

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	78,70	FD/FAVÖK (Cari)	4,1x				
Uzun Vadeli Öneri	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	66,10	F/K (Cari)	5,8x				
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti		Sapma %			
(mn TL)	3Ç19	2Ç19	Çeyreksel %	3Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.117	2.630	57%	3.351	23%	3.996	3.959	3%	4%
Brüt Kar	1.781	557	220%	1.132	57%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	2.033	796	155%	1.343	51%	1.898	1.880	7%	8%
Net Dönem Karı	1.200	324	270%	742	62%	1.207	1.023	-1%	17%
Brüt Kar Marjı	43,3%	21,2%	22,1 yp	33,8%	9,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	49,4%	30,3%	19,1 yp	40,1%	9,3 yp	47,5%	47,5%	1,9 yp	1,9 yp
Net Kar Marjı	29,1%	12,3%	16,8 yp	22,2%	7 yp	30,2%	25,9%	-1,1 yp	3,3 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

### Beklentilerin üzerinde operasyonel performans (+)

Pegasus, 3Ç19'da beklentimize (1,2 mlr TL) paralel, piyasa beklentisinin %17 üzerinde yıllık %62 artışla 1,2 mlr TL net kâr açıkladı. Birim ve yan gelirlerin desteğiyle operasyonel performans beklentimizin bir miktar üzerinde gerçekleşirken, esas faaliyetlerden diğer giderler tahminimizin üzerinde seyrederek net kârın beklentimize paralel gerçekleşmesini sağladı. Operasyonel tarafta beklentilerin üzerinde gerçekleşen performansın ve piyasa beklentisinin üzerinde gelen net kârın hisse fiyatına olumlu yansımaları bekliyoruz. Ancak, Şirket hisselerinin yılbaşından bu yana endekse göre %155 pozitif ayrılarak olumlu beklentileri önemli ölçüde fiyatladığını düşünüyoruz, potansiyel olumlu etkinin sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Sonuçların ardından değerlendirme modelimizde yaptığımız revizyon sonrası hedef fiyatımızı 52,70 TL'den 78,70 TL'ye yükseltiyor, kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" ve uzun vadeli "TUT" önerimizi koruyoruz. Pegasus Yönetimi bugün TSİ 17:00'de bir telekonferans gerçekleştirecek.

- **Hacim ve yan gelirlerin desteğiyle güçlü ciro büyümesi** - Şirketin net satış gelirleri 3Ç19'da beklentimizin %3, piyasa beklentisinin %4 üzerinde yıllık bazda %23 artışla 4,1 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde Şirketin yolcu sayısı iç hatta yıllık %13 gerileyerek 4,1 mn olurken, dış hatta ise charter hariç %15 yükselişle 4,1 mn seviyesinde gerçekleşti. Beklentimize (86,5 €) paralel 86,3 € seviyesinde gerçekleşen dış hat birim yolcu gelirin karşılık, iç hat birim yolcu gelirlerinin beklentimizin (167,5 TL) üzerinde 178,5 TL ve misafir başına yan gelirlerin beklentimizin (15,6 €) üzerinde 16,7 € düzeyinde oluşması, cirodaki sapmada etkili oldu.
- **Beklentimizden güçlü operasyonel performans** - Şirketin 3Ç19'da toplam birim giderleri (y/y +%3) ve yakıt hariç birim giderleri (y/y +%7) beklentilerimize paralel sırasıyla 3,52€cent ve 2,21€cent seviyesinde gerçekleşse de, beklentimizden daha iyi iç hat birim gelir ve yan gelirler nedeniyle operasyonel kârlılıkta sapma yaşandı. Böylece Şirketin FAVÖK'ü 3Ç19'da beklentimizin %7, piyasa beklentisinin %8 üzerinde, yıllık bazda %51 artışla 2,03 mlr TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı beklentilerin 1,9 puan üzerinde, yıllık 9,3 puan artışla %49,4 oldu. Öte yandan, faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri 102,3 mn TL ile beklentimizin üzerinde gerçekleşirken, net finansman giderleri ise beklentimizin (240 mn TL) altında 224 mn TL düzeyinde oluştu. Bilanço tarafında ise, 2Ç19 sonu itibarıyla 6,7 mlr TL olan net borç pozisyonu 3Ç19 sonu itibarıyla 6,27 mlr TL'ye gerilerken, net borç/FAVÖK rasyosu 2,96x'dan 1,99x'a iyileşme kaydetti.
- **Değerleme ve öneri** - Sonuçların ardından 2019 yılına ilişkin ciro beklentimizi (10,4 mlr TL) korurken, FAVÖK beklentimizi %10 artırarak 3,17 mlr TL'ye ve net kâr tahminimizi %2 artırarak 967 mn TL'ye revize ediyoruz. Pegasus için 2020 tahminimizi baz alarak 4,5x hedef FD/FAVÖK çarpanına göre hesapladığımız revize hedef fiyatımız 78,70 TL olup (önceki: 52,70 TL), sunduğu %19 oranındaki getiri potansiyelini göz önünde bulundurarak tavsiyelerimizi koruyoruz (KVÖ: Endekse Paralel Getiri, UVÖ: TUT).

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	3Ç19	2Ç19	Çeyreksel %	3Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.117	2.630	57%	3.351	23%	3.996	3.959	3%	4%
SMM	-2.336	-2.074	13%	-2.220	5%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	1.781	557	220%	1.132	57%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-144	-148	-3%	48	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	1.638	409	300%	1.180	39%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	2.033	796	155%	1.343	51%	1.898	1.880	7%	8%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-330	-63	420%	-365	-10%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	1.308	346	278%	815	60%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	1.200	324	270%	742	62%	1.207	1.023	-1%	17%
Brüt Kar Marjı	43%	21%	22,1 yp	34%	9,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	49%	30%	19,1 yp	40%	9,3 yp	47,5%	47,5%	1,9 yp	1,9 yp
Net Kar Marjı	29%	12%	16,8 yp	22%	7 yp	30,2%	25,9%	-1,1 yp	3,3 yp

Bilanço (mn TL)	9A19	6A19	9A18		
Dönen Varlıklar	6.510	5.843	11%	5.490	19%
Hazır Değerler	3.925	2.987	31%	3.437	14%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	738	822	-10%	611	21%
Stoklar	86	75	14%	56	53%
Diğer Dönen Varlıklar	1.760	1.959	-10%	1.386	27%
Duran Varlıklar	13.254	12.921	3%	10.015	32%
Aktif Toplamı	19.764	18.764	5%	15.505	27%
KV Borçlar	4.758	5.012	-5%	3.120	52%
KV Finansal Borçlar	2.209	2.181	1%	1.346	64%
KV Ticari Borçlar	942	832	13%	813	16%
Diğer KV Borçlar	1.607	1.999	-20%	961	67%
UV Borçlar	10.244	9.801	5%	7.856	30%
UV Finansal Borçlar	7.985	7.523	6%	5.971	34%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	2.258	2.278	-1%	1.886	20%
Öz Sermaye	4.762	3.952	20%	4.529	5%
Pasif Toplamı	19.764	18.764	5%	15.505	27%
<b>Net Borç</b>	<b>6.269</b>	<b>6.717</b>	<b>-7%</b>	<b>3.880</b>	<b>62%</b>
Alacak Tahsilat Süresi	21	22		23	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	3	3		2	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	33	30		30	
Nakit Döndürme Süresi	-2	0		0	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.