

Pegasus Hava Taşımacılığı

Maliyet yönetimi 1Ç17’de etkisini gösterdi

R. Fulin Önder
Analist
fonder@sekeryatirim.com

Pegasus Hava Yolları, 1Ç17’de, piyasa ortalama net zarar eklentisi olan TL-147mn’un ve bizim net zarar beklentimiz olan TL-130mn’un üzerinde, TL-203mn tutarında net zarar açıklamıştır. Şirket’in 1Ç17’de beklentilerin üzerinde net zarar kaydetmiş olması, net diğer operasyonel gelirlerinin beklentilerin altında, finansal giderlerinin ise beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş olmasına bağlanabilir. Pegasus’un 1Ç17 satış gelirleri ve FAVÖK’ü, beklentiler doğrultusunda, sırasıyla TL 885mn ve TL -139mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket, 1Ç17’de, yakıt harici AKK başı birim maliyetlerinde yıllık yaklaşık %3 oranında iyileşme kaydedebilmiştir. Böylelikle FAVÖK marjı, gerileyen dış hat yolcu birim gelirleri ve artan AKK başı birim yakıt maliyetlerine rağmen yıllık 2.8 y.p. artış gösterebilmiştir. Bu nedenle, Şirket’in beklentilerin üzerinde açıklanan net zararına olası olumsuz piyasa tepkisinin sınırlı kalabileceğini düşünmekteyiz.

FAVÖKK marjı artış gösterdi - Pegasus’un birim yolcu gelirleri 1Ç17’de, rekabet ve güvenlik endişelerinin etkileri ile dış hat yolcu birim gelirlerindeki € bazında yıllık yaklaşık %15 gerileme nedeniyle, ortalama %11 oranında gerileme göstermiştir. Bunun yanında iç hat yolcu gelirleri TL bazında yıllık %10 artış göstererek TL65.1’e ulaşmıştır. Pegasus’un yakıt harici AKK başı birim giderleri, özellikle süregelen maliyet önlemlerinin etkisiyle yıllık bazda %2 gerilemeyle €2.85 olarak gerçekleşmiş, AKK başı yakıt maliyetlerinin artış göstermesiyle toplam AKK başı birim maliyetler yıllık %6 kadar artışla €4.04’e ulaşmıştır. Yolcu trafiğindeki yıllık %7.5 artış ve yolcu doluluk oranlarındaki yıllık 4.8 y.p. artış ile, AKK başı elde edilen birim gelirler de yıllık bazda %5 artarak €3.23’e ulaşmıştır. Pegasus’un 1Ç17 FAVÖKK marjı, hesaplamalarımıza göre yıllık 2.8 y.p. artış göstermiş ve Şirket, 1Ç17’de TL6.1mn tutarında FAVÖKK elde edebilmiştir. Filo yapısındaki değişiklikler nedeniyle FAVÖK marjındaki artış yıllık 1.3 y.p. ile sınırlı kalmıştır. Pegasus, böylelikle 1Ç17’de TL-139mn tutarında FAVÖK kaydetmiştir. Şirket’in net borcu 1Ç17 sonunda TL2.4mlyr’a ulaşmıştır (4Ç16 sonu: TL2.0mlyr).

“TUT” tavsiyemizi ve pay başına TL16.70 hedef fiyatımızı sürdürmekteyiz. Pegasus’un dış hat yolcu gelirleri, 1Ç17’de beklentilerimizin altında gerçekleşmiştir. Ancak yılın geri kalanında yolcu büyümesinin daha dengeli gerçekleşebileceği düşüncesiyle, 2017 yılı dış hat birim yolcu geliri tahminimizi, 2016 seviyelerinde korumaktayız. 1Ç17 sonuçlarının açıklanmasıyla yakın dönem tahminlerimizde hafif değişiklikler gerçekleştirmekte, Şirket için pay başına TL 16.70 hedef fiyatımızı ve “TUT” tavsiyemizi korumaktayız.

	2015	2016 1Ç	2016 1Ç	2017	2017T
F/K	15.95	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
PD/DD	1.23	1.14	1.40	1.24	1.02
FD/FAVÖK	21.00	82.82	25.71	a.d.	23.89
FD/FAVÖK-K	10.94	10.94	10.36	7.17	10.23
FD/Satışlar	2.12	2.00	2.06	1.90	1.54
Net Satışlar (TL Mn)	3,488	3,707	691	886	4,810
Net Kar (TL Mn)	113	(134)	(190)	(203)	40
Hisse Başına Kar (TL)	1.11	(1.31)	(0.03)	(1.99)	0.39

TUT
Hedef Fiyat: TL 16.70

	TL	US\$
Fiyat	17.45	4.85
BIST 100	96,194	26,733
US\$ (MB Alış):	3.5983	
52 Hafta Yüksek:	17.45	5.25
52 Hafta Düşük:	11.10	3.43
Bloomberg/Reuters Kodu:	PGSUS.TI/ PGSUS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn): 102

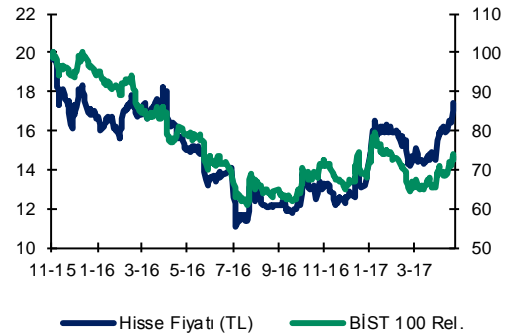
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	1,785	496
Halka Açık PD:	625	174

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	17.4	12.1	23.3
US\$ Getiri (%):	21.5	-8.8	21.2
BIST 100 Relatif Getiri (%):	11.3	-8.1	0.2
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	34.9		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	10.1		

Beta	1.07
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.34
Yıllık Volatilite (BIST 100)	0.21

Ortaklık Yapısı	%
Esas Holding	62.92
Sabancı Ailesi Mensupları	2.60
Halka Açıklık	34.51

Toplam 100.0



1Ç17’de yolcu sayısında pazara kıyasla kuvvetli artış gerçekleşmiştir - Türkiye iç hat yolcu sayısı 1Ç17’de geçtiğimiz yılın aynı dönemine benzer seviyelerde gerçekleşmiştir. Ancak Pegasus, bu dönemde iç hat yolcu sayısında yıllık %4.3 artış gerçekleştirerek ana uçuş merkezi olan İstanbul Sabiha Gökçen Uluslararası Havalimanı’ndaki (ISG) pazar payını %64.3’e yükseltmiştir (1Ç16: %61.4). Dahası, Şirket’in dış hat yolcu sayısı, %-7.4 olarak gerçekleşen toplam Türkiye dış hat yolcu sayısındaki gerilemenin oldukça üzerinde büyümüş, yıllık %12.8 artış göstermiştir. 1Ç17’de de Pegasus ISG’den gerçekleşen dış hat uçuşlarındaki pazar payını %76.2’ye yükseltebilmiştir (1Ç16: %66.8, 2016: %68.5). Bunun sonucunda, Pegasus’un toplam yolcu sayısında, hedeflemiş olduğu %5-%7 aralığındaki artışın üzerinde, yıllık %7.5 artış gerçekleşmiş; Şirket’in 1Ç17 toplam yolcu sayısı 5.8mn’a ulaşmıştır. Pegasus’un 1Ç17 AKK büyümesi yıllık %0.8 oranında, Şirket’in yıl için tamamı için hedeflediği %6-8 oranındaki büyümenin altında gerçekleşmiştir.

Pegasus’un satış gelirleri, dış hat yolcu birim gelirlerindeki € bazındaki azalışa rağmen, TL bazında artan iç hat birim yolcu gelirleri, yolcu sayısındaki artış, kur ve wetlease gelirlerinin etkileriyle, 1Ç17’de TL bazında yıllık %28.2 artarak TL 886mn’a ulaşmıştır. Pegasus’un 1Ç17 toplam yolcu trafiğinde yıllık %7.5 oranında artış gerçekleşirken, iç hat yolcu birim gelirlerindeki yıllık %10.1 artış ve kur etkisi ile tarifeli uçuş gelirleri, TL bazında yıllık %15.5 oranında artarak TL 577mn olarak gerçekleşmiştir.

- İç hat yolcuları, bu dönemde Pegasus’un toplam yolcularının %63.0’ünü oluşturmuştur (1Ç16: %64.9). İç hat birim yolcu gelirleri, yıllık %10.1 artarak 1Ç17’de TL65.1 olarak gerçekleşmiştir. İç hat yolcu sayısının yıllık olarak %4.3 oranında artması ile birlikte, Pegasus’un yurt içi tarifeli seferlerinden elde etmiş olduğu satış gelirleri, önceki yılın aynı dönemine göre %14.8 oranında artış göstererek TL 236mn olarak gerçekleşmiştir.
- Pegasus’un 1Ç17 yurt dışı tarifeli uçuş gelirleri ise, büyük ölçüde dış hat birim yolcu gelirlerinin € bazında yıllık %15 oranında gerileyerek €41.3 olarak gerçekleşmiş olmasına bağlı olarak, dış hat yolcu trafiğindeki %12.8 artış ve TL’nin EUR karşısındaki yaklaşık olarak %21 değer kaybının etkileriyle, TL bazında %15.5 artarak TL 341mn olarak gerçekleşmiştir.
- Pegasus’un 1Ç17’de € bazında yıllık %1.7 azalarak 1Ç17’de €9.9 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle, toplam yolcu sayısındaki yıllık %7.5 oranındaki artış ve TL’nin € karşısındaki yaklaşık %21 oranındaki değer kaybı ile Pegasus’un 1Ç17 yan gelirleri, önceki yılın aynı dönemine göre TL bazında %28.3 oranında artarak TL 206mn olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, Şirket bu dönemde TL 50.1mn tutarında wetlease gelirleri elde etmiştir.

Yakıt dışı AKK başı birim maliyetler, € bazında yıllık yaklaşık %3 azalarak €2.85 olarak gerçekleşmiş, ancak artan jet yakıtı fiyatları etkisiyle AKK başı toplam birim maliyetler geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre € bazında %6 artmıştır. Pegasus’un 1Ç17’deki yakıt dışı AKK başı birim maliyetleri, önceki yılın aynı dönemine göre € bazında yıllık %3 azalarak 1Ç17’de €2.85 olarak gerçekleşmiştir. Jet yakıtı fiyatlarındaki artışın etkisiyle, toplam AKK başı birim yakıt maliyetleri ise önceki yılın aynı dönemine göre %31 artış göstermiştir. Böylelikle, Pegasus’un 1Ç17 AKK başı birim maliyetleri düşük sezonda yıllık %6 artarak €4.04 olarak, Şirket’in yılın tamamı için €3.75 - €3.80 aralığı beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir.

Tablo 1: Anahtar performans indikatörleri

	2015	2016	% değ.	1Ç16	1Ç17	% değ.
TOPLAM						
Yolcu sayısı (m)	22.34	24.14	8.1%	5.36	5.76	7.5%
Koltuk sayısı (m)	28.26	30.73	8.7%	7.04	7.12	1.1%
Doluluk oranı	79.0%	78.6%	-0.4 pp	76.1%	80.9%	+4.8 pp
Konma sayısı	152,213	166,691	9.5%	38,249	38,436	0.5%
Konma başına yolcu sayısı	147	145	-1.3%	140	150	7.0%
AKK (m)	27,969	30,510	9.1%	6,933	6,992	0.8%
Ortalama günlük uçak kullanımı	12.5	12.0	-4.0%	12.0	10.9	-9.2%
İç Hatlar						
Yolcu sayısı (m)	13.81	15.29	10.7%	3.48	3.63	4.3%
Koltuk sayısı (m)	16.86	18.45	9.4%	4.29	4.25	-1.0%
Doluluk oranı	81.9%	82.9%	+1.0 pp	81.2%	85.5%	+4.3 pp
Konma sayısı	90,010	98,857	9.8%	22,871	22,712	-0.7%
Konma başına yolcu sayısı	153	155	0.8%	152	160	5.0%
AKK (m)	9,899	11,141	12.5%	2,602	2,610	0.3%
Birim gelir (TL)	73.3	71.8	-2.1%	93.6	110.4	17.9%
Dış Hatlar						
Yolcu sayısı (m)	8.52	8.85	3.9%	1.88	2.11	12.4%
Koltuk sayısı (m)	11.40	12.28	7.7%	2.75	2.85	3.5%
Doluluk oranı	74.8%	72.1%	-2.7 pp	68.2%	74.1%	+5.9 pp
Konma sayısı	62,203	67,834	9.1%	15,378	15,532	1.0%
Konma başına yolcu sayısı	137	131	-4.7%	122	136	11.3%
AKK (m)	18,070	19,369	7.2%	4,331	4,345	0.3%
Birim gelir (€)	66.8	56.3	-15.7%	48.5	41.3	-14.9%
Yolcu başına yan gelirler	9.77	10.13	3.7%	10.11	9.94	-1.7%
AKK başı giderler (€€)	3.90	3.78	-3.1%	3.82	4.04	5.6%
Yakıt hariç AKK başı giderler (€€)	2.58	2.81	8.9%	2.92	2.85	-2.4%
ÜYK (€€)	4.13	3.64	-12.0%	3.07	3.23	5.0%
FAVÖKK marjı	19.4%	15.0%	-4.4 pp	-2.2%	0.7%	+2.8 pp
FAVÖK marjı	10.1%	2.4%	-7.7 pp	-17.0%	-15.7%	+1.3 pp
Net marj	3.2%	-3.6%	-6.9 pp	-27.5%	-22.9%	+4.6 pp

Kaynak: Pegasus, KAP

Yolcu doluluk oranları yükselmiş ve FAVÖKK marjı 2.8 y.p. artış göstermiştir.

Pegasus'un iç hat ve dış hat yolcu doluluk oranları önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla +4.3 y.p. ve +5.9 y.p. artarak %85.5 ve %74.1 olarak gerçekleşmiştir. AKK başı birim gelirler, böylelikle € bazında %5 artarak 1Ç17'de €3.22'ye ulaşmıştır. Pegasus, 1Ç17'de, diğer faaliyet gelir/giderlerini hariç tutarak yaptığımız hesaplamalara göre, TL6.1mn FAVÖKK yaratmıştır (1Ç16: TL-14.9mn). Şirket'in FAVÖKK marjı hesaplamalarımıza göre yıllık 2.8 y.p. artış göstererek %0.7'ye ulaşmıştır. Şirket'in filo yapısındaki değişikliklere bağlı olarak operasyonel kira giderlerindeki TL bazında yıllık %41.1 oranındaki artış neticesinde (net diğer faaliyet gelir/giderlerini hariç tutarak hesapladığımız) FAVÖK marjı yıllık 1.3 y.p. artış göstermiştir. Böylelikle Pegasus, 1Ç17'de TL-139mn FAVÖK kaydetmiştir (1Ç16: TL -118mn).

Pegasus, 1Ç17’de beklentilerin altında, TL203mn net zarar kaydetmiştir. Pegasus 1Ç17’de, büyük ölçüde ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirlerine bağlı olarak, TL19.7mn tutarında net diğer operasyonel gelir kaydetmiştir (1Ç16: TL-39.0mn). Öte yandan, yine kur farkı giderleri nedeniyle Şirket, 1Ç17’de TL-18.4mn tutarında net finansal gider kaydetmiştir (1Ç16 net finansal giderler: TL22.2mn). Pegasus, 1Ç17’de TL20.7mn tutarındaki ertelenmiş vergi gelirleri kaydetmiştir (1Ç16: TL1.4mn). Şirket, böylelikle 1Ç17’de TL-203.2mn tutarında net zarar kaydetmiştir (1Ç16 net zarar: TL-190.2mn). Şirket’in net borcu, 1Ç17 sonunda TL2,354mn’a yükselmiştir (4Ç16 sonu: TL1,984mn).

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	1Ç16	1Ç17	Yıllık	4Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	691	886	28.2%	847	4.5%
Tarifeli Uçuş Gelirleri	500	577	15%	588	-1.8%
Yurt dışı	294	341	16%	362	-5.9%
Yurt içi	206	236	15%	225	4.8%
Yan Gelirler	176	226	28%	206	9.7%
Charter Uçuş Gelirleri	2	8	315%	25	-66.5%
Diğer	13	25	84%	29	-14.1%
Brüt Kar	-86	-145	a.d.	-110	a.d.
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>-12.5%</i>	<i>-16.3%</i>		<i>-13.0%</i>	
Operasyonel Kar	-167	-222	a.d.	-199	a.d.
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>-24.2%</i>	<i>-25.0%</i>		<i>-23.5%</i>	
FAVÖK	-118	-139	a.d.	-130	a.d.
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>-17.0%</i>	<i>-15.7%</i>		<i>-15.4%</i>	
Net Kar	-190	-203	a.d.	-173	a.d.
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>-27.5%</i>	<i>-22.9%</i>		<i>-20.4%</i>	

Pegasus için pay başına TL 16.70 hedef fiyatımızı ve “TUT” tavsiyemizi korumaktayız. Pegasus’un dış hat yolcu birim gelirleri 1Ç17’de tahminlerimizin altında gerçekleşmiştir. Ancak yolcu kompozisyonunun yılın geri kalan dönemlerinde daha dengeli bir görünüm arz edebileceği düşüncesiyle, Şirket’in 2017 yılı ortalama dış hat yolcu birim gelirlerinin 2016 yılı seviyelerinde gerçekleşmesi beklentimizde herhangi bir değişiklik gerçekleştirmemekteyiz. Tahminlerimizde 1Ç17 sonuçları ile güncelleyerek Şirket için hedef fiyatımızı TL 16.70 olarak korumaktayız. Pegasus payları üzerindeki “TUT” tavsiyemizi düldürmekteyiz.

Tablo 3: Özet Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2015	2016	1Ç 2016	1Ç 2017	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	2,113	3,849	2,091	3,754	79.5
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15	20	14	22	57.8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	136	289	159	270	69.7
Ticari Alacaklar	295	212	310	463	49.4
Hazır Değerler	955	692	665	244	(63.3)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	584	555	716	898	25.5
Toplam Aktifler	4,098	5,618	3,955	5,651	42.9
Uzun Vadeli Borçlar	1,207	2,338	1,161	2,099	80.8
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	447	672	467	714	52.9
Kısa Vadeli Borçlar	746	721	799	1,117	39.9
Ticari Yükümlülükler	246	318	250	278	11.5
Toplam Yükümlülükler	2,645	4,049	2,676	4,209	57.3
Toplam Özsermaye	1,453	1,569	1,279	1,442	12.8
Toplam Pasifler	4,098	5,618	3,955	5,651	42.9

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2015	2016	1Ç 2016	1Ç 2017	%Değ
Net Satışlar	3,488	3,707	691	886	28.2
SMM	3,057	3,511	777	1,030	32.5
Brüt Kar	431	196	(86)	(145)	67.5
Faaliyet Giderleri	254	333	81	77	(4.3)
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	177	(137)	(167)	(222)	32.8
Net Diğer Gelir/Gid.	67	31	(39)	20	(150.6)
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	18	26	(9)	(8)	(16)
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar Paylar	3	3	1	1	4.6
Finansman Gelir/(Gid.)	(81)	(66)	22	(18)	(182.7)
Ana Ortaklık Dışı Kar/(Zarar)	3	3	1	1	4.6
Vergi Öncesi Kar	182	(144)	(192)	(227)	18.3
Vergi	71	(7)	(1)	(21)	1,389.9
Net Kar(Zarar)	112	(136)	(191)	(206)	8.3
Azınlık Payları	(1)	(2)	(0)	(3)	773.1
Ana Ortaklık Payları	113	(134)	(190)	(203)	6.9

FİNANSAL ORANLAR	2015	2016	1Ç 2016	1Ç 2017
Özsermaye Karlılığı	8.6%	-9.0%	0.2%	-11.2%
Aktif Karlılığı	2.9%	-2.8%	0.1%	-3.2%
Brüt Kar Marjı	12.4%	5.3%	-12.5%	-16.3%
Net Kar Marjı	3.2%	-3.6%	-27.5%	-22.9%
VAFÖK Marjı	10.1%	2.4%	-17.0%	-15.7%
T.Fin. Borçlar/Özsermaye	97.4%	170.6%	107.3%	180.2%

Kaynak: Pegasus Hava Yolları, KAP, Şeker Yatırım

**UYARI NOTU:**

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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com