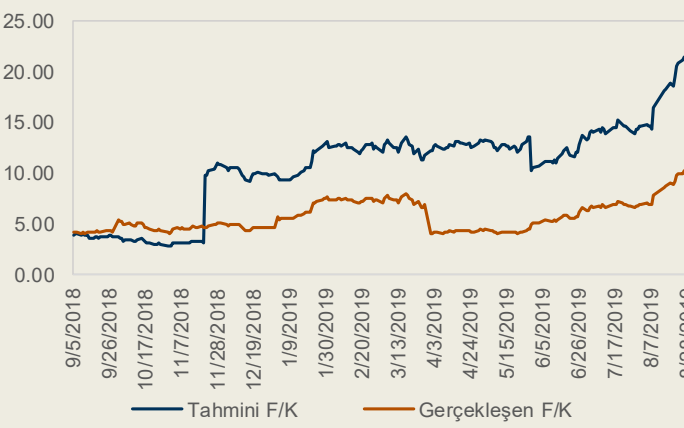
Şirket Sayısı



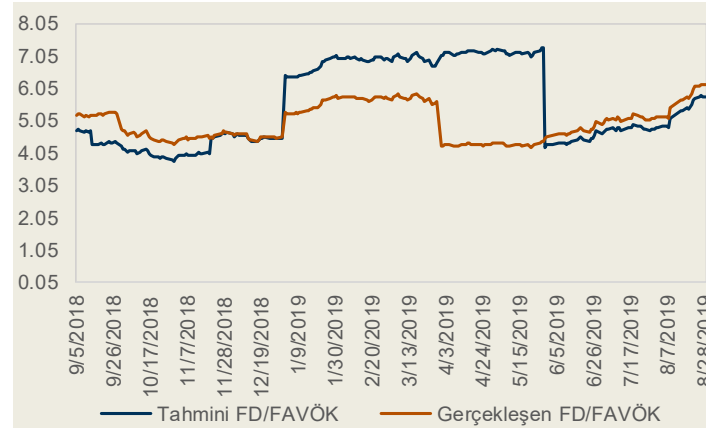
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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 fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.