

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı ilke kararına dayanarak Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Pegasus Hakkında

2012 itibarı ile yurt içi satış kanalları; %47.3 internet, %45.8 seyahat acenteleri, %1.3 seyahat acentelerinin global dağıtım sistemi, %3.1 çağrı merkezi, %2.5 diğer şeklindedir. Yurt dışı satış kanalları ise %32.5 internet, %52.9 seyahat acenteleri, %12.7 seyahat acentelerinin global dağıtım sistemi, %0.9 çağrı merkezi, %1 diğer kanallardır.

Filo 2012 sonu itibarı ile 40 adet uçağa sahiptir. 2013 ve 2014’de 2’şer adet yeni uçak filoya katılacaktır. Pegasus Airbus’tan 2022 yılı yılına kadar teslim edilmek üzere 75’i kesin, 25’i opsiyonlu olmak üzere 100 adet uçak almak üzere anlaşma imzalamıştır. Bu uçaklar filoya 2015’den itibaren katılmaya başlayacaktır. Airbus tipi uçakların operasyon maliyetlerini azaltacağı öngörülmektedir. Filo yaşı 2010 yılındaki 6.1 yıldan 2012’de 3.7’ye inmiştir.

Uçuş noktaları artmaktadır. 2010 yılında 24 olan yurtiçi uçuş noktası 2012’de 37’ye yükselmiş olup 2013’de 42’ye yükselmesi öngörülmektedir. Yurt dışı uçuş noktaları ise 2010 yılındaki 18’den 2012’de 23’e yükselmiştir. 2013 yılında yurt dışı uçuş noktalarının sayısının 29’a çıkması öngörülmektedir.

2008’de 4.4 milyon yolcudan 2012’de 13,6 milyon yolcuya yükselmiştir. 2008’de 2.5 milyon olan yurt içi tarifeli yolcu 2012’de 8.3 milyon yolcuya, 1.1 milyon olan yurt dışı tarifeli yolcu sayısı 4.8 milyon yolcuya yükselmiştir. Charter yolcu sayısı ise 2008’deki 0.8 milyon yolcudan 2012’de 0.5 milyon yolcuya gerilemiştir. 2008’de 235.294 olan uçak başına yolcu sayısı 2012’de 363.636’ya ulaşmıştır.

Arzedilen koltuk-km başına gider 4.2 euro’dur. Bu gider Türk Hava Yolları’nda 6.2 € cent, Easy-Jet’de 5.4 € cent ve Ryanair’de 3.2 € cent’dir. Yakıt hariç arzedilen koltuk-km başına gider Türk Hava Yolları’nda 4.2 € cent, Easy-Jet’de 3.8 € cent ve Ryanair’de 1.8 € cent’dir.

Yurt içi uçuşlardaki pazar payı 2008’deki %14 seviyesinden her yıl 3 puan artarak 2012’de %26’ya yükselmiştir. 2008’de %4 olan yurt dışı pazar payı 2012 itibarı ile %8 seviyesine ulaşmıştır.

2012 itibarı ile yolcuların %61’i yurt içi tarifeli yolcu, %35’i yurt dışı tarifeli yolcu ve %4’ü charter yolcusu iken gelirlerin %45’i yurt dışı tarifeli yolculardan, %35’i yurt içi tarifeli yolculardan, %6’sı charter yolcusundan %13’ü ise yan gelirlerden elde edilmiştir.

Yolcu başına gelir artmaktadır. Yurt içi tarifeli uçuşlarda 2010 yılında 63,2 TL olan yolcu başına gelir 2012 yılında 75 TL’ye yurt dışı tarifeli uçuşlarda ise aynı yıllar itibarı ile 141 TL’den 168 TL’ye yükselmiştir.

Fiziki büyüme, satış gelirlerine yansımaktadır. 2011 yılında %50 artan satış gelirleri 2012 yılında %21.99 oranında yükselmiştir. Amortisman hariç faaliyet giderleri 2011’de %55.6 artarken 2012’de faaliyet

giderlerindeki artış %10,14'de kalmıştır. EBİTDAR satış artışına ve faaliyet giderlerindeki artışın %10,14'de kalmasına bağlı olarak %98 artışla 198 milyon TL'den 392 milyon TL'ye yükselmesine neden olmuştur. 2011'de 112 olan finansal kiralama giderleri 2012'de 85 milyon TL'ye gerilemiş böylece %257 artışla EBITDA 86 milyondan 307 milyona yükselmiştir. Amortisman ve finansman giderleri düşüldüğünde Şirket 2012'de vergi öncesi 165.5 milyon TL, vergi sonrası 136.5 milyon TL kar açıklamıştır.

En önemli gider kalemi yakıt gideridir. 2012 itibarı ile operasyonel giderlerin %50'si yakıt gideridir (2010 ve 2011 sırası ile %41.4 ve %48.1). Şirket yakıt fiyatlarına ilişkin riskten korunmak için 12 aylık tahmini yakıt maliyetinin %60'a (%30'u zorunlu) kadar olan kısmı hedge etmektedir. Şirket 2013 yılı tahmini yakıt tüketiminin %47'sini hedge etmiştir.

Gelirlerin %45'i TL, %41'i euro, %9'u dolar cinsindendir. Giderlerin ise %57'si dolar, %25'i euro, %13'ü TL cinsindedir. Şirket dolar ihtiyacının tamamını euro, TL, sterlin ve İsviçre frankı fazlası üzerinden hedge etmektedir. 2013 yılı için dolar açık pozisyonunun %99'u hedge edilmiştir.

Fiyat tespit raporu hakkındaki genel görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda kullanılan veriler ulusal ve uluslar arası alanda geçerliliği olan kaynaklara dayandırılmıştır.
- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yatırımcının karar vermesini kolaylaştıracak niteliktedir.
- Şirketin güçlü yönleri açıklanırken buna dayanak olacak verilere de yer verilmiştir.
- Şirket büyümesini sağlayabilecek hedefler hem geçmiş performansı hem de gelecek planları ile desteklenmiştir. Büyümeyi destekleyici unsurlar neden ve sonuçları ile ayrıntılı olarak açıklanmıştır.
- Büyüme ile ilgili hedefler konulurken benzer şirketlerin bu konudaki performanslarının dikkate alındığı görülmektedir.
- Benzer şirketler seçilirken ne gibi kriterlerin dikkate alındığı raporda ayrıntılı şekilde yer almaktadır.
- Raporda kullanılan bazı terim ve kısaltmaların açıklanmamış olması raporun yatırımcılar açısından anlaşılabilirliğini azaltmaktadır (Örneğin, CASK, RASK, BYBO).
- Raporda benzer şirketlerle yapılan karşılaştırmalar net ve anlaşılır olmakla birlikte sadece Pegasus'un güçlü olduğu noktalara yer verilmiştir.

Fiyat tespit raporu değerlendirme bölümü ile ilgili görüşlerimiz

- Yapılan değerlendirme çalışmasında çarpanlar kullanılmıştır. Çarpanlar hesaplanırken seçilen şirketlerin neye göre seçildiği raporda ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.
- Değerlemede kullanılan finansal tablolara açık ve ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir.
- Şirket değerlendirme yöntemi olarak sadece çarpanlar kullanılmıştır. Değerleme yöntemi olarak nakit akımları yöntemlerinin kullanılması Pegasus gibi büyüme evresinde olan bir şirket için daha anlamlı fiyatlama sonuçları ortaya çıkarabilirdi.
- Halka arz sonrası iskonto oranı hesaplanırken kullanılan yöntem nedeni ile iskontolu hisse ihracının Şirket'in piyasa değeri üzerindeki etkisi göz ardı edilmiştir. Bunun hesaba katılması ile hesaplanan iskonto oranı mevcut rakamlardan daha düşük olmakla birlikte daha gerçekçi olacaktır.

Değerleme

Pegasus 20 adet hava yolu firmasının yer aldığı sektör ve 9 adet havayolu şirketinin yer aldığı benzer şirket İş Yatırım tarafından seçilen 3 adet farklı çarpana göre tarafımızca değerlendirilmiştir. Benzer şirketler seçilirken değerlendirme raporunda yer alan sınıflandırma makul gerekçeler içerdiği için aynen kullanılmıştır. Grup çarpanı bulunurken ise değerlendirme raporundan farklı olarak 3 farklı yöntem (medyan, ağırlıklı ortalama, geometrik ortalama) kullanılmıştır. Bunun yapılmasının nedeni fiyat tespit raporunun farklı yöntemler ile karşılaştırılarak test edilmesine olanak sağlamaktır.

Buna göre sektör çarpanları ve benzer şirket çarpanları aşağıda yer almaktadır:

Ad	Piyasa Değeri	Firma Değeri	F/K	FD/ FAVÖK	FD/ FAVKÖK
RYANAIR HOLDINGS PLC	20,729.0	21,829.7	14.2	8.6	7.9
INTL CONSOLIDATED AIRLINE-DI	12,709.7	17,863.6	m.d.	5.5	4.2
SOUTHWEST AIRLINES CO	17,161.1	17,489.4	22.8	5.7	4.9
DEUTSCHE LUFTHANSA-REG	15,810.8	20,995.4	7.0	3.6	3.5
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	3,842.1	11,880.5	9.7	7.2	6.2
KOREAN AIR LINES CO LTD	3,690.2	24,654.6	8.6	8.9	7.8
AIR FRANCE-KLM	4,954.2	23,535.8	m.d.	6.6	4.2
TURK HAVA YOLLARI AO	8,616.0	15,375.6	7.6	7.4	6.0
LATAM AIRLINES GROUP SA	17,409.1	32,549.1	204.4	17.1	12.2
AEROFLOT-RUSSIAN AIRLINES	3,172.9	6,313.3	8.0	7.7	m.d.
EASYJET PLC	12,504.6	12,719.2	24.0	10.6	8.7
JETBLUE AIRWAYS CORP	3,514.5	7,296.7	17.5	6.2	5.3
WESTJET AIRLINES LTD	5,831.0	4,631.0	14.1	4.7	3.6
SPIRIT AIRLINES INC	3,473.6	2,789.2	18.9	8.0	4.8
NORWEGIAN AIR SHUTTLE AS	2,392.1	3,610.5	16.6	14.5	6.3
VIRGIN AUSTRALIA HOLDINGS LT	2,023.8	3,916.9	m.d.	6.8	m.d.
AIRASIA BHD	4,715.3	8,349.3	4.3	8.2	7.6
GOL LINHAS AEREAS - PREF	3,027.7	6,363.9	m.d.	m.d.	27.9
TIGER AIRWAYS HOLDINGS LTD	929.1	1,497.1	m.d.	63.2	11.4
ALLEGiant TRAVEL CO	3,082.0	2,767.0	22.0	7.8	8.1
Sektör					
Ortalama			13.95	8.07	7.80
Geometrik Ortalama			12.39	7.54	6.73
Ağırlıklı Ortalama			10.65	8.04	6.88
Medyan			14.17	7.74	6.25
Maksimum			204.41	63.20	27.89
Minimum			4.27	3.61	3.45
Benzer Şirketler					
Ortalama			14.73	9.08	9.53
Geometrik Ortalama			12.94	8.77	8.14
Ağırlıklı Ortalama			14.14	8.31	8.43
Medyan			16.65	8.38	7.56
Maksimum			24.04	63.20	27.89
Minimum			4.27	6.22	4.80

i) Benzer şirketler gri ile boyanmıştır.

ii) Ağırlıklı ortalama ve geometrik ortalama hesaplanırken sarı ile işaretli rakamlar hesaplamaya dahil edilmemiştir.

iii) Ağırlıklı ortalama piyasa değerine göre hesaplanmıştır.

iv) Veriler 17.04.2013 tarihi itibarı ile Bloomberg'ten alınmıştır.

Yukarıda hesaplanan çarpan rakamları dikkate alınarak 3 farklı yöntemle göre hesaplanan Şirket piyasa değeri hesaplamaları aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Aşağıdaki tablolara göre halka arz öncesi Şirket'in piyasa değeri 1.615 milyon TL (geometrik ortalama yöntemi sektör) ile 2.025 (medyan yöntemi benzer şirketler) milyon TL arasında değişmektedir. Ortalama piyasa değerleri ise geometrik ortalama yöntemi ile 1.780 milyon TL, ağırlıklı ortalama yöntemi ile 1.818 milyon TL ve medyan yöntemi ile ise 1.843 milyon TL bulunmuştur. **Bulunan piyasa değerleri fiyat tespit raporundaki 1.751 milyon TL ile yakın sonuçlar vermektedir.**

GEOMETRİK ORTALAMA YÖNTEMİ		Çarpan		Piyasa Değeri		
PEGASUS A.Ş.	Veri	Sektör	Benzer Şirket	Sektör	Benzer Şirket	Ortalama
Net Kar	136,500,000	12.39	12.94	1,690,964,271	1,766,120,698	1,728,542,485
FD/VAFÖK	388,342,540	7.54	8.77	1,724,680,956	2,201,968,434	1,963,324,695
FD/FAVKÖK	391,628,752	6.73	8.14	1,430,335,944	1,983,499,000	1,706,917,472
Ortalama - PD				1,615,327,057	1,983,862,711	1,799,594,884

Nakit+MK	225,000,000
Toplam Finansal Borç	1,430,000,000
Net Borç	-1,205,000,000

Halka Arz Öncesi Hisse Başına Fiyat TL

HB - PD	21.54	26.45	23.99
---------	-------	-------	-------

Odenmiş Sermaye	75,000,000
Artırılan Sermaye	27,272,000
Halka Arz Sonrası Sermaye	102,272,000

AĞIRLIKLİ ORTALAMA YÖNTEMİ		Çarpan		Piyasa Değeri		
PEGASUS A.Ş.	Veri	Sektör	Benzer Şirket	Sektör	Benzer Şirket	Ortalama
Net Kar	136,500,000	10.65	14.14	1,453,502,450	1,929,632,967	1,691,567,708
FD/VAFÖK	388,342,540	8.04	8.31	1,918,310,789	2,020,970,661	1,969,640,725
FD/FAVKÖK	391,628,752	6.88	8.43	1,487,873,767	2,097,557,064	1,792,715,416
Ortalama - PD				1,619,895,669	2,016,053,564	1,817,974,616

Nakit+MK	225,000,000
Toplam Finansal Borç	1,430,000,000
Net Borç	-1,205,000,000

Halka Arz Öncesi Hisse Başına Fiyat TL

HB - PD	21.60	26.88	24.24
---------	-------	-------	-------

Odenmiş Sermaye	75,000,000
Artırılan Sermaye	27,272,000
Halka Arz Sonrası Sermaye	102,272,000

MEDYAN (ORTANCA) YÖNTEMİ		Çarpan		Piyasa Değeri		
PEGASUS A.Ş.	Veri	Sektör	Benzer Şirket	Sektör	Benzer Şirket	Ortalama
Net Kar	136,500,000	14.17	16.65	1,934,094,572	2,272,166,988	2,103,130,780
FD/VAFÖK	388,342,540	7.74	8.38	1,802,183,273	2,050,358,816	1,926,271,044
FD/FAVKÖK	391,628,752	6.25	7.56	1,243,115,534	1,753,826,369	1,498,470,951
Ortalama - PD				1,659,797,793	2,025,450,724	1,842,624,259

Nakit+MK	225,000,000
Toplam Finansal Borç	1,430,000,000
Net Borç	-1,205,000,000

Halka Arz Öncesi Hisse Başına Fiyat TL

HB - PD	22.13	27.01	24.57
---------	-------	-------	-------

Odenmiş Sermaye	75,000,000
Artırılan Sermaye	27,272,000
Halka Arz Sonrası Sermaye	102,272,000

Halka arz sonrasında oluşacak hisse fiyatına göre elde edilecek halka arz gelirlerinin Pegasus'un halka arz öncesi piyasa değerine eklenmesi ile aşağıda detayları yer alan halka arz sonrası piyasa değerleri tablosu hazırlanmıştır. **Bu tabloya göre Pegasus'un halka arz fiyatının %16,4 ile %19,2 arasında değişen oranlarda iskontolu olarak hesaplanmaktadır.**

Geometrik Ortalama Yöntemi ile Piyasa Değeri Halka Arz Sonrası TL

Şirkete Giren Halka Arz Geliri TL	Arz Fiyatı TL	Sektör	Benzer Şirket	Ortalama
463,624,000	17.00	2,078,951,057	2,447,486,711	2,263,218,884
490,896,000	18.00	2,106,223,057	2,474,758,711	2,290,490,884
518,168,000	19.00	2,133,495,057	2,502,030,711	2,317,762,884
545,440,000	20.00	2,160,767,057	2,529,302,711	2,345,034,884
556,348,800	20.40	2,171,675,857	2,540,211,511	2,355,943,684

Piyasa Değeri TL		Hisse Başı Fiyat TL	Arz Fiyatı TL	İskonto
Maksimum	2,540,211,511	24.84	20.40	-17.9%
Minimum	2,078,951,057	20.33	17.00	-16.4%

Ağırlıklı Ortalama Yöntemi ile Piyasa Değeri Halka Arz Sonrası TL

Şirkete Giren Halka Arz Geliri TL	Arz Fiyatı TL	Sektör	Benzer Şirket	Ortalama
463,624,000	17.00	2,083,519,669	2,479,677,564	2,281,598,616
490,896,000	18.00	2,110,791,669	2,506,949,564	2,308,870,616
518,168,000	19.00	2,138,063,669	2,534,221,564	2,336,142,616
545,440,000	20.00	2,165,335,669	2,561,493,564	2,363,414,616
556,348,800	20.40	2,176,244,469	2,572,402,364	2,374,323,416

Piyasa Değeri TL		Hisse Başı Fiyat TL	Arz Fiyatı TL	İskonto
Maksimum	2,572,402,364	25.15	20.40	-18.9%
Minimum	2,083,519,669	20.37	17.00	-16.6%

Medyan (Ortanca) Yöntemi ile Piyasa Değeri Halka Arz Sonrası TL

Şirkete Giren Halka Arz Geliri TL	Arz Fiyatı TL	Sektör	Benzer Şirket	Ortalama
463,624,000	17.00	2,123,421,793	2,489,074,724	2,306,248,259
490,896,000	18.00	2,150,693,793	2,516,346,724	2,333,520,259
518,168,000	19.00	2,177,965,793	2,543,618,724	2,360,792,259
545,440,000	20.00	2,205,237,793	2,570,890,724	2,388,064,259
556,348,800	20.40	2,216,146,593	2,581,799,524	2,398,973,059

Piyasa Değeri TL		Hisse Başı Fiyat TL	Arz Fiyatı TL	İskonto
Maksimum	2,581,799,524	25.24	20.40	-19.2%
Minimum	2,123,421,793	20.76	17.00	-18.1%

“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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.”