

**Hisse bilgileri**

Hisse kodu	:	PGSUS
Son Fiyat	:	28.50TL
Hedef fiyat	:	37
Getiri potansiyeli	:	29.8%
Hisse sayısı (adet)	:	102,272,000
Piyasa değeri (mn \$)	:	1,393
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)	:	26.30

52-Hafta Fiyat aralığı	Yüksek	Düşük
TL	44.00	18.10
\$	21.92	9.58

Performans (%)	1 ay	3 ay	YBB
TL	-3.6	-5.6	-21.5
BIST-100'e göre	-9.6	-22.7	-31.8

\*Yılbaşından Beri

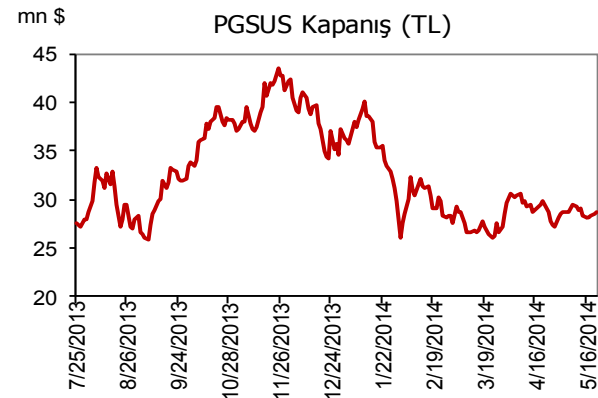
**Finansal Performans**

milyon TL	2012	2013	2014T
Net Satış	1,920	2,404	3,094
OFVAÖK	307	534	600
Net Kar	126	92	123

Değerleme	Cari PD ile		
	2012	2013	2014T
F/K (x)	23.1	31.8	23.7
PD/DD (x)	8.9	2.5	2.4
FD/Satışlar (x)	2.3	1.8	1.4
FD/OFVAÖK (x)	14.1	8.1	7.2

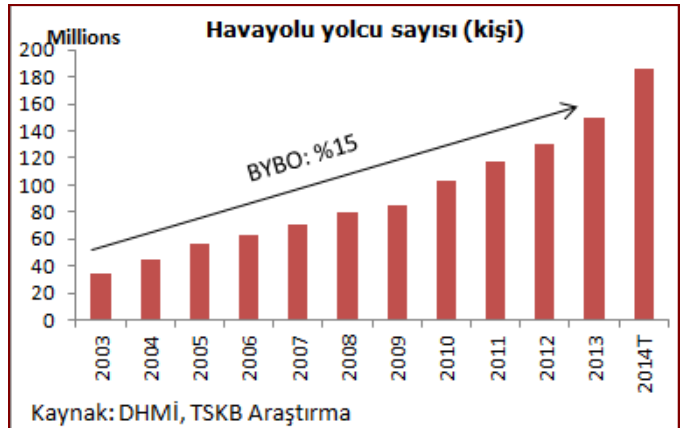
**Ortaklık Yapısı**

Ortak	Pay (%)
Esas Holding	62.9
Diğer	2.6
Halka açıklık	34.5



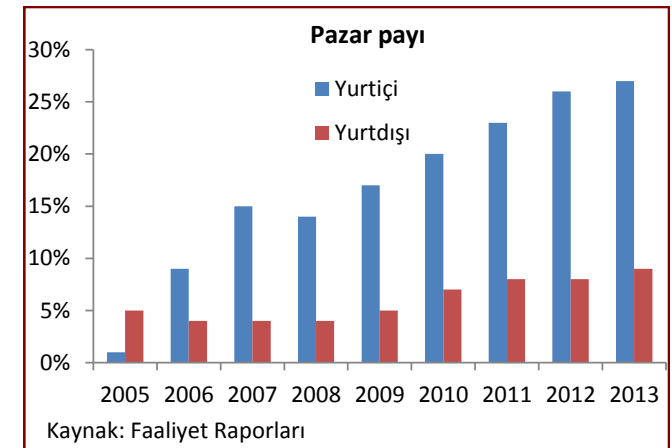
**Sektör**

Havayolu sektörü baş döndürücü hızda büyümeye devam ediyor. Bu büyümenin başlıca nedenleri dünya ticaret hacminin artması, globalleşme, yurtiçinde bilet fiyatlarında KDV haricindeki vergilerin kaldırılması, pazarın özel havayolu şirketlerine açılmasıdır. Ekonominin büyümesine paralel olarak gelir düzeyinin artması, seyahat sıklığının artması ve Türk halkının uçakları sevmeye başlaması da etkili olmuştur. DHMİ verilerine göre toplam yolcu sayısı 2003-2013 döneminde %15 ağırlıklı yıllık büyüme hızına ulaşmıştır. DHMİ 2015'e kadar %10 yıllık büyüme göstereceğini tahmin ediyor.

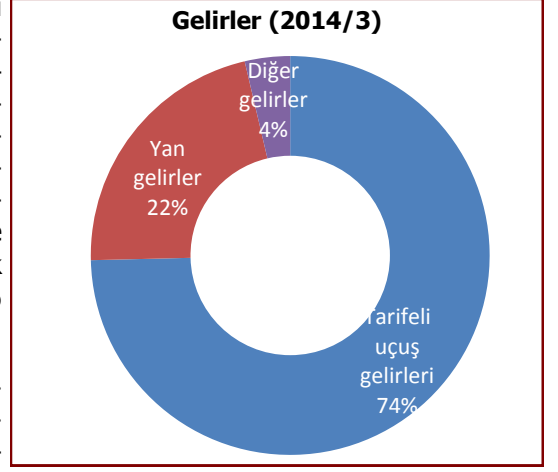


**Şirket**

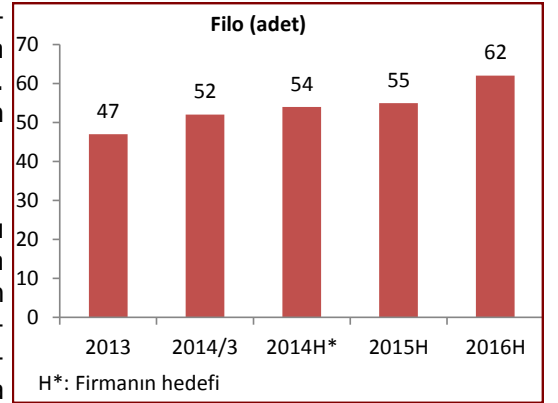
Pegasus yurtiçinde %27,4 pazar payına sahip olan düşük maliyetli bir havayolu şirkettir. 2005 yılında Esas Holding tarafından devralınmış, 2005-2013 döneminde tarifeli yolcu sayısında yıllık ortalama %31 artış hızı yakalamıştır. Şirketin merkez üssü İstanbul Sabiha Gökçen Havalimanıdır.



Ana faaliyet konusu olan havayolu yolcu taşıma hizmetlerinden doğrudan elde ettiği gelire ek olarak uçak içi yiyecek-içecek satışı, uluslararası uçuşlarda gümrüksüz ürün satışı, fazla bagaj, rezervasyon değişikliği ve bilet iptal ücretleri, havalimanı check-in ve koltuk seçimi ücretleri gibi ürün ve hizmetlerden gelir elde etmektedir. Bu gelirler yılın ilk üç aylık döneminde toplam gelirlerinin % 21,7'sidir.



Şirketin mevcut durumda 52 uçağı bulunmaktadır. Bunların biri şirketin portföyünde olup, 27'si finansal kiralama, 18'i operasyonel kiralama, 6'sı İzair'den kiralık olarak temin edilmişti. Toplam uçak sayısının 2014 sonunda 54, 2015 sonunda 55, 2016 sonunda 62 olması bekleniyor. 2015-2022 arasında Airbus'tan 75'i kesin 100 uçak için siparişi bulunuyor.



### İlk çeyrek

Şirketin ilk çeyrek finansalları yatırımcıyı memnun etmedi. Bunun nedenleri Sabiha Gökçen'de THY ile artan rekabet, geçen yılın ilk çeyreğine denk gelen Paskalya'nın, bu yıl nisana ve mayısa denk gelmesi ve Air Berlin operasyonlarının sona ermesi. Net satışları %33 artışla 512mn liraya yükselirken, 102mn lira zarar açıkladı. Piyasa beklentisi 92mn zarar seviyesindeydi.

Pegasus yılın ilk çeyreğinde sektörün üzerinde büyümeye devam ederek yolcu sayısını %26 artışla 4,1 milyona yükseltti. THY'nin Sabiha Gökçen'deki bazını artırması (mevcut durumda 20 uçak ve mayıs sonunda 26 uçak) rekabeti artırdı ve fiyatlar aşağı geldi. Yolcu sayısındaki artış ve toplam yan gelirindeki %75 artış sayesinde yılın ilk çeyreğinde ciro artışı %33, geçen yılın Air Berlin gelirleri hariç tutulduğunda %36 oldu. Doluluk oranı %78,3'ten %78,7'ye yükseldi. Yolcu başına yan gelirler 19,5 liradan 27,3 liraya yükseldi.

Artan rekabet, yer hizmetleri maliyetindeki artış, geçici olarak pazarlama giderlerinde artış ve ılıman kış koşullarının getirdiği sis nedeniyle gecikmelerin maliyet etkisi operasyonel FVAÖK'ün 52,1mn liradan -29,4mn liraya gerilemesine neden oldu. İlk çeyrekte 102mn liralık beklenmedik zararın nedenlerini böylece rekabet ve FVAÖK düşüşü oluşturdu.

PGSUS 2014/3 Özeti						
bin TL	2013/3	2014/3	Değişim	2013	2014T	Değişim
<b>Net Satış</b>	<b>386,044</b>	<b>512,131</b>	<b>33%</b>	<b>2,404,060</b>	<b>3,093,731</b>	<b>29%</b>
<b>Yolcu sayısı (mn)</b>	3,250	4,080.0	26%	16,820.0	20,180.0	20%
Brüt Kar	37,370	-50,477	k.z.	450,515	619,204	37%
Esas F. Karı	-1,821	-113,285	z.z.	275,649	375,204	36%
OFVAÖK	52,100	-29,400	k.z.	534,000	600,000	12%
<b>Net Kar</b>	<b>-6,322</b>	<b>-102,553</b>	<b>z.z.</b>	<b>91,684</b>	<b>227,204</b>	<b>148%</b>
Brüt Kar Marjı (%)	10%	-10%		19%	20%	
Faaliyet Kar Marjı (%)	0%	-22%		11%	12%	
OFVAÖK Marjı (%)	13%	-6%		22%	19%	
Net Kar Marjı (%)	-2%	-20%		4%	7%	

Bütün maliyet artışları kontrol altına alınabilir, ancak tahmin edilemeyen bir faktör var ki ; o da zorlaşan rekabet koşulları... Bu durumun şirketin finansallarına etkisini önümüzdeki dönemde gözlemlemeye devam edeceğiz.

Şirket yönetimi 2014'te yolcu sayısının %20 artmasını beklediğini açıkladı. Bu durumda yolcu sayısı 20 milyonu aşacak demektir. Biz şirketin yılı %29 artışla 3,1 milyar lira ciro ve 600 milyar lira operasyonel FVAÖK ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz.

### Değerleme

Faaliyet modeli düşük maliyetli havayolu işletmesi olan Pegasus değerlemesi için yurtdışı karşılaştırma ve geçmiş çarpanlar yöntemini kullandık.

	PD/DD	PD/satışlar
Easyjet	3.1	1.5
Ryanair	3.0	2.0
<b>Ortalama</b>	<b>3.0</b>	<b>1.7</b>
Pegasus piyasa değeri (TL)	3,265,983	4,329,235
Sonuç	3,797,609	
Sermaye	102,272	
Fiyat (TL)	37	

Yurtdışı karşılaştırma yönteminde Easyjet ve Ryanair'i aldık. Son bir yıllık verileri üzerinde yaptığımız değerlemede Pegasus için 37 lira hedef değerine ulaştık.

	2013 değeri	2014 tahminlerine göre PD
FD/FVAÖK	8.1	3,444
FD/Nsatış	1.8	4,153
<b>Sonuç</b>		<b>3,798</b>
Ödenmiş sermaye		102.27
Fiyat (TL)		37

Diğer yöntemde Pegasus'un 2013 sonu çarpan seviyelerini 2014 sonu için tahminlerimize uyarladık. Buna göre yine 37 lira değerine ulaştık.

Hisse için belirlediğimiz 37 lira hedef fiyatımız %30 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse son bir aylık dönemde %4 geriledi ve endeksin %10 altında performans gösterdi. İlk çeyrek finansallarındaki bozulmanın hisse fiyatına yansıdığını, önümüzdeki dönemde havayolu sektörünün yaz aylarında mevsimsel olarak daha pozitif olması ihtimalinin hisse fiyatına pozitif etki edebileceğini düşünüyoruz. Pegasus için önerimizi AL olarak belirliyoruz.

PGSUS BİLANÇO (bin TL)	2012/12K	2013/03K	2013/06K	2013/09K	2013/12K	2014/03K
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>339,329</b>	<b>430,617</b>	<b>1,127,953</b>	<b>1,277,254</b>	<b>1,191,494</b>	<b>1,263,981</b>
Hazır Değerler	210,150	175,178	858,145	958,801	877,402	857,780
Finansal Yatırımlar	14,898	23,263	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	41,871	160,651	178,554	215,335	191,392	260,774
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	30,866	40,878	50,911	37,191	40,526	43,039
Stoklar	1,883	2,229	2,355	2,285	4,036	3,965
Türev Enstrümanlar	0	0	3,281	14,532	25,402	35,098
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	33,950	46,492	41,115	53,006
Diğer Dönen Varlıklar	39,661	28,417	757	2,619	11,622	10,319
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,869,682</b>	<b>1,832,342</b>	<b>1,976,445</b>	<b>2,122,910</b>	<b>2,306,711</b>	<b>2,313,441</b>
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	132,839	144,455	58,705	64,071	67,085	66,643
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Y	1,512	511	823	1,104	1,377	2,368
Maddi Duran Varlıklar	1,730,318	1,681,814	1,798,381	1,925,558	2,120,628	2,141,599
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5,014	4,795	9,462	10,436	11,448	11,467
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	767	11,916	10,454	8,003	8,305
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	97,158	111,287	98,170	83,059
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>2,209,011</b>	<b>2,262,960</b>	<b>3,104,398</b>	<b>3,400,165</b>	<b>3,498,205</b>	<b>3,577,422</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>538,076</b>	<b>635,353</b>	<b>803,794</b>	<b>733,327</b>	<b>677,597</b>	<b>838,303</b>
Finansal Borçlar	185,955	183,315	53,048	11,666	3,981	4,311
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa	0	0	145,397	158,290	181,172	180,120
Türev Araçlar	0	0	4,766	3,078	10,939	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	3,006	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	88,539	88,519	188,849	219,976	167,295	177,280
Diğer Borçlar	9,555	14,286	18,543	12,421	17,080	15,241
Alınan Avanslar	0	0	356,975	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	281,579	248,255	410,686
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	24,700	38,242	41,697	42,868
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişk	26,210	26,054	10,790	6,969	6,806	7,580
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	224,811	323,179	726	1,106	373	218
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,343,583</b>	<b>1,311,084</b>	<b>1,401,708</b>	<b>1,537,386</b>	<b>1,674,380</b>	<b>1,668,846</b>
Finansal Borçlar	1,240,919	1,197,316	1,255,958	1,325,570	1,441,207	1,431,215
Alınan Avanslar	0	0	7,221	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	4,149	4,064	41,091	50,665	65,577	76,655
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	72,181	77,924	97,438	154,410	161,173	154,635
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	6,741	6,423	6,341
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	26,333	31,780	0	0	0	0
<b>Öz Sermaye (Azınlık Payı Dahil)</b>	<b>327,352</b>	<b>316,523</b>	<b>898,896</b>	<b>1,129,451</b>	<b>1,146,227</b>	<b>1,070,273</b>
<b>Ana Ortaklık Dışı Özsermaye</b>	<b>0</b>	<b>761</b>	<b>1,085</b>	<b>1,685</b>	<b>543</b>	<b>-1,242</b>
<b>ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)</b>	<b>327,352</b>	<b>315,762</b>	<b>897,812</b>	<b>1,127,766</b>	<b>1,145,684</b>	<b>1,071,515</b>
Sermaye	75,000	75,000	102,272	102,272	102,272	102,272
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	0	0	457,534	456,871	455,687	455,687
Kar veya Zararda Yeniden Sınıfland	0	0	123,294	239,233	328,344	356,727
Sermaye Yedekleri	0	0	457,534	456,871	455,687	455,687
Kar Yedekleri	11,919	11,955	-3,813	11,625	20,322	17,647
Net Dönem Karı	126,304	0	47,014	161,692	91,684	0
Dönem Zararı (-)	0	6,322	0	0	0	102,553
Geçmiş Yıl Karları	11,889	138,193	138,193	138,193	138,193	229,877
Yabancı Para Çevrim Farkları	72,736	67,432	127,107	227,608	308,022	339,080
Sermaye Birleşme Fonu	29,505	29,505	29,505	29,505	29,505	29,505
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>2,209,011</b>	<b>2,262,960</b>	<b>3,104,398</b>	<b>3,400,165</b>	<b>3,498,205</b>	<b>3,577,422</b>

PGSUS GELİR TABLOSU (bin TL)	2012/12K	2013/03K	2013/06K	2013/09K	2013/12K	2014/03K
<b>SATIŞ GELİRLERİ</b>	<b>1,919,892</b>	<b>386,044</b>	<b>991,319</b>	<b>1,828,003</b>	<b>2,404,060</b>	<b>512,131</b>
Satışların Maliyeti (-)	1,600,788	348,673	810,499	1,384,722	1,953,545	562,608
<b>Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>319,104</b>	<b>37,370</b>	<b>180,820</b>	<b>443,281</b>	<b>450,515</b>	<b>-50,477</b>
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>130,604</b>	<b>39,191</b>	85,852	127,098	174,866	62,808
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	80,354	26,513	52,985	77,221	105,090	43,826
Genel Yönetim Giderleri	50,250	12,678	32,867	49,877	69,776	18,982
<b>Net Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>188,500</b>	<b>-1,821</b>	<b>94,968</b>	<b>316,183</b>	<b>275,649</b>	<b>-113,285</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	4,189	1,866	7,334	6,218	6,489	822
Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler	0	0	1,320	36,785	24,047	13,635
<b>Faaliyet Karı veya Zararı</b>	<b>192,689</b>	<b>45</b>	<b>100,982</b>	<b>285,616</b>	<b>258,091</b>	<b>-126,098</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	1,558	105	108	1,805
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0	1,982	4,217	0
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar	-1,514	-1,089	-849	-648	-516	967
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	13,279	12,821	18,471	32,761	50,762	53,123
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	49,134	11,306	51,627	89,826	149,557	44,163
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>155,320</b>	<b>472</b>	<b>68,536</b>	<b>226,026</b>	<b>154,673</b>	<b>-114,365</b>
<b>Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler</b>	<b>29,016</b>	<b>6,805</b>	24,394	66,606	66,361	-9,840
Dönem Vergi Gelir/Gideri	0	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-29,016	-6,805	-24,394	-66,606	-66,361	9,840
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>126,304</b>	<b>-6,333</b>	<b>44,141</b>	<b>159,420</b>	<b>88,312</b>	<b>-104,525</b>
Azınlık Payları Net Dönem Karı/Zararı	0	-11	-2,873	-2,271	-3,372	-1,972
<b>Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>126,304</b>	<b>-6,322</b>	<b>47,014</b>	<b>161,692</b>	<b>91,684</b>	<b>-102,553</b>
<b>OFVAÖK</b>	<b>306,866</b>	<b>52,100</b>	<b>200,100</b>	<b>463,700</b>	<b>534,000</b>	<b>-29,400</b>
<b>KARLILIK</b>						
BKM	16.6%	9.7%	18.2%	24.2%	18.7%	-9.9%
FKM	9.8%	-0.5%	9.6%	17.3%	11.5%	-22.1%
OFVAÖKM	16.0%	13.5%	20.2%	25.4%	22.2%	-5.7%
NKM	6.6%	-1.6%	4.7%	8.8%	3.8%	-20.0%