

Havayolları Raporu

Yüksek sezon öncesi tahminlerimizi güncelliyoruz...

Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Yüksek sezon öncesinde THY ve Pegasus için tahminlerimizi güncelledik. **Tahmin güncellememiz sonrasında THY'nin 12 aylık hedef fiyatını %90 yukarı potansiyele işaret eden 91,5 TL'ye (Önceden: 66,0 TL) yükseltiyor ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Pegasus için 12 aylık hedef fiyatımızı %62 yukarı potansiyele işaret eden 280,0 TL'ye (Önceden: 175,0 TL) yükseltiyor ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.**

Turizm sektöründe muhtemel güçlü performans. 2019 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçilerin %15,6'sını Ruslar ve %3,4'ünü Ukraynalılar oluşturmuştur. Nisan 2022'de 130 bin Rus (2019 seviyesinin %33'ü) ve 44 bin (2019 seviyesinin %49'u) Ukraynalı Türkiye'yi ziyaret etti. Söz konusu eğilimin 2022'nin geri kalanında da devam edeceğini varsayarsak, 2,6 milyon Rus ve 851 bin adet Ukraynalı olmak üzere bu iki ülkeden toplamda 3,4 milyon ziyaretçi geleceğini hesaplıyoruz. 2022'de 3,4 milyon Rus ve Ukraynalı ziyaretçiye ek olarak diğer milliyetlerdeki eğilimlerin de aynı kalacağını varsayarsak 37,4 milyon ziyaretçi hesaplıyoruz. Söz konusu ziyaretçi sayısı 2019 yılındaki rakamdan %17 daha düşük bir seviyededir. Dolayısıyla jeopolitik risklere rağmen 2022'de turizm sektöründeki iyileşme sayesinde 2021'den daha yüksek bir yolcu sayısı olacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki yıllarda jeopolitik tansiyonun düşmesi ve pandeminin azalmasıyla Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısının hızla 2019 seviyelerini yakalayıp geçeceğine inanıyoruz.

THY'yi en beğendiğimiz hisseler listesinde tutuyoruz. 2022'de net satışların 2019 yılına göre %17 artarak 15,5 milyar dolar seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2022'de yolcu operasyonlarındaki toparlanma ve güçlü kargo gelirleri göz önüne alındığında, THY'nin havacılık kapsamımızda en hızlı toparlanan havayolu şirketi olmasını bekliyoruz. Çeyreklik tahminlerle ilgili önceki deneyimlerimize dayanarak, 2Y22'de kargo fiyatlarının normalleştiğini varsayarsak da, tahminlerimize olumlu bir sürpriz olma ihtimalinin yüksek olduğuna inanıyoruz.

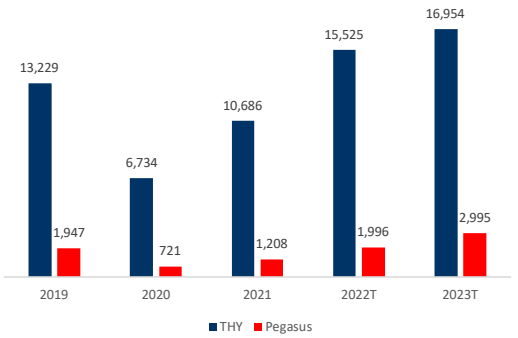
Pegasus 2023'te daha iyi bir seçenek olabilir. 2022'de net satışların 2019 yılına göre %5 artarak 1,8 milyar Euro seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2022'de Pegasus'un, şirket planlarına paralel bir şekilde uluslararası uçuşlara daha yüksek bir pay ayracağını düşünüyoruz. 2019'da toplam kapasitesinin %71'ini uluslararası uçuşlara ayıran Pegasus'un 2022'de, toplam uçuşlarının %78'ini uluslararası uçuşlara ayırmasını bekliyoruz. Yolcu karışımındaki değişiklik sayesinde, 2022'de yolcu başına yan gelirlerin 2019'a kıyasla %41 artarak 21,0 Euro seviyesine yükselmesini bekliyoruz. **2022'de yüksek kargo fiyatlarının hızlı toparlanan yolcu faaliyetleriyle birleşmesi sebebiyle THY için daha güçlü bir hikâye görüyoruz. Ancak 2023'te Pegasus için yıllık %54 (dolar cinsinden yıllık %50), THY için ise %9 büyüme öngörüyoruz. THY'de kargo fiyatlarının normalleşeceğini düşünürsek, 2023'te Pegasus'un kar ivmesinin daha hızlı olacağına inanıyoruz.**

FAVÖK marjlarının karşılaştırılması. 2022'de yüksek kargo fiyatları THY'ye FAVÖK marjı konusunda destek sağlayacaktır. 2019'da %15,9 FAVÖK marjı açıklayan THY'nin 2022'de %19,0 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. 2019'da %33,3 FAVÖK marjı elde eden Pegasus'un 2022'de %28,0 FAVÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Modellerimizde THY'nin uzun vadeli FAVÖK marjını %18,0'de normalleştirirken Pegasus'un uzun vadeli FAVÖK marjını %32,0 seviyesinde normalleştiriyoruz. 2022 FAVÖK marjlarını, 2019 veya normalleştirilmiş seviyelerle karşılaştırdığımızda her iki durumda da THY için 2022'de Pegasus'a kıyasla daha iyi bir marj ortamı görüyoruz. 2023'te THY'nin FAVÖK marjının aşağı yönlü, Pegasus'un FAVÖK marjının ise yukarı yönlü normalleşeceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla Pegasus'un 2023'te daha iyi bir hisse seçimi olacağını düşünüyoruz. Özetle, 2022'de THY'nin 2023'te ise Pegasus'un hisse performansının yüksek olacağını düşünüyoruz.

2022 rakamlarının henüz fiyatlanmadığını düşünüyoruz. Yatırımcıların havayollarında 2022 rakamlarını henüz fiyatlamadığını düşünüyoruz. Dolayısıyla 2022'de daha hızlı bir toparlanma gördüğümüz THY'yi güncel durumda en çok beğendiğimiz hisselerde tutmaya devam ediyoruz. 2023'te karşılaştırmalı kar ivmelerini düşündüğümüzde, Pegasus'un daha iyi bir seçim olabileceğini düşünüyoruz.

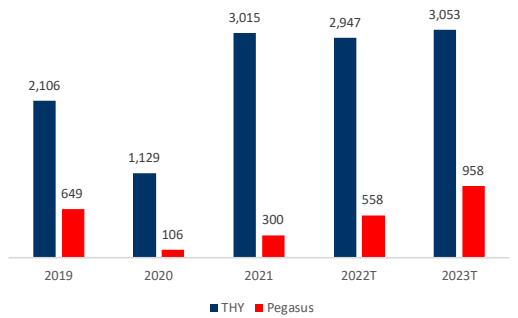
Riskler. 1) Rusya-Ukrayna savaşının uzaması, 2) THY'nin likidite açığı, 3) yakıt giderlerinde daha fazla artış, 4) kurlardaki olası oynaklık, 5) artan rekabet yüzünden düşen bilet fiyatları ve 6) finansman koşullarının kötüleşmesi.

Şekil 1: Net Satışlar (ABD\$ mn)



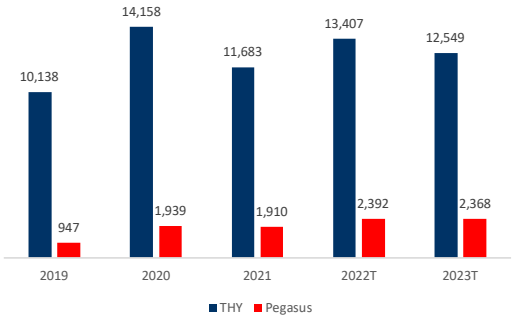
Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 2: FAVÖK (ABD\$ mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 3: Net Borç (ABD\$ mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

THY'yi en beğendiğimiz hisseler listesinde tutuyoruz...

2022 yılında AKK'nın yıllık %56 artarak 2019 yılından %6 daha yüksek 198,9 milyar olmasını bekliyoruz. Yönetim, önümüzdeki 3 çeyrekte kapasitenin, 2019 yılına göre %5-15 arasında artmasını bekliyor. THY'nin kapasitesinin 2022'de 2019'a göre daha yüksek olmasını bekliyor olmamıza rağmen pandemide gerçekleşen filo büyümesini de göz önünde bulundurmamız gerektiğini düşünüyoruz. 2019'da 350 olan uçak sayısı 2021'de 370'e yükselmiştir. 2022'de filonun 400 uçağa ulaşmasını bekliyoruz. **2022'de 2019'a göre hafif daha yüksek kapasiteye karşılık filodaki artışı düşündüğümüzde, 2022'de filonun tam randımında kullanılamayacağını görüyoruz.**

2019'da toplam kapasite içerisindeki payı %88,0 olan uluslararası uçuşların 2022'de payının %90,0'a yükselmesini bekliyoruz. İç hat uçuşlarında tavan bilet fiyatı 899 TL seviyesindedir. Akaryakıt fiyatlarındaki artış ve kurlardaki olası oynaklık da göz önüne alındığında, iç hat uçuşlarının karlılığının düştüğünü görüyoruz. Yılbaşıdan beri şirket yönetiminin ve analistlerin ortak fikri toplam kapasitenin daha yüksek bir kısmının uluslararası uçuşlara aktarılacağıydı. 2023'ten itibaren uluslararası kapasitenin toplam kapasite içerisindeki payının %88,0'de normalleşeceğini düşünüyoruz.

1Ç22'de yurtiçi doluluk oranı 1Ç19 seviyesinden 185 baz puan daha aşağıda %83,6 seviyesindeydi. Omikron 1Ç22'de olumsuz bir etki yarattı. İlerleyen çeyreklerde omikronun etkisini yitireceğini düşünerek 2019'da %86,2 olan yurtiçi doluluk oranının 2022'de %85,0 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2023'ten itibaren yurtiçi doluluk oranını %86,0 olarak normalleştiriyoruz.

1Ç22'de uluslararası doluluk oranı 1Ç19 seviyesinden 1.065 baz puan daha aşağıda %68,6 seviyesindeydi. İlerleyen çeyreklerde omikronun ve Rusya-Ukrayna savaşının etkisinin azalacağını düşünerek 2019'da %81,0 olan uluslararası doluluk oranının 2022'de %74,0 olacağını tahmin ediyoruz. 2023'ten itibaren uluslararası doluluk oranını %81,0 seviyesinde normalleştiriyoruz.

2022'nin ilk beş ayında THY, 9,2 milyon iç hat yolcusu ağırladı. 2010-2019 verilerine göre THY, yılın ilk beş ayında toplam iç hat yolcularının %38'ini ağırlamıştır. Söz konusu eğilimin 2022'de devam edeceğini varsayarsak 2022'de yıllık 24,0 milyon iç hat yolcusu hesaplamaktayız. 2022'de söz konusu eğilimden %3 yukarıda 24,8 milyon iç hat yolcusu öngörmekteyiz. 2022'nin ilk beş ayında THY, 14,8 milyon dış hat yolcusu ağırladı. 2010-2019 verilerine göre THY yılın ilk beş ayında toplam dış hat yolcularının %37'sini ağırlamıştır. Söz konusu eğilimin 2022'de devam edeceğini varsayarsak 2022'de yıllık 39,6 milyon dış hat yolcusu hesaplamaktayız. 2022'de söz konusu eğilimden %13 yukarıda 44,7 milyon dış hat yolcusu öngörüyoruz. **Söz konusu yıllık eğilimlerin üzerinde tahmin yapmamızın sebepleri 1) 1Ç22'de omikronun olumsuz etkisi, 2) 1Ç22'de Rusya-Ukrayna savaşının olumsuz etkisi ve 3) 2022'nin kalan 3 çeyreğinde filoya net 27 adet uçak gireceğini düşünüyor olmamızdır.**

1Ç22'de kargo fiyatı yıllık %32 artarak 2.510 dolar/ton seviyesine yükseldi. 2Ç22'de 2.500 dolar/ton kargo fiyatı öngörüyoruz. 2Y22'de kargo fiyatlarının aşağı yönlü normalize olarak 2022 senesinde ortalama seviyesinin 1.955 dolar/ton olmasını bekliyoruz. 2023 yılından itibaren kargo fiyatını 1.300 dolar/ton seviyesinde normalize ediyoruz. 2019 yılında kargo fiyatı 1.093 dolar/ton seviyesindeydi. Yönetim önceden yaptığı bir mülakatta, ilerleyen yıllarda daha yüksek değerli kargo malları taşımak istediklerini belirtmişti. Dolayısıyla THY'nin kargo fiyatlarını 2019'dan daha yüksek bir seviyede normalleştiriyoruz.

2022'de net satışların 2019'a göre %17 artarak 15,5 milyar dolar olmasını bekliyoruz. Yönetimin resmi olmayan öngörüsü 14,5-15,0 milyar dolar seviyesindedir. **Yüksek seyreden kargo fiyatlarının hızlı toparlanan yolcu gelirleriyle birleşmesi sebebiyle THY'nin 2022'de havacılık takip listemizde en hızlı toparlanan havayolu şirketi olacağını düşünüyoruz.**

2022'de birim yakıt giderlerinin yıllık %25, 2019'a göre %30 artarak 2,69 dolar seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Yönetimin resmi olmayan birim yakıt gideri öngörüsü 2022 yılında yıllık %20-30 artış olacaktır. Yönetim söz konusu öngörüü yaparken önümüzdeki çeyreklerde brent petrolün 100-105 dolar (AK Yatırım: 110,7 dolar) seviyesinde olacağını varsıymıştır.

2022'de yakıt dışı birim giderlerin 2019'a göre %3 azalarak 4,51 dolar seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Yönetim, 2022'de yakıt dışı birim giderlerini 2019 seviyesinin altında tutabileceğini düşünüyor. 2019 yılında İstanbul Havalimanı'na taşınma ile ilgili tek seferlik giderler ve yeni havalimanı ile ilgili diğer maliyetler göz önüne alındığında, THY'nin 2022'de yakıt dışı birim giderlerini 2019 yılının altında tutabileceğini düşünüyoruz.

2019'da %15,9 olan FAVÖK marjının 2022'de %19,0'a yükselmesini bekliyoruz. 2022'de yönetim, THY tanımlı FAVÖK marjının %22-25 arasında gerçekleşeceğini düşünmektedir. Söz konusu resmi olmayan öngörü bizim FAVÖK marjı rakamımıza göre %16,5-19,5 seviyelerine işaret etmektedir. 2022'de kargo fiyatlarının geçmişe ve normal seviyelere göre yüksek olacağını düşünürsek, THY'nin FAVÖK marjının yönetimin beklentilerinin üst bandında kalacağını düşünüyoruz. 2023'ten itibaren kargo fiyatlarını ve uluslararası uçuşların toplam uçuşlar içerisindeki payının aşağı yönlü normalize olacağını düşündüğümüz için FAVÖK marjını %18,0 seviyesinde normalleştiriyoruz.

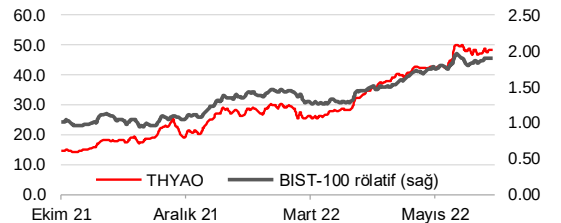
2022'de net borcun yıllık %15 artarak 13,4 milyar dolar seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. Yönetimin resmi olmayan öngörüsü 13,0-14,0 milyar dolar seviyesindedir. Güçlü FAVÖK ve nakit akışı yaratımı beklentimize rağmen THY'nin, 2022'de net 30 uçak alacağını düşündüğümüz için net borcun artacağını düşünüyoruz.

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY91.50 (önceki TRY66.00)
Son kapanış, TL/hisse	48.18
Yukarı potansiyel	%90
Halka açıklık oranı	%50

Piyasa değeri, TL mn	66,488
Firma değeri, TL mn	231,667

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	46,448	97,378	237,921	346,506
FAVÖK	8,261	27,922	45,042	62,396
Net kar	-5,588	8,213	17,989	21,550
Net borç	109,170	163,260	241,328	282,342
Net borç/FAVÖK	13.22	5.85	5.36	4.53
FAVÖK marjı	%17.8	%28.7	%18.9	%18.0
Net marj	-%12.0	%8.4	%7.6	%6.2
Ciro, y/y	-%38	%110	%144	%46
FAVÖK, y/y	-%31	%238	%61	%39
Net kar, y/y	n.m.	n.m.	%119	%20
F/K	n.m.	2.4	3.7	3.1
FD/FAVÖK	15.2	6.6	6.8	5.6
FD/Ciro	2.7	1.9	1.3	1.0

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytđ
Nominal değişim	%14	%74	%173	%141
BIST 100 rölatif	%8	%47	%82	%76
AOİH, TRYmn	5,211	4,703	4,041	4,399



Ortaklık yapısı	
Varlık Fonu	%51
Diğer	%49

Rapor fiyatları 17 Haziran, 2022

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

THY UFRS Finansallar, ABD\$ mn

Gelir Tablosu (ABD\$ mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Gelirleri	13,229	6,734	10,686	15,525	16,954
Brüt Kar	2,301	356	2,364	2,831	2,883
Operasyonel Giderler	-1,716	-886	-1,089	-1,638	-1,828
Faaliyet Karı	585	-530	1,275	1,193	1,055
FAVÖK	2,106	1,129	3,015	2,947	3,053
FAVKÖK	2,623	1,514	3,343	3,418	3,562
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	291	275	139	152	168
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	82	-87	75	78	85
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	89	179	200	194	231
Finansal Gelir / (Gider)	-171	-763	-666	-277	-341
Vergi Öncesi Kar	876	-926	1,023	1,339	1,198
Vergi Geliri / (Gideri)	-88	90	-64	-163	-144
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	788	-836	959	1,177	1,054
Hisse Başı Net Kar	0.6	-0.6	0.7	0.9	0.8
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	0%	0%

Bilanço (ABD\$ mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Dönen Varlıklar	4,770	4,178	4,938	5,831	6,338
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,075	1,811	2,677	2,484	2,713
Ticari Alacaklar	540	637	925	733	801
Stoklar	290	305	261	264	293
Diğer Dönen Varlıklar	1,865	1,425	1,075	2,349	2,532
Duran Varlıklar	19,954	21,352	21,599	25,227	25,764
Maddi Duran Varlıklar	17,355	19,023	19,568	22,204	22,406
Diğer Duran Varlıklar	2,599	2,329	2,031	3,023	3,358
Toplam Varlıklar	24,724	25,530	26,537	31,058	32,103
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,964	6,454	6,229	6,977	7,065
Finansal Borçlar	3,125	4,458	4,004	4,211	4,067
Ticari Borçlar	1,130	861	891	1,164	1,290
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,709	1,135	1,334	1,603	1,708
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,896	13,693	12,927	15,427	15,252
Finansal Borçlar	10,266	12,260	10,907	12,632	12,200
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,630	1,433	2,020	2,795	3,052
Özkaynaklar	6,864	5,383	6,837	8,239	9,293
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,863	5,382	6,836	8,238	9,292
Toplam Kaynaklar	24,724	25,530	26,537	31,058	32,103

Nakit Akım Tablosu (ABD\$ mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar	788	-836	959	1,177	1,054
Amortisman ve İtfâ Payları	1,521	1,659	1,740	1,755	1,998
İşletme Sermayesindeki Değişim	117	-849	419	502	155
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,357	-3,376	-2,418	-4,430	-2,200
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Finansal Borç Değişimi	2,777	3,327	-1,807	1,932	-576
Diğer Nakit Değişimi	-1,407	-189	1,973	-1,128	-204
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	439	-264	866	-193	229

*FAVÖK= Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman

Büyüme	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Gelirleri	2.9%	-49.1%	58.7%	45.3%	9.2%
Brüt Kar	-15.4%	-84.5%	564.0%	19.8%	1.8%
Operasyonel Giderler	10.7%	-48.4%	22.9%	50.4%	11.6%
Faaliyet Karı	-50.0%	n.m.	n.m.	-6.4%	-11.6%
FAVÖK	-6.6%	-46.4%	167.1%	-2.2%	3.6%
FAVKÖK	-16.5%	-42.3%	120.8%	2.3%	4.2%
Net Kar	4.6%	n.m.	n.m.	22.7%	-10.4%

Karlılık	2019	2020	2021	2022T	2023T
Brüt Kar Marjı	17.4%	5.3%	22.1%	18.2%	17.0%
Operasyonel Gider Marjı	13.0%	13.2%	10.2%	10.6%	10.8%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	-7.9%	11.9%	7.7%	6.2%
FAVÖK Marjı	15.9%	16.8%	28.2%	19.0%	18.0%
FAVKÖK Marjı	19.8%	22.5%	31.3%	22.0%	21.0%
Net Kar Marjı	6.0%	-12.4%	9.0%	7.6%	6.2%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	12.3%	-13.7%	15.7%	15.6%	12.0%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	3.2%	-2.4%	6.3%	5.1%	4.2%

Operasyonel Göstergeler	2019	2020	2021	2022T	2023T
Kargo Hacmi (Bin ton)	1,544	1,487	1,878	1,737	1,806
Kargo Fiyatı (ABD\$/ton)	1,093	1,830	2,138	1,955	1,300
AKK (mn)	187,713	74,961	127,765	198,923	222,196
Yurtiçi	22,391	12,558	17,418	19,815	26,664
Uluslararası	165,322	62,403	110,347	179,108	195,533
ÜYK (mn)	153,203	53,248	86,701	149,362	181,322
Yurtiçi	19,292	9,556	13,656	16,833	22,927
Uluslararası	133,912	43,692	73,044	132,528	158,396
Toplam Yolcu Sayısı (mn)	74.3	28.0	44.8	69.5	87.3
Yurtiçi	30.4	13.8	20.1	24.8	33.8
Uluslararası	43.8	14.1	24.6	44.7	53.4
Doluluk Oranı	81.6%	71.0%	67.9%	75.1%	81.6%
Yurtiçi	86.2%	76.1%	78.4%	85.0%	86.0%
Uluslararası	81.0%	70.0%	66.2%	74.0%	81.0%
Birim Yolcu Gelirleri (ABD\$ cent)	5.95	5.06	5.00	5.94	6.41
Birim Gider (ABD\$ cent)	6.74	9.69	7.37	7.21	7.16
Birim Yakıt Giderleri	2.06	2.19	2.16	2.69	2.59
Birim Yakıt Hariç Giderler	4.67	7.51	5.21	4.51	4.57
Filo	350	363	370	400	408

Rasyo Analizi	2019	2020	2021	2022T	2023T
F / K	4.0	n.m.	2.4	3.7	3.1
FD / FAVÖK	5.9	15.2	6.6	6.8	5.6
FD / Satış	0.9	2.7	1.9	1.3	1.0
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Borçluluk	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Borç (Nakit)*	10,138	14,158	11,683	13,407	12,549
Net Borç / FAVKÖK	3.9	9.4	3.5	3.9	3.5
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	2.7	n.m.	4.4	4.7	4.3

*Net borç kısa vadeli uçak alım avanslarını içermektedir

THY Revizyon Tablosu:

	Eski		Yeni		Eski		Yeni
	2022T	Değişim	2022T		2023T	Değişim	2023T
Finansallar							
Net Satışlar	14,000	10.9%	15,525		16,681	1.6%	16,954
Büyüme %	31.0%	1,427 bps	45.3%		19.2%	-995 bps	9.2%
FAVÖK	2,660	10.8%	2,947		3,010	1.4%	3,053
FAVÖK Marjı	19.0%	-1 bps	19.0%		18.0%	-3 bps	18.0%
Net Kar	908	29.6%	1,177		1,021	3.2%	1,054
Net Kar Marjı	6.5%	109 bps	7.6%		6.1%	10 bps	6.2%
Net Borç	13,513	-0.8%	13,407		12,197	2.9%	12,549
Faaliyetler							
AKK	178,567	11.4%	198,923		215,307	3.2%	222,196
İç Hat	23,288	-14.9%	19,815		27,990	-4.7%	26,664
Dış Hat	155,280	15.3%	179,108		187,317	4.4%	195,533
İç Hat %	13.0%	-308 bps	10.0%		13.0%	-100 bps	12.0%
Dış Hat %	87.0%	308 bps	90.0%		87.0%	100 bps	88.0%
Filo	388	3.1%	400		395	3.3%	408
Yolcu	65.6	6.0%	69.5		85.3	2.4%	87.3
İç Hat	28.2	-11.8%	24.8		35.5	-4.7%	33.8
Dış Hat	37.4	19.5%	44.7		49.8	7.4%	53.4
Doluluk Oranı	74.6%	49 bps	75.1%		81.6%	-4 bps	81.6%
İç Hat	82.0%	296 bps	85.0%		86.0%	-1 bps	86.0%
Dış Hat	73.5%	51 bps	74.0%		81.0%	1 bps	81.0%
Kargo Satışları	3,395	0.0%	3,395		2,472	-5.0%	2,348
Kargo Fiyatları	1,955	0.0%	1,955		1,368	-5.0%	1,300
Kargo Hacmi	1,737	0.0%	1,737		1,806	0.0%	1,806
Bilet Fiyatı	156.6	8.5%	169.9		162.3	0.6%	163.3
İç Hat	37.7	3.3%	38.9		38.2	1.4%	38.7
Dış Hat	244.0	-1.3%	240.8		249.1	-3.4%	240.6
Birim Gider	7.33	-1.7%	7.21		7.26	-1.4%	7.16
Birim Yakıt Gideri	2.52	7.0%	2.69		2.54	1.7%	2.59
Yakıt Hariç Birim Giderler	4.81	-6.2%	4.51		4.72	-3.1%	4.57

Değerleme

THY'yi değerlemek için 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz. Hesaplamalarımıza göre THY'nin 12 aylık değeri 91,5 TL, %90 yukarı potansiyele işaret etmektedir.

	ABD\$ mn
Hedef Çarpan	6.5
2022T FAVÖK	2,947
Firma Değeri, ABD\$ mn	19,158
Düzeltilmiş Net Borç	13,407
Azınlık Payları	1
Finansal Yatırımlar	126
Özkaynak Yön. Değerlenen Yatırımlar	318
THY Adil Değeri, ABD\$ mn	6,193
2022T ABD\$/TRY	18.0
Hedef Değer, TRYmn	126,335
Yukarı Potansiyel	90.0%
Hisse sayısı	1,380
Güncel Hisse Fiyatı, TRY	48.2
Beklenen Temettü	0.0
Beklenen Temettü Verimi	0.0%
Hedef Fiyat, TRY	91.5

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Pegasus'un 2023'te parlayacağını düşünüyoruz...

2022 yılında AKK'nın yıllık %40 artarak 2019'un %5 üzerinde olan 46,1 milyar seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. 1Ç22 analist toplantısında yönetim, kapasite konusunda 2022 yılında 2019 seviyesini geçebileceğini düşündüklerini belirtti. Pegasus'un kapasitesinin 2022'de 2019'a göre daha yüksek olmasını bekliyor olmamıza rağmen pandemide gerçekleşen filo büyümesini de göz önünde bulunduramamız gerektiğini düşünüyoruz. 2019'da 84 olan uçak sayısı 2021'de 90'a yükselmiştir. 2022'de filonun 101 uçağa ulaşmasını bekliyoruz. 2022'de 2019'a göre hafif daha yüksek kapasiteye karşılık filodaki artışı düşündüğümüzde, 2022'de filonun tam randimanda kullanılamayacağını görüyoruz.

2019'da %71 seviyesinde olan uluslararası kapasitenin toplam kapasite içerisindeki payının 2022'de %78 olmasını bekliyoruz. 1Ç22'de toplam kapasitenin %76,6'sı uluslararası uçuşlara ayrılmıştı. 1Ç22 analist toplantısında yönetim ilerleyen çeyreklerde uluslararası kapasitenin payının 1Ç22'den daha düşük olmasını beklediklerini belirtmişti. Uluslararası kapasitenin payı Nisan'da %80,0 iken Mayıs'ta %76,1 seviyesindeydi. 2022'nin ilk beş ayında toplam kapasitenin %77,2'si uluslararası uçuşlardan oluşmaktaydı. 1Ç22'de hava yolları omikron'dan ve Rusya-Ukrayna savaşından olumsuz etkilendi. İlerleyen çeyreklerde söz konusu iki sorunun etkisinin daha düşük olacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla uluslararası faaliyetlere ayrılacak payın yönetimin resmi olmayan beklentilerinin üzerinde olacağını düşünüyoruz. Yukarıda belirttiğimiz gibi iç hat tavan bilet fiyatları 899 TL seviyesindedir. Söz konusu tavan fiyat iç hat uçuşlarının karlılığını sınırlandırmaktadır. Yılbaşından beri Pegasus yönetiminin ve analistlerin ortak görüşü uluslararası uçuşların toplamdaki payının artacağı yönündeydi. 2019'da %71,0 olan uluslararası uçuşların payının, 2023'ten başlayarak uluslararası uçuşların payının %77,5 seviyesinde normalleşeceğini varsayıyoruz. Pandemiden önce Pegasus, faaliyetlerini ağırlıklı olarak uluslararası uçuşlar alanında büyütme istediğini belirtmişti. Pegasus yeni uçak satın aldığı, eklenen yeni kapasitelerin ağırlıklı olarak uluslararası faaliyetlere aktarılacağını düşünüyoruz. 2023'ten başlayarak Pegasus'un uluslararası kapasitesinin toplam kapasite içerisindeki payının %75-80 arasında normalleşeceğini düşünüyoruz.

1Ç22'de yurtiçi doluluk oranı 1Ç19'a göre 613 baz puan aşağıda, %84,9 seviyesindeydi. THY'ye benzer bir şekilde omikron Pegasus'u olumsuz bir şekilde etkiledi. 2019'da %92,3 olan yurtiçi doluluk oranının 2022'de %88,0'e gerileyeceğini öngörüyoruz. 2023 yılından itibaren yurtiçi doluluk oranını %92,0 seviyesinde normalleştiriyoruz.

1Ç22'de uluslararası doluluk oranı 1Ç19'a göre 436 baz puan aşağıda, %77,4 seviyesindeydi. THY'ye benzer bir şekilde omikron ve Rusya-Ukrayna savaşı 1Ç22'de faaliyetleri olumsuz bir şekilde etkiledi. 2019'da %84,8 olan uluslararası doluluk oranının 2022'de %81,0 olacağını düşünüyoruz. 2023'ten itibaren uluslararası doluluk oranını %85,0 seviyesinde normalleştiriyoruz.

2022'nin ilk beş ayında Pegasus, 3,9 milyon iç hat yolcusu ağırlamıştır. 2015-2019 verilerine göre Pegasus yılın ilk beş ayında toplam iç hat yolcularının %39'unu ağırlamıştır. Söz konusu eğilimin 2022 yılında devam edeceğini varsayarsak 2022 yılı için 9,9 milyon iç hat yolcusu hesaplamaktayız. 2022'de Pegasus'un, söz konusu eğilimin %15 üzerinde 11,4 milyon iç hat yolcu ağırlayacağını tahmin ediyoruz. 2022'nin ilk beş ayında Pegasus, 5,0 milyon dış hat yolcusu ağırlamıştır. 2015-2019 verilerine göre Pegasus yılın ilk beş ayında toplam dış hat yolcularının %36'sını ağırlamıştır. Söz konusu eğilimin 2022 yılında devam edeceğini varsayarsak 2022 yılı için 13,8 milyon dış hat yolcusu hesaplamaktayız. 2022'de Pegasus'un bu eğilimin %10 üzerinde 15,1 milyon dış hat yolcusu ağırlayacağını tahmin ediyoruz. 2019 yılında Pegasus, yolcu tanımını değiştirmiştir. 2019'dan itibaren Pegasus taşıyan yolcu yerine rezervasyonları dikkate almaktadır. Söz konusu durum yolcu sayısı %1-2 artırmıştır. THY'ye benzer sebeplerle Pegasus'ta yıllık eğilimlerin üzerinde tahmin yapmamızın sebepleri, 1) 1Ç22'de omikronun olumsuz etkisi, 2) 1Ç22'de Rusya-Ukrayna savaşının olumsuz etkisi ve 3) 2022'nin kalan 3 çeyreğinde filoya net 10 adet uçak gireceğini düşünüyör olmamızdır.

1Ç22'de yolcu başına yan gelirler yıllık %46 artarak rekor bir seviye olan 19,2 Euro seviyesine yükselmiştir. Geçmişte Pegasus'un yan gelirler segmentindeki başarısı ağırlıklı olarak 1) uluslararası yolcuların toplam içerisindeki payının artırılması ve 2) yapılan çeşitli optimizasyonlardan kaynaklanmaktadır. 2022'de uluslararası yolcuların toplam içerisindeki payının rekor bir seviye olan %56,9 olmasını bekliyoruz. Uluslararası yolcu başına yan gelirlerin iç hatlara kıyasla çok daha yüksek olduğunu düşünerek 2022'de yolcu başına yan gelirlerin 21,0 Euro olmasını bekliyoruz. Söz konusu 21,0 Euro rekor bir seviyedir.

2022'de net satışların yıllık %78 artarak 2019 yılında %5 daha yüksek bir seviye olan 1,8 milyar Euro'ya yükseleceğini öngörüyoruz. 2022'de yüksek kargo fiyatlarıyla yolcu faaliyetlerindeki hızlı toparlanmanın birleşmesiyle THY'nin havacılık takip listemizde en yüksek toparlanma hızına ulaşacağını düşünüyoruz. 2023'te Pegasus için Euro cinsinden yıllık %54 büyüme öngörürken (dolar cinsinden %50), THY için dolar cinsinden yıllık %9 büyüme öngörüyoruz. 2023'te kargo fiyatlarının aşağı yönlü normalleşeceğini varsaydığımızı düşünürsek, 2023 yılında Pegasus'un kar imvesinin THY'ye göre daha iyi olacağını düşünüyoruz.

1Ç22'de Pegasus'un birim yakıt giderleri 1Ç19'a göre %8 artmıştır. Birim yakıt giderlerinin yıllık %43 artarak 2019 yılının %15 üzerinde 1,30 Euro seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. 2022'de Pegasus yakıt verimliliğini yüksek olan 20 adet A321neo uçak satın alacaktır. Bu satın almaların birim yakıt tüketimini 2019'a göre %6 azaltacağını düşünüyoruz.

2019'da %33,3 olan FAVÖK marjının 2022'de %28,0'e gerileyeceğini düşünüyoruz. 2019'a göre düşük doluluk oranları, yüksek birim yakıt giderleri ve düşük filo verimliliği sebepleriyle Pegasus'un FAVÖK marjının 2022'de 2019'a göre 583 baz puan gerileyeceğini düşünüyoruz. 2023'ten itibaren doluluk oranları ve filo verimliliğinin yukarıya doğru normalleşeceğini varsayarak, ayrıca daha yüksek ortalama bilet fiyatları (uluslararası yolcuların toplamdaki payının artmasıyla) ve yolcu başına yan gelirlerle (uluslararası yolcuların toplamdaki payının artmasıyla) FAVÖK marjının %32,0 seviyesinde normalleşeceğini düşünüyoruz. 2015-2019'da EasyJet'in ortalama FAVÖK marjı %15,9 seviyesinde ve %14,0 - %20,1 aralığındaydı. 2015-2019'da Ryanair'in ortalama FAVÖK marjı %28,9 seviyesinde ve %22,6 - %32,3 aralığındaydı. 2015-2019'da Wizzair'in ortalama FAVÖK marjı %31,3 seviyesinde ve %27,6 - %34,2 aralığındaydı. FAVÖK marjı yerine FAVÖK marjlarına bakmamızın sebebi UFRS 16 etkisidir. 2019'dan itibaren FAVÖK marjları ile FAVÖK marjları eşittir. Pegasus'un Avrupalı rakiplerine baktığımızda bu sektörde +30% FAVÖK marjı elde etmenin zor olduğunu görüyoruz. Fakat Pegasus'un uluslararası faaliyetlerinin toplamdaki payının arttığını, yakıt dışı giderlerin kontrolünde başarıyı ve yakıt verimliliği yüksek olan uçakların filodaki payının arttığını düşünüyoruz. Pegasus'un %32,0 FAVÖK marjını elde edebileceğine inanıyoruz. Yatırımcılara bu avantajların rakipler tarafından kopyalanabilir olduğunu ve dolayısıyla rekabette geçici bir avantaj yarattığını hatırlatmak isteriz. Geçmişte olduğu gibi, bu tür geçici avantajların tümü olmasa da çoğunun, uzun vadede hissedarlardan çok tüketicilere fayda sağlayacağına inanıyoruz.

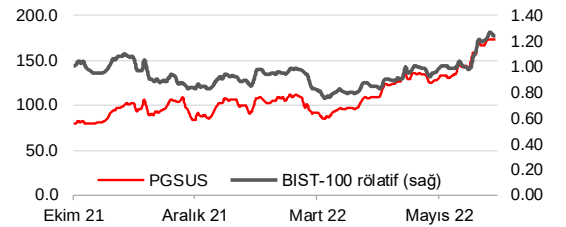
2022'de net borcun yıllık %34 artarak 2,3 milyar Euro olmasını bekliyoruz. Yönetimin resmi olmayan öngörüsü 2,2 - 2,4 milyar Euro seviyesindedir. Güçlü FAVÖK ve nakit akışı beklentimize rağmen 2022'de filoya net 11 uçak alınacağını düşünürsek, 2022'de net borcun yıllık artması gerektiğine inanıyoruz. Haziran 2022'de, yönetim 4 adet B737-800 yolcu uçağını 73,5 milyon dolar bedele sattığını açıkladı. Satış bedelinin yeni yatırımlara finansal kaynak sağlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, söz konusu 4 uçağın filodan çıkışını önceden modelimize eklemiştik. Dolayısıyla söz konusu haberin kapasite varsayımlarımıza herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY280.00 (önceki TRY175.00)
Son kapanış, TL/hisse	172.70
Yukarı potansiyel	%62
Halka açıklık oranı	%36

Piyasa değeri, TL mn	17,667
Firma değeri, TL mn	51,145

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	4,804	10,664	31,130	61,205
FAVÖK	481	2,271	8,690	19,579
Net kar	-1,965	-1,972	2,037	8,209
Net borç	15,246	29,124	43,055	53,286
Net borç/FAVÖK	31.68	12.83	4.95	2.72
FAVÖK marjı	%10.0	%21.3	%27.9	%32.0
Net marj	-%40.9	-%18.5	%6.5	%13.4
Ciro, y/y	-%56	%122	%192	%97
FAVÖK, y/y	-%87	%372	%283	%125
Net kar, y/y	n.m.	%0	n.m.	%303
F/K	n.m.	n.m.	8.7	2.2
FD/FAVÖK	43.2	16.4	7.0	3.6
FD/Ciro	4.3	3.5	2.0	1.2

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytđ
Nominal değişim	%33	%82	%74	%103
BIST 100 rölatif	%26	%54	%16	%49
AOİH, TRYmn	409	380	351	329



Ortaklık yapısı	
Esas Holding	%63
Diğer	%37

Rapor fiyatları 17 Haziran, 2022

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Pegasus IFRS Financials, EUR mn

Gelir Tablosu (EUR mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Gelirleri	1,739	630	1,025	1,822	2,812
Brüt Kar	433	-123	48	315	649
Operasyonel Giderler	-97	-56	-63	-89	-132
Faaliyet Karı	336	-179	-15	225	517
FAVÖK	580	93	254	510	900
FAVKÖK	580	93	254	510	900
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-4	43	-7	-4	-3
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	3	2	1	4	6
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-4	-22	2	78	0
Finansal Gelir / (Gider)	-110	-62	-140	-170	-123
Vergi Öncesi Kar	221	-218	-158	133	397
Vergi Geliri / (Gideri)	-9	7	8	-7	-20
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	211	-211	-150	127	377
Hisse Başı Net Kar	2.1	-2.1	-1.5	1.2	3.7
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	0%	0%

Bilanço EUR mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Dönen Varlıklar	916	613	864	1,019	1,416
Nakit ve Nakit Benzerleri	630	400	475	547	844
Ticari Alacaklar	67	22	23	61	94
Stoklar	11	10	10	13	18
Diğer Dönen Varlıklar	207	180	356	399	461
Duran Varlıklar	2,257	2,613	2,738	3,849	4,530
Maddi Duran Varlıklar	2,060	2,367	2,365	3,187	3,765
Diğer Duran Varlıklar	197	246	373	662	765
Toplam Varlıklar	3,172	3,226	3,602	4,868	5,946
Kısa Vadeli Yükümlülükler	717	722	864	1,203	1,485
Finansal Borçlar	345	433	529	634	672
Ticari Borçlar	109	101	129	159	180
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	263	189	206	410	633
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,647	1,907	2,276	3,027	3,446
Finansal Borçlar	1,272	1,678	1,968	2,534	2,686
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	375	229	308	492	759
Özkaynaklar	809	597	462	639	1,016
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	809	597	462	639	1,016
Toplam Kaynaklar	3,172	3,226	3,602	4,868	5,946

Nakit Akım Tablosu (EUR mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar	211	-211	-150	127	377
Amortisman ve İtfa Payları	244	272	269	285	382
İşletme Sermayesindeki Değişim	61	-68	60	51	96
Sabit Sermaye Yatırımları	-575	-622	-365	-1,101	-833
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Finansal Borç Değişimi	535	493	387	671	190
Diğer Nakit Değişimi	-302	-94	-126	40	83
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	175	-229	75	72	297

*FAVÖK= Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman

Büyüme	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Gelirleri	18.3%	-63.8%	62.7%	77.9%	54.3%
Brüt Kar	71.9%	n.m.	n.m.	558.4%	106.1%
Operasyonel Giderler	21.3%	-42.2%	12.5%	42.0%	47.2%
Faaliyet Karı	95.3%	n.m.	-91.5%	n.m.	129.5%
FAVÖK	116.4%	-84.0%	174.6%	100.5%	76.4%
FAVKÖK	48.1%	-84.0%	174.6%	100.5%	76.4%
Net Kar	87.4%	n.m.	-28.6%	n.m.	198.1%

Karlılık	2019	2020	2021	2022T	2023T
Brüt Kar Marjı	24.9%	-19.6%	4.7%	17.3%	23.1%
Operasyonel Gider Marjı	-5.6%	-8.9%	-6.1%	-4.9%	-4.7%
Faaliyet Kar Marjı	19.3%	-28.5%	-1.5%	12.4%	18.4%
FAVÖK Marjı	33.3%	14.7%	24.8%	28.0%	32.0%
FAVKÖK Marjı	33.3%	14.7%	24.8%	28.0%	32.0%
Net Kar Marjı	12.2%	-33.4%	-14.7%	6.9%	13.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	29.5%	-30.0%	-28.4%	22.0%	51.4%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	21.8%	-8.5%	-0.3%	8.1%	15.5%

Operasyonel Göstergeler	2019	2020	2021	2022T	2023T
Birim Yan Gelir (EUR)	14.9	14.5	15.6	21.0	22.2
AKK (mn)	43,947	22,278	33,052	46,110	63,554
Yurtiçi	12,753	9,164	11,491	10,165	14,304
Uluslararası	31,194	13,115	21,561	35,945	49,250
Seats (mn)	34.7	18.4	25.9	31.7	43.9
Yurtiçi	17.4	11.7	14.7	13.0	18.3
Uluslararası	17.3	6.7	11.2	18.7	25.6
Toplam Yolcu Sayısı (mn)	30.8	14.7	20.2	26.6	38.6
Yurtiçi	16.1	9.6	12.0	11.4	16.8
Uluslararası	14.7	5.1	8.2	15.1	21.8
Doluluk Oranı	88.6%	80.2%	77.8%	83.8%	87.9%
Yurtiçi	92.3%	82.3%	81.6%	88.0%	92.0%
Uluslararası	84.8%	76.4%	72.8%	81.0%	85.0%
Birim Yolcu Gelirleri (EUR cent)	3.96	2.83	3.10	3.95	4.42
Birim Gider (EUR cent)	3.19	3.63	3.15	3.46	3.61
Birim Yakıt Giderleri	1.13	0.90	0.91	1.30	1.39
Birim Yakıt Hariç Giderler	2.06	2.74	2.23	2.16	2.22
Filo	84	93	90	101	113

Rasyo Analizi	2019	2020	2021	2022T	2023T
F / K	3.6	n.m.	n.m.	8.7	2.2
FD / FAVÖK	2.7	43.2	16.4	7.0	3.6
FD / Satış	0.9	4.3	3.5	2.0	1.2
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Borçluluk	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Borç (Nakit)	846	1,580	1,688	2,257	2,213
Net Borç / FAVÖK	1.5	17.1	6.6	4.4	2.5
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	6.4	n.m.	n.m.	2.4	5.9

*Net borç kısa vadeli uçak alım avanslarını içermektedir

Pegasus Revizyon Tablosu:

	Eski		Yeni		Eski		Yeni
	2022T	Değişim	2022T		2023T	Değişim	2023T
Finansallar							
Net Satışlar	1,602	13.7%	1,822		2,502	12.4%	2,812
Büyüme %	56.4%	2,148 bps	77.9%		56.1%	-184 bps	54.3%
FAVÖK	449	13.6%	510		751	19.8%	900
FAVÖK Marjı	28.0%	-3 bps	28.0%		30.0%	198 bps	32.0%
Net Kar	40	212.7%	127		232	62.5%	377
Net Kar Marjı	2.5%	442 bps	6.9%		9.3%	414 bps	13.4%
Net Borç	2,330	-3.1%	2,257		2,374	-6.8%	2,213
Operasyonlar							
AKK	44,377	3.9%	46,110		60,665	4.8%	63,554
Yurtiçi	10,217	-0.5%	10,165		16,094	-11.1%	14,304
Uluslararası	34,160	5.2%	35,945		44,571	10.5%	49,250
Yurtiçi %	23.0%	-98 bps	22.0%		26.5%	-402 bps	22.5%
Uluslararası %	77.0%	98 bps	78.0%		73.5%	402 bps	77.5%
Filo	101	0.0%	101		113	0.0%	113
Yolcu	25.6	3.6%	26.6		38.2	1.0%	38.6
Yurtiçi	11.7	-2.0%	11.4		18.8	-10.6%	16.8
Uluslararası	14.0	8.4%	15.1		19.4	12.3%	21.8
Doluluk Oranı	82.2%	161 bps	83.8%		86.3%	162 bps	87.9%
Yurtiçi	88.0%	0 bps	88.0%		90.0%	196 bps	92.0%
Uluslararası	78.0%	298 bps	81.0%		83.0%	205 bps	85.0%
Yan Gelirler	486	15.1%	559		684	25.3%	857
Yolcu Başına Yan Gelirler	18.9	11.1%	21.0		17.9	24.0%	22.2
Bilet Fiyatı	43.2	9.3%	47.2		46.8	7.2%	50.2
Yurtiçi	21.2	7.6%	22.8		23.8	2.4%	24.3
Uluslararası	61.5	6.6%	65.6		69.2	1.4%	70.1
Birim Giderler	3.24	7.0%	3.46		3.52	2.6%	3.61
Birim Yakıt Giderleri	1.24	4.6%	1.30		1.40	-0.6%	1.39
Yakıt Dışı Birim Giderler	1.99	8.5%	2.16		2.12	4.7%	2.22

Değerleme

Pegasus'u değerlemek için 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı kullanıyoruz. Değerlemelerimizi yaparken THY için 6,5x, Pegasus içinse 7,0x FD/FAVÖK kullanıyoruz. Pegasus'u değerlerken daha yüksek bir çarpan kullanmamızın sebepleri 1) Pegasus'un daha yüksek büyüme potansiyeli ve 2) Pegasus'un daha düşük işletme sermayesi ve yatırım harcamalarıdır.

Hesaplamalarımıza göre Pegasus'un 12 aylık hedef fiyatı 280,0 TL, 62% yukarı potansiyele işaret etmektedir.

	EUR mn
Hedef Çarpan	7.0
2022F FAVÖK	510
Firma Değeri, EUR mn	3,574
Düzeltilmiş Net Borç (EUR mn)	2,257
Azınlık Payları (EUR mn)	0
Özkaynak Yön. Değerlenen Yatırımlar (EUR mn)	20
Pegasus Adil Değer (EUR mn)	1,337
2022F EUR/TL	19.1
Hedef Değer, TL mn	28,645
Yukarı Potansiyel	62%
Hisse Adedi	102.3
Güncel Fiyat, TL	172.7
Beklenen Temettü, TL	0.0
Beklenen Temettü Verimi	0.0%
Hedef Fiyat, TL	280.0

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019