

PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

17 NİSAN 2013

 **Ziraat Yatırım**

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No:22
(Enlak Pasajı) Kat:1 Beşiktaş/İST.
Buyuk Mükellefler V.D. 998 010 4594

İÇİNDEKİLER

I. TÜRKİYE HAVACILIK SEKTÖRÜ	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
II. a) Ortaklık Yapısı	5
II. b) Faaliyetleri	5
III. FİNANSAL ANALİZ	7
IV. DEĞERLENDİRME	9
V. NİHAİ GÖRÜŞ	13

İşbu rapor 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde açıklanan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında yer alan A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esasların 7. Maddesi çerçevesinde Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

I. Türkiye Havacılık Sektörü

Bu bölümdeki ifadeler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

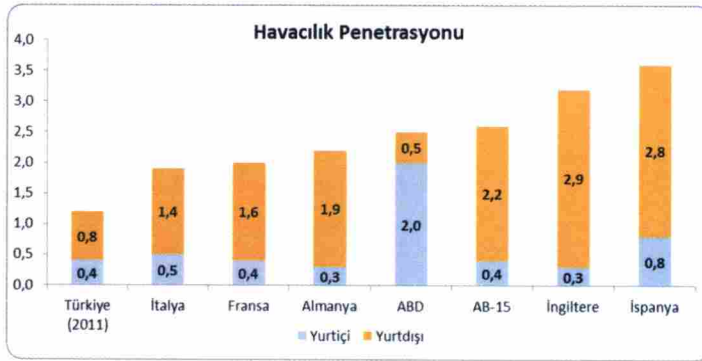
Türkiye’de sivil havacılık düzenlemeleri ve denetimi Ulaştırma, Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı’nın yetkisi altındadır. Ulaştırma Bakanlığı altında havacılık ile ilgili iki temel kurum Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü (SHGM) ve Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ)’dir.

Yurtiçi havacılık pazarı liberal bir pazar olup, havayollarının uçabileceği destinasyonlar bakımından herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Ancak, iç pazar ülkede yabancı şirketlerin iç hatlarda tarifeli uçuş yapmasına imkan vermeyen kabotaj kuralları yoluyla korunmaktadır. Ayrıca, bir havayolu tarifeli uçuş operasyonları yürütebilmesi için en az 5 uçağa sahip olmalıdır. Diğer ülkelerde olduğu gibi uluslararası hava trafiğinin tamamı; Türkiye ve diğer ülkelerle yapılan ikili anlaşmalara tabi bulunmaktadır. Bu ikili anlaşmalar genel olarak, belirli hatların işletmesi için havayolu ve havaalanları tespitine dair ve bu havayolları tarafına sunulan kapasiteye ve tarife anlaşmalarındaki prosedüre dair şartları içermektedir.

Türk havacılık pazarı, Türkiye’de havayolu ile seyahate yönelik talebi teşvik eden ve yeni oyuncuların pazara girmesine imkan sağlayan 2001 ve 2003 yılları arasında gerçekleşen değişikliklerin ardından önemli bir büyüme göstermiştir. Toplam yolcu sayısı %14,1 BYBO ile artmış olup, 2003’te 29,9 milyondan 2012 yılında 97,7 milyona çıkmıştır. Yurtiçi yolcu sayısı, %24,2 BYBO ile artmış olup, 2003’te 4,6 milyon olan yolcu sayısı 2012 yılında 32,3 milyona çıkmıştır. Yurtdışı yolcu sayısı ise %11,1 BYBO ile artmış olup, 2003’te 25,3 milyon olan yolcu sayısı 2012 yılında 65,4 milyona çıkmıştır.

Türk havacılık endüstrisi son 10 yılda GSMH’den daha güçlü bir büyüme göstermiştir. 2003 ile 2012 yılları arasında reel GSMH %4,9 BYBO ile büyürken, iç hat yolcu sayısı artışı ise aynı dönem içinde reel GSMH büyümesinin 4,9 katı olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde yurtdışı yolcu sayısındaki artış %11,1 olup reel GSMH büyümesinin 2,3 katı olarak gerçekleşmiştir.

Türk havacılık pazarı, 2003 yılında, toplamda 0,4 oranı (yolcu sayısının nüfusa bölünmesi sonucu) ile son derece düşük bir penetrasyona sahipti ve yurtiçi ve yurtdışı penetrasyon oranı ise sırası ile 0,1 ve 0,4 olarak gerçekleşmişti. 2003 yılından bu yana yaşanan güçlü büyümeye karşın, hem



yurtiçi hem de yurtdışı havacılık pazarlarında penetrasyon oranının halen düşük bir düzeydedir. Örneğin 2011 yılı itibarıyla Türkiye’nin yurtiçi penetrasyonu 0,4 ve yurtdışı penetrasyonu 0,8 olmuştur. Diğer taraftan, bir turizm destinasyonu olarak Türkiye’ye kıyasla benzer olan İspanya ise sırası ile 0,8 ve 2,8 olan yurtiçi ve yurtdışı penetrasyon değerlerine sahiptir.

2012 yılsonu itibarıyla Türkiye’de toplam 117 havaalanı bulunmakta olup, ICAO’ya (Uluslararası Sivil Havacılık Örgütü-International Civil Aviation Organization) göre bunların 90 tanesinde asfalt pist bulunmaktadır. 18 adet uluslararası havaalanı (14’ü tarifeli), 27 yurtiçi havaalanı ve 16 askeri havaalanı bulunmaktadır (ICAO). Türkiye’nin 2012’de yolcu sayısı bakımından en yoğun havaalanları, İstanbul’daki Atatürk Uluslararası Havaalanı, Antalya Havaalanı, İstanbul’daki Sabiha Gökçen Uluslararası Havaalanı, İzmir’deki Adnan Menderes Havaalanı ve Ankara’daki Esenboğa Uluslararası Havaalanı’dır (ICAO).

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No: 22
(Etilak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

Ocak 2013'te DHMİ İstanbul Avrupa yakasında yeni bir havaalanının YİD modeli ile inşaatı ve işletmesi için yapılacak ihaleyi duyurdu. Proje 4 aşamadan oluşup son fazın da devreye girmesi ile beraber yıllık 150 yolcu kapasiteye ulaşması planlanmaktadır.

	Yurtiçi Yolcu Sayısı (milyon)	Yurtdışı Yolcu Sayısı (milyon)	Toplam (milyon)
İstanbul Atatürk	15,3	29,7	45,0
Antalya	5,0	20,0	25,0
İstanbul Sabiha Gökçen	9,8	5,1	14,9
izmir Adnan Menderes	6,9	2,4	9,4
Ankara Esenboğa	7,7	1,6	9,2
Muğla Dalaman	0,8	3,0	3,8
Adana	3,2	0,6	3,8
Muğla Milas-Bodrum	1,6	1,9	3,5
Trabzon	2,4	0,1	2,4
Gaziantep	1,3	0,2	1,4

Kaynak: Pegasus İzahnamesi

2005 yılından beri tarifeli hizmetlerine devam eden Pegasus'a ilave olarak tarifeli seferler düzenleyen 4 büyük Türk havayolu bulunmaktadır: Türk Havayolları (düşük maliyetli markası AnadoluJet dahil), Lufthansa AG ile Türk Havayolları'nın ortak girişimi olan Güneş Ekspres Havacılık A.Ş. (SunExpress), Onur Air Taşımacılık A.Ş. (Onur Air), Atlasjet Havacılık A.Ş. (Atlasjet). Türkiye iç piyasasına yönelik rekabet, yurtiçi havayolları ile sınırlıyken; Pegasus uluslararası piyasalarda ise çeşitli operatörler ile rekabet etmektedir. Yurtiçindeki mevcut hatlarda ana rakiplerin Türk Havayolları, AnadoluJet, SunExpress, Atlasjet ve Onurair olduğu düşünülmektedir.

II. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

- Pegasus (Şirket); Aer Lingus Group Plc., Silkar Yatırım ve İnşaat Organizasyonu A.Ş. ve Net Holding A.Ş. tarafından, bir ortak girişim olarak 1990 yılında kurulmuştur.
- Ocak 2005'te Pegasus'un %99,4 payı Esas Holding, geriye kalan %0,6 payı ise Esas Holding'in sahipleri olan Sabancı Ailesi üyeleri tarafından 14 milyon € bedelle satın alınmış ve Şirket faaliyetlerine düşük maliyetli havayolu taşıyıcısı olarak yeniden başlamıştır.
- 31 Aralık 2012 itibarıyla toplam 2.045 çalışan bulunmakta olup, şirketin genel merkezi İstanbul'da yer almaktadır.
- Pegasus'un filosunda 38 adet Boeing 737-800NG tipi uçak (her uçak 189 koltukludur) ve bir adet Boeing 737-400 tipi uçak (her uçak 168 koltukludur) bulunmaktadır. Ayrıca iştiraki İzAir'den wet lease yöntemi ile kiraladığı 3 adet 737-800NG tipi uçak ile 42 uçaklık bir filoya sahiptir. 31 Aralık 2012 itibarıyla, filoda bulunan 40 uçaktan biri Pegasus sahipliğinde bulunurken, 26'sı finansal kiralama, kalan 13 uçak ise Satın Alma Hakkı Devri yöntemiyle filoya katılmıştır. Pegasus'un iştiraki İzAir'in bünyesinde ise üç adet Boeing 737-800NG tipi uçak bulunmaktadır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No:22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 993 010 4594

a) Ortaklık Yapısı:

Ortaklık Yapısı						
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran
Esas Holding	72.375.570	96,50%	67.562.570	66,06%	64.353.570	62,92%
Ali Sabancı	874.810	1,17%	874.810	0,86%	874.810	0,86%
Emine Kamışlı	874.810	1,17%	874.810	0,86%	874.810	0,86%
Kazım Köseoğlu	437.405	0,58%	437.405	0,43%	437.405	0,43%
Can Köseoğlu	437.405	0,58%	437.405	0,43%	437.405	0,43%
Halka Açık	-	-	32.085.000	31,37%	35.294.000	34,51%
TOPLAM	75.000.000	100,00%	102.272.000	100,00%	102.272.000	100,00%

Kaynak: İzahname

b) Faaliyetleri:

- Pegasus; İstanbul'da yer alan ve modern bir yapı olan Sabiha Gökçen Havaalanı'ndaki merkez üssü ağırlıklı olmak üzere, yurtiçi ve yurtdışı uçuş ağı kapsamındaki kısa ve orta mesafeli ve noktadan noktaya yüksek sıklıkta uçuşlar sunmaya odaklanmıştır. Ayrıca Adana, Antalya ve İzmir'deki diğer yurtiçi üslerden de tarifeli seferler düzenlemektedir.
- Pegasus; Türkiye'de 29, Avrupa (Kuzey Kıbrıs dahil), Bağımsız Devletler Topluluğu ve Ortadoğu'da ise 41 destinasyona tarifeli yolcu seferleri düzenlemektedir ve özellikle Ortadoğu, Kuzey Afrika ve (Rusya dahil) Bağımsız Devletler Topluluğu ülkelerine yönelik yeni tarifeli sefer hatları ile mevcut uçuş ağını genişletmeye devam etmeyi planlamaktadır.
- Pegasus tarafından 2012 yılında, yurtdışı ve yurtiçi hatlarda haftalık ortalama 1.800 uçuş gerçekleştirilmiş ve toplam 13,6 milyon yolcu taşınmıştır. Bu rakam, 2011 yılında 11,3 milyon ve 2010 yılında ise 8,6 milyon yolcu olarak gerçekleşmiştir.
- 2012 yılında DHMİ (Devlet Hava Meydanları İşletmesi) verilerine göre, yolcu sayısı bakımından şirketin pazar payı, Türkiye iniş ve kalkışlı uluslararası hatlarda %8,1 ve yurtiçi hatlarda ise %25,7 olarak gerçekleşmiştir.
- Yolcu hacimlerinde 2006 yılından 2012 yılına kadar olan dönemde kuvvetli bir büyüme kaydetmiş, 2006 yılında 2,6 milyon olan yolcu sayısı yıllık %31'lik bileşik büyüme oranıyla 2012 yılında 13,6 milyon yolcuya ulaşmıştır.
- Pegasus, low cost havayolu modeli uygulamaktadır. Düşük fiyat + zamanında kalkış + yeni uçak bu modelin en önemli sacayaklarıdır. Şirket zamanında kalkış istatistiklerini düzenli olarak web sitesinde yayınlamaktadır. Modern + genç filo şirketin düşük yakıt maliyetine zemin hazırlamaktadır.
- Bağlı ortaklıkları
*IHY İzmir havayolları A.Ş (İzair): Faaliyetlerine İzmir Adnan Menderes Havalimanından iç ve dış hat uçuşlar gerçekleştirmek üzere 2006 yılında başlayan İzair'in %72,57 oranındaki hissesi Pegasus tarafından 2010'da satın alınmıştır. En son iştirak oranı %97,82'ye yükselen şirket, bu payların %46,82'sini Air Berlin Finance GmbH'e AirBerlin Türkiye anlaşması kapsamında satmıştır.

*Air Manas: Pegasus Kırgızistan'da kurulu Air Manas'ın %49'una 2012 yılında iştirak etmiştir. Şirket 2013 yılında Air Manas aracılığı ile Bişkek'e seferler düzenlemeyi planlamaktadır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 11 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

- Grup'un ortak yönetime tabi ortaklıkları ve iştirakleri; Pegasus Uçuş Eğitim Merkezi A.Ş., KPA Limited Liability Company ve İzmirli Otelcilik Yatırım Turizm ve Ticaret A.Ş.dir.
- Air Berlin Türkiye İşbirliği:
Eylül 2009'da Pegasus ile AirBerlin arasında taşıyıcılardan herhangi birinin internet sitesini ziyaret eden yolcuların, kullanmak istedikleri hattı işleten taşıyıcının internet sitesine otomatik olarak yönlendirildiği internet çapraz bağlantılarla AirBerlin ile işbirliğine başlanmıştır. Bu işbirliği ile her iki havayolunun müşterileri, orta mesafeli seferler için Almanya, Türkiye ve Avrupa'daki diğer destinasyonları kapsayan uçuşların ve destinasyon seçeneklerinin daha kapsamlı bir açıdan yararlanabilmektedirler. 2011 yılının sonuna doğru Pegasus, Izair ve AirBerlin arasında Antalya ve farklı Alman şehirleri arasındaki turizm trafiğinden faydalanmak amacı ile AirBerlin Türkiye markası altında birlikte uçuşlar gerçekleştirmek üzere bir anlaşma imzalanmıştır. Bu anlaşmanın amacı, İzair'in maliyet avantajı ile AirBerlin'in satış gücünü birleştirerek bu hatlardaki operasyonları birlikte geliştirmektir. Pegasus'un ana ortağı Esas Holding, sahip olduğu %12,02 pay ile AirBerlin firmasının en büyük ikinci hissedarı konumundadır.

PEGASUS			
	2010	2011	2012
Yolcu Sayısı			
Yurtiçi tarifeli	4.960.693	6.764.552	8.298.064
Yurtdışı tarifeli	3.051.177	3.949.363	4.789.992
Toplam Yolcu Sayısı	8.011.870	10.713.915	13.088.056
Arz edilen koltuk-km, milyon			
Yurtiçi tarifeli	3.682	5.181	5.983
Yurtdışı tarifeli	6.951	8.285	9.471
Toplam Arz edilen koltuk-km, milyon	10.633	13.466	15.454
Konma			
Yurtiçi tarifeli	38.152	50.229	55.726
Yurtdışı tarifeli	24.604	29.979	34.513
Toplam Çevrimler	62.756	80.208	90.239
Doluluk Oranı (%)			
Yurtiçi tarifeli	78,20	75,90	79,80
Yurtdışı tarifeli	72,00	73,20	75,10
Tarifeli Operasyonlar Toplamı	75,70	74,90	78,10
Gelirler, Milyon TL			
Yurtiçi tarifeli	313,4	474,4	622,6
Yurtdışı tarifeli	430,3	649,9	807,3
Tarifeli Operasyonlar Toplamı	744	1.124	1.430
Arz edilen koltuk-km başına gelir, kuruş			
Yurtiçi tarifeli	8,51	9,16	10,41
Yurtdışı tarifeli	6,19	7,85	8,52
Tarifeli Operasyonlar Toplamı	6,99	8,35	9,25
Uçak sayısı			
Uçak adedi	27	35	40

Kaynak: Pegasus

- Yan Gelirler: Şirket ana faaliyet konusu olan havayolu yolcu taşıma hizmetlerine ilave olarak aşağıda belirtilen çeşitli yan hizmetleri sunmaktadır:

- ✦ Hizmet ücretleri
- ✦ İptal ücretleri;

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonda Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

- ⇒ Fazla bagaj ücretleri;
- ⇒ Havaalanı check-in ücretleri;
- ⇒ Peşin satın alınan fazla bagaj hakkı;
- ⇒ Yiyecek ve içeceklerle yönelik ön siparişler ve uçuş içi satışlar;
- ⇒ Uluslararası uçuşlarda gerçekleştirilen gümrüksüz ürün satışları;
- ⇒ Koltuk seçme ücretleri (ekstra bir ücret ödemek suretiyle istenilen koltukları seçme imkanı);
- ⇒ Rezervasyon değiştirme ücretleri;
- ⇒ Uçakta ve uçuş içi dergilerde yer verilen reklamlar;
- ⇒ Tarifeli ve split charter uçuşlarda gerçekleştirilen opsiyon satışları (rezervasyondan belirli bir süre önce belirli bir fiyatı rezerve etmek için yolcuların ödemiş olduğu ücretler)

- Pegasus; büyüme stratejisine uygun olarak -gerekli trafik haklarının alınması kaydıyla- başta Ortadoğu, Kuzey Afrika (Rusya dahil) Bağımsız Devletler Topluluğu ülkeleri olmak üzere Türkiye'nin doğu, güney ve kuzeyindeki uluslararası destinasyonlara özellikle odaklanarak, yüksek hacimli operasyonlar açısından potansiyel taşıdığına inanılan yeni hatlar açarak yurtdışı tarifeli operasyonlarını artırmayı planlamaktadır.

III. Finansal Analiz

Bu bölümdeki ifadeler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

Şirketin gelirleri tarifeli uçuşlar, yan gelirler, charter uçuşları ve diğer gelirlerden oluşmaktadır:

- Gelirin büyük bir kısmı tarifeli uçuşlarda yolculara koltuk satışından gelmektedir. Tarifeli uçuş gelirini etkileyen önemli faktörler sahip olunan kapasite, yolcu doluluk oranları dahil kapasite kullanım oranı ve bilet fiyatı seviyeleridir.
- Yan gelirler ağırlıklı olarak tarifeli uçuşlar ve daha az ölçüde standart charter uçuşları ile bağlantılı ek ürün ve hizmetlerin sunulmasından gelmektedir.
- Charter uçuş geliri bir uçağın tüm kapasitesinin tur operatörlerine önceden satılması ile oluşmaktadır. Bir üçüncü şahıs tur operatörüne charter yoluyla kullandırılan bir uçaktan elde edilen gelir, tur operatörünün her bir uçuş için kaç koltuk sattığına bağlı değildir. Belli bir charter uçuşunda veya tüm sezondaki düşük yolcu doluluk oranı riskini tur operatörü üstlenir. Wet lease ve sub-charter faaliyetlerinden elde edilen gelirler hesaplarda charter geliri altında izlenmektedir.
- Diğer gelirler ana olarak kargo hizmetleri ile pilot, mürettebat ve teknik eğitim gelirinden oluşmaktadır.
- Şirket 2012 yılında PGS Operasyonel Gelirin %79,8'ini tarifeli uçuşlardan elde etmiştir. Ağırlıklı tarifeli uçuşlar ve daha küçük ölçüde de olsa standart charter uçuşlar ile bağlantılı ek ürün ve hizmetler verilmesinden elde edilen gelirden oluşan yan gelirler ise 2012 yılında PGS Operasyonel Geliri'nin %12,8'ini oluşturmaktadır. Wet lease ve sub-charter işlemlerinden elde edilen geliri de içine alan charter uçuş gelirleri 2012 yılında PGS Operasyonel Geliri'ne %6,0 oranında katkı yapmıştır. Kargo hizmetlerinin yanı sıra, pilot, mürettebat ve teknik eğitimden elde edilen geliri de içine alan diğer gelirler ise 2012 yılında PGS Operasyonel Geliri'nin %1,4'ünü oluşturmaktadır.
- Düşük maliyetli havayolu olarak ilk tam faaliyet yılı olan 2006 yılından 2012 yılına kadar olan dönemde PGS Operasyonel Geliri, yıllık %29,1'lik bileşik büyüme oranı ile, 386,6 milyon TL'den 1.791,8 milyon TL'ye çıkmıştır. Tarifeli uçuş gelirinin PGS Operasyonel Gelir içindeki payı 2006'da %26,5'tan 2012'de %79,8'e yükselirken, charter gelirinin payı 70,6'dan %6'ya düşmüştür.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Levent Mah. Gonca Sok. No: 22
 (Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
 Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4394

(milyon TL)

BİLANÇO	2010	2011	2012
Dönen Varlıklar	109	198	339
Duran Varlıklar	1.127	1.634	1.870
Aktif Toplamı	1.236	1.832	2.209
Kısa Vadeli Borçlar	391	558	538
Uzun Vadeli Borçlar	676	1.086	1.344
Özkaynaklar	174	189	327
- Ödenmiş Sermaye	75	75	75
Pasif Toplamı	1.236	1.832	2.209

GELİR TABLOSU	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	978	1.484	1.920
Brüt Kar / Zarar	110	107	319
Faaliyet Kar / Zararı	43	4	193
Vergi Öncesi Kar / Zarar	31	-13	155
Net Dönem Kar / Zararı	20	-14	126

Kaynak: İzahname

- Şirketin maliyetlerini etkileyen temel faktörler şu şekilde sıralanabilir.
 - Yakıt Fiyatlarındaki Değişmeler: Yakıt en büyük operasyonel gider olup, 31 Aralık 2010, 2011 ve 2012 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 337,9 milyon TL, 610,6 milyon TL, 702,4 milyon TL yani PGS Operasyonel Hizmet Giderleri'nin sırasıyla %38,9'u, %45,1'i ve %48,0'i olarak gerçekleşmiştir. Yakıt maliyetleri dalgalanmalara tabi olup, talepteki artışlar, arzadaki ani bozulmalar ve küresel arza ilişkin diğer kaygılar gibi ne kontrol edebilen ne de doğru bir biçimde öngörebilen küresel ekonomik ve siyasal durumlardan ve ayrıca piyasadaki spekülasyonlardan etkilenmektedir. Yakıt fiyatlarındaki değişimlerin maliyetler üzerinde önemli bir etkisi olmuş ve bu da karşılığında faaliyet sonuçlarını etkilemiştir. Yakıt gideri ABD doları cinsinden olduğundan ABD doları kurundaki dalgalanmalar da yakıt giderini etkilemektedir. Şirket yakıt fiyatlarına ilişkin riskini azaltmak için yakıt fiyatına yönelik finansal riskten korunma programını devreye sokmuştur. Ek olarak filonun yakıt verimliliği üzerine yeni çözümler üretilmiştir.
 - Sabit Maliyetlerin Yüksekliği: Havayolu işletmeciliği, uçakların finansmanı ve kira bedeli maliyetlerinin yanı sıra kokpit mürettebatı ile ilgili giderler başta olmak üzere operasyonel giderlerin büyük kısmının sabit olduğu ve doluluk oranları, taşınan yolcu sayısı, uçuş sayısı veya uçak kapasite kullanıma göre oransal olarak değişme göstermediği bir iş koludur. Bu bakımdan, doluluk oranında veya yolcu başına gelirlerdeki değişim, faaliyet sonuçları üzerinde önemli bir etki gösterebilmektedir. Bu konuda ASK başına sabit maliyetler önemli bir gösterge olup, 2010 yılında 2,31 kuruş olan bu oran 2011 ve 2012 yıllarında 2,74 kuruş olarak gerçekleşmiştir. Sabit maliyetler içinde en önemli payı 1,20 kuruş ile personel giderleri almaktadır.
 - Uçak Amortisman ve Kiralama Giderleri: Amortisman ve uçak kiralama giderleri büyük ölçüde kullanımda olan uçak sayısı ve Şirket'in sahip olduğu uçaklar ile kiralanmış uçakların filodaki ağırlıklarına bağlıdır. Finansal kiralama modeli ile temin edilen uçaklar için, sahip olunan uçaklarda olduğu gibi kullanım ömrü üzerinden tükenme payı ayrılmaktadır. 31 Aralık 2012 itibarıyla, sahip olunan 40 uçak arasından 27 tanesi (finansal

kiralama modeliyle kullanılmakta olan 26 uçak dahil) her biri için azalan bakiyeler usulüyle amortisman ayrılmış olup, bu yöntem de vergi yönünden bakıldığında ciddi bir net faaliyet zararı ortaya çıkarmıştır. Sonuç olarak, 2013 ve 2014 yıllarında kayda değer bir kurumlar gelir vergisi yükümlülüğünün doğmayacağı düşünülmektedir. 2015 yılında kurumlar gelir vergisi ödeneceği öngörülmektedir. Ancak Şirket'in büyümesi göz önüne alındığında, 2011 ve 2012'de alınan toplam 11 uçak için Hazine'den sağlanan teşviklerin 2015'ten itibaren kurumlar vergisi yükümlülüğünü düşürmesi beklenmektedir. Bu teşvikler uçakların operasyonlarından gelen vergiye tabi gelirler üzerinde bazı indirimler içermektedir.

- Yatırım Harcamaları: Şirketin 5 tane kesin Boeing 737-800NG siparişi ve 75 tane kesin, 25 tane opsiyonlu (tamamının alındığı varsayılarak) Airbus Siparişi için yapacağı toplam yatırım yaklaşık 12,5 milyar USD düzeyindedir. 5 tane Boeing 737-800NG kesin siparişinde 1 tane uçak 2013'te, 2 tane 2014'te ve kalan 2 tane 2015'te teslim alınması beklenmektedir. Bu uçaklar Satın Alma Hakkı Devri modeliyle finanse edilmesi planlanmaktadır. Airbus firmasına verilen 57 tane A320neo, 18 tane A321neo kesin uçak siparişinin 2015 veya 2016'dan itibaren (motor seçimine bağlı olarak) ve 2022'ye kadar teslim alınması beklenmektedir.

- Faiz Oranındaki Dalgalanmalar: Finansal giderler ağırlıkla uçak finansmanı ile ilgili faiz giderlerinden oluşmaktadır. Faiz giderleri genel olarak yapılan uçak finansman anlaşmaları kapsamında üstlenilen yükümlülükler doğrultusunda değişme gösterir. Şirket ağırlıkla değişken oranlı krediler kullanmakta olup, borçların önemli bir dilimi Libor ve Euribor'a bağlıdır. 31 Aralık 2012 itibarıyla, Şirket'in finansal borçlarının %96,4'ü değişken faiz oranlarına bağlanmıştır.

- Döviz Kurundaki Dalgalanmalar ve Kur Farkları: Şirket'in fonksiyonel para birimi Euro iken, mali tablolar Türk Lirası cinsinden düzenlenmektedir. Satışların maliyeti ve giderlerin büyük bir kısmı başta ABD Doları ve Türk Lirası olmak üzere Euro-dışı para birimleriyle olup, elde edilen gelirin önemli bir kısmı Euro ve Türk lirası cinsinden oluşmaktadır. Sonuç olarak, ulaşılan faaliyet sonuçları Avro-dışı para birimlerinde, özellikle ABD Doları ve Türk Lirası, yaşanan dalgalanmalardan etkilenmektedir. 2012 yıllarında, faaliyet giderlerinin (satışların maliyeti, satış ve pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri) %72'si ve gelirlerin yaklaşık %59'u Euro-dışı para birimlerinden oluşmuştur. ABD Doları cinsinden oluşan gelir 2012 yılında toplam gelirin %9'unu oluşturmaktadır.

IV. Değerlendirme

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Pegasus Fiyat Tespit Raporu" 2012 yılsonu finansal tablolar temel alınarak yapılmıştır. Raporda geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemesi gerekçesiyle indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmamış, değerlendirme yöntemi olarak sadece benzer şirket analizi dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında baz alınan çarpanlar aşağıda verilmiştir:

- 1-Düzeltilmiş FD / FAVKÖK (Düzeltilmiş Firma Değeri / Faiz, Amortisman, Vergi ve Kira Öncesi Kar) çarpanı
- 2- FD / FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) çarpanı
- 3- F / K (Fiyat / Kazanç) çarpanı

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonda Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 988 610 4594

Değerlemede kullanılan finansal veriler:

TL	31.12.2012
Gelirler	
Tarifeli Uçuş Gelirleri	1.429.924.400
Yan Gelirler	230.155.947
Charter Uçuş Gelirleri	106.689.046
Diğer Gelirler	24.989.432
AirBerlin Türkiye Operasyon Geliri	128.133.398
Toplam Gelir	1.919.892.223
Toplam Gelir (AirBerlin Hariç)	1.791.758.825

Giderler (TL)	
Yakıt Giderleri	-702.382.938
Personel Giderleri	-197.614.152
Yer Hizmetleri ve İstasyon Giderleri	-111.189.844
Üst Geçiş Giderleri	-103.234.544
Bakım Giderleri	-69.973.272
Konma Giderleri	-39.721.507
Reklam Giderleri	-36.845.431
Yolcu Hizmet ve Catering Giderleri	-20.061.038
Komisyon Giderleri	-25.299.061
Diğer (+ Kira)	-97.997.302
Diğer Faaliyet Gelir / Gider (net)	4.189.016
AirBerlin Türkiye Operasyon Maliyeti	-137.909.700
Toplam Giderler (Operasyonel Kir ve Amortisman Hariç)	-1.538.039.773
Toplam Giderler (Operasyonel Kir., Amortisman ve AirBerlin Hariç)	-1.400.130.073
Faaliyet Kiralaması Giderleri	-84.761.760
Amortisman Giderleri	-104.401.778
Toplam Giderler	-1.727.203.311
Toplam Giderler (AirBerlin Hariç)	-1.589.293.611

Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)	192.688.912
Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK) (AirBerlin Hariç)	202.465.214

Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)	297.090.690
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) (AirBerlin Hariç)	306.866.992

Faiz, Amortisman, Vergi ve Kira Öncesi Kar (FAVKÖK)	381.852.450
Faiz, Amortisman, Vergi ve Kira Öncesi Kar (FAVKÖK) (AirBerlin Hariç)	391.628.752

Pegasus, Mart 2013'de AirBerlin ile olan operasyonların şu an için durdurulmasına karar vermiştir. Bu nedenle hazırlanan fiyat tespit raporunda 2012 yılı finansal verilerinin baz alınmasına bağlı olarak FAVÖK ve FAVKÖK rakamlarında geçmişe dönük bir düzeltme yapılmış ve bu operasyonun etkileri elimine edilmiştir. Ancak net kar rakamında bu tipte bir düzeltme işleminin

uygulanamadığı ifade edilmiştir. Bağımsız Denetim Raporu'nda AirBerlin hariç net karın hesaplanmamış olması nedeniyle sadece FAVÖK ve FAVKÖK için düzeltme yapılmasının kabul edilebilir olduğunu düşünürüz.

Konsorsiyum Lideri tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme için yurtdışı benzer şirket verileri ile yurtiçi benzer şirket verileri birlikte ele alınmış ve medyan değerleri bu doğrultuda hesaplanmıştır. Ancak yurtiçi benzer şirket olarak alınan Türk Hava Yolları, işletme modeli olarak düşük maliyet yöntemi ile çalışan Pegasus ile ayrılmaktadır. Bu nedenle yapılan değerlendirme çalışmasında yurtiçi benzer şirket çarpanlarına daha düşük ağırlık verilmesinin daha uygun olacağını düşünürüz.

Yurtdışı benzer şirket seçiminde daha seçici davranarak şirkete daha yaklaşık bir seviyede oldukları kabul edilebilecek beş şirketin baz alınması tarafımızca daha uygun bulunmuştur.

Bu kapsamda hazırladığımız yurtdışı benzer şirketlere ilişkin çarpan tablosu aşağıdaki gibidir:

Şirket	Ülke	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD/FAVKÖK
Ryanair	İrlanda	14,2	2,7	8,6	8,4
EasyJet	İngiltere	23,9	2,3	10,5	9,2
Norwegian Air	Norveç	16,8	3,2	14,6	10,0
Tiger Airways	Singapur	-	2,6	63,8	16,2
Airasia Bhd	Malezya	4,3	1,5	8,3	10,4
Medyan		15,5	2,6	10,5	10,0
Ortalama		14,8	2,5	21,2	10,8

Kaynak: Bloomberg

- 1) **FD / FAVKÖK Çarpanı:** Pegasus'un fiyat tespit raporunda AirBerlin hariç olarak hesaplanmış FAVKÖK değeri baz alınmıştır. Bu tutar AirBerlin dahil edildiği zaman bulunan FAVKÖK tutarından daha yüksek olmakla birlikte anlaşmanın Mart 2013'de durdurulduğu göz önüne alındığında AirBerlin hariç tutularak yapılan bir hesaplamanın daha gerçekçi sonuçlar vereceği söylenebilir.

Şirketin filosunda bulunan 42 uçaktan (26'sı finansal kiralama olmak üzere) 27'si Pegasus sahipliğinde bulunurken, 9'u Satın Alma Hakkı Devri ile olmak üzere 12 uçak operasyonel kiralama yöntemiyle işletilmektedir. 31 Aralık 2012 itibarıyla, 1.426,9 milyon TL'lik finansal borçtan, 210,2 milyon TL'lik nakit ve nakit benzerlerinin ve uçak alım avanslarının %50'si (teslim-öncesi ödemeler) olan 44,6 milyon TL'nin düşülmesi ile bulunan net finansal borç 1.172,1 milyon olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2012 itibarıyla, aktifleştirilmiş operasyonel kiralama yükümlülüklerini yansıtabilecek biçimde düzeltilmiş net borç 1.765,4 TL'dir. Aktifleştirilmiş operasyonel kiralama yükümlülüklerinin hesaplanması için, 31 Aralık 2012 tarihinde sona eren döneme ait 84,8 milyon TL'lik operasyonel kiralama giderleri, havayolu şirketlerinin aktifleştirilmiş operasyonel kiralaması yükümlülüklerini hesaplamak üzere kullandıkları standart bir aktifleştirme çarpanı olduğu düşünülen yedi ile çarpılmıştır.

Bu veriler altında AirBerlin hariç tutularak yaptığımız hesaplama ait detaylar aşağıdaki gibidir:

TL	
FAVKÖK	391.628.752
FAVKÖK Çarpanı (Medyan)	10,0
Firma Değeri	3.916.287.520
Özkaynak Değeri	2.105.687.520

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

Konsorsiyum Lideri tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi için kullanılan verilerin ait olduğu güncel tarih farklı olduğu ve baz alınan şirket sayısında farklılıklar olduğu için bulduğumuz değer ile farklılık göstermektedir. Keza hazırlanan fiyat tespit raporunda FD/FAVÖK çarpanı ile bulunan özsermaye değeri 1.768,5 milyon TL düzeyindedir.

- 2) **FD / FAVÖK Çarpanı:** Bu çarpan değerinin hesaplanmasında yine yukarıda bahsettiğimiz nedenden ötürü AirBerlin hariç değerler baz alınmıştır. Buna göre yaptığımız hesaplama ait detaylar aşağıdaki gibidir:

TL	
FAVÖK	306.866.992
FAVÖK Çarpanı (Medyan)	10,5
Firma Değeri	3.222.103.416
Özkaynak Değeri	1.411.503.416

- 3) **F / K Çarpanı:** F/K çarpanı hesaplamasında net karda herhangi bir düzeltme yapılamadığı ifade edilmiştir. Bu nedenle yaptığımız çalışmada 2012 yıl sonu net kar rakamı baz alınmıştır. Buna göre yaptığımız hesaplama ait detaylar aşağıdaki gibidir:

TL	
Net Kar	126.000.000
F / K Çarpanı (Medyan)	15,5
Özkaynak Değeri	1.953.000.000

Bu üç çarpana göre hesapladığımız ağırlıklandırılmış özkaynak değerine ait bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

TL	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
FAVKÖK Çarpanına göre	2.105.687.520	40%	842.275.008
FAVÖK Çarpanına göre	1.411.503.416	40%	564.601.366
F/K Çarpanına göre	1.953.000.000	20%	390.600.000
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			1.797.476.374
Hisse Adedi			102.272.000
Birim Hisse Fiyatı			17,58

Sadece yurtdışı benzer şirket çarpanlarını baz olarak alarak yaptığımız hesaplamada birim hisse fiyatı 17,58 TL olarak hesaplanmaktadır. Buna göre konsorsiyum lideri tarafından hesaplanan 17,0-20,40 TL fiyat aralığının sadece taban seviyesinin düşük iskontolu olduğu söylenebilir.

- 4) **Yurtiçi Benzer Şirket:** Yurtiçi benzer şirket olarak fiyat tespit raporunda Türk Hava Yolları baz olarak alınmıştır. Ancak yukarıda dikkat çektiğimiz hususlar göz önüne alınarak THY'nin değerlendirme içindeki oranının düşük bir yüzde ile sınırlı tutulmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Leyent Mah. Gonca Sok./No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 038 010 4594

Şirket	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD/FAVKÖK
THYAO	7,5	1,6	7,4	7,5

Bu üç çarpana göre hesapladığımız ağırlıklandırılmış özkaynak değerine ait bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

TL	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
FAVKÖK Çarpanına göre	2.937.215.640	40%	1.174.886.256
FAVÖK Çarpanına göre	2.256.862.828	40%	902.745.131
F/K Çarpanına göre	947.195.197	20%	189.439.039

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	2.267.070.427
Hisse Adedi	102.272.000
Birim Hisse Fiyatı	22,17

V. Nihai Görüş

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan fiyat tespit raporunda FAVÖK değerinin tüm şirketleri finansman yöntemi (operasyonel ve finansal kiralama) anlamında aynı paydaya getirmediği ifade edilerek FD/FAVÖK çarpanına daha düşük ağırlık verildiği belirtilmiştir. Ancak, yaptığımız analizde AirBerlin hariç olarak alınan FAVÖK değerinin F/K'ya göre daha fazla anlam teşkil ettiği gerekçesi ile FD/FAVÖK çarpanına, FD/FAVKÖK çarpanı ile %40 olarak eşit ağırlık vermeyi daha uygun bulmaktayız.

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan fiyat tespit raporunda medyan hesabında yurtdışı ve yurtiçi benzer şirket çarpanları birlikte ele alınmıştır. Ancak şirketin gerek niceliksel olarak gerekse farklı işletme modeli anlamında THY ile birebir kıyaslanamaz oluşu nedeniyle yurtdışı ve yurtiçi benzer şirket çarpanlarına göre ayrı değerlendirilerek, nihai fiyatın hesaplamasında yurtdışı benzer şirket çarpanlarına daha fazla ağırlık verilmesinin daha sağlıklı bir sonuç vereceğini düşünmekteyiz.

Bu düşüncemize dayanarak yaptığımız değerlendirme sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TL	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanlarına göre	2.282.683.144	70%	1.597.878.201
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanlarına göre	1.797.476.374	30%	539.242.912

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	2.137.121.113
Hisse Adedi	102.272.000
Birim Hisse Fiyatı	20,80
İskontolu Özkaynak Değeri (%20)	16,72

Şirketin orta vadede filosunu genişletme amaçlı yatırımları ve uçuş noktalarını çeşitlendirmeye yönelik planları dikkate alındığında, büyüme potansiyeli yüksek olmakla birlikte, yukarıda ulaştığımız piyasa değeri çerçevesinde mevcut halka arz fiyat aralığının primli olduğunu düşünüyoruz.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Levent Mah. Gonca Sok. No: 22
 (Emlak Pasajı) Kat: Besiktas/İST.
 Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

Burada yer alan 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. Bu görüşler 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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Gonca Sok. No:22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594