

PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarihli bülteninde yayımlanan, Kurul Karar Organı'nın 12.02.2013 tarih ve 5/145 sayılı kararı'ndaki A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar'ın 7. maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. ("Pegasus" veya "Şirket"), 2012 yıl sonu itibarıyla sahip olduğu 40 adet uçaklık genç bir filo ve 2012 yılında taşıdığı toplam 13 milyon yolcu ile Türkiye'nin önde gelen düşük maliyetli havayolu şirkettir. Şirket, başta merkez üssü İstanbul Sabiha Gökçen olmak üzere, Türkiye'deki 4 farklı noktadan yurtdışı hatlarda toplam 41 ve yurtiçinde ise toplam 29 noktaya seferler düzenlemektedir. Gerek uçak filosunun büyümesi gerekse yeni uçuş noktaları eklemek suretiyle, 2006-2012 yılları arasında yolcu sayısında %31'lik bileşik yıllık büyüme oranı yakalayan Pegasus'un, yakın zamanda vermiş olduğu ve 2015-16 yıllarından itibaren filoya katılması planlanan 100 adetlik Airbus uçak siparişi ile birlikte, önümüzdeki dönemde de büyümesine devam edeceğini düşünmekteyiz.

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi:

Pegasus'un çıkarılmış sermayesinin 75.000.000TL'den 102.272.000TL'ye artırılması ve bu nedenle ihraç edilecek 27.272.000TL ve mevcut ortaklardan Esas Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 4.813.000TL olmak üzere toplam 32.085.000TL nominal değerli payların halka arzı planlanmaktadır. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması durumunda, Esas Holding A.Ş.'ye ait 3.209.000TL nominal değerli payların da dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Sermaye arttırımı ve ortak satışı içeren halka arz sonrasında şirketin %31,4'ünün (ek satış hakkı kullanılması durumunda %34,5'nin) halka açılması planlanmaktadır. Halka arz edilecek payların %10'unun Yurtiçi Bireysel Yatırımcılara, %10'unun Nitelikli Yatırımcılara, %10'unun Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılara, kalan %70'inin de Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmesi planlanmaktadır. İzahnamede yer alan bilgiye göre, payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile fiyat istikrarı işlemi yapılması planlanmaktadır.

Tablo 1: Halka Arz Özet Tablo

	Halka Arz'dan Önce Sahip Olunan Paylar		Halka Arz'dan Sonra Sahip Olunan Paylar (ilave payların satılmayacağı varsayımıyla)		Halka Arz'dan Sonra Sahip Olunan Paylar (ilave bütün payların satıldığı varsayımıyla)	
	Adet	Tedavüldeki pay yüzdesi	Adet	Tedavüldeki pay yüzdesi	Adet	Tedavüldeki pay yüzdesi
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 Koseoğlu	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 kısım	0	0.00%	32,085,000	31.37%	35,294,000	34.51%
Toplam	75,000,000	100.0%	102,272,000	100.0%	102,272,000	100.0%

Kaynak: Pegasus Halka Arz İzahnamesi

Değerleme hakkında özet bilgi:

Değerleme çalışmasında:

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

çarpanları kullanılarak benzer şirket analizi yapılmıştır.

Şirket düşük maliyetli havayolu iş modeline sahip olduğu için, benzer şirket analizinde geleneksel havayolları yerine benzer iş modeline sahip olan farklı ülkelerden 8 düşük maliyetli havayolu seçilmiştir. Bunlara ilaveten, Türkiye havacılık sektörüne ilişkin riskleri/fırsatları yansıtması açısından Türk Hava Yolları da incelemede dikkate alınmıştır. Değerleme çalışmasında geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş, sadece Pegasus'un en son açıklanan 31 Aralık 2012 tarihli finansal tabloları temel alınmıştır. Pegasus'un iştiraklerinden İzAir'in, "AirBerlin Türkiye" markası altında düzenlediği operasyonları durdurulmasına karar verilmiştir. Durdurulan operasyonun etkilerini ortadan kaldırmak için değerlendirme yapılırken Pegasus'un 31 Aralık 2012 tarihli finansal verilerinde geçmişe dönük FAVÖK ve FAVKÖK'de düzeltme yapılmıştır.

Tablo 2: Değerlemede Dikkate Alınan Finansal Veriler

	31 Aralık 2012
FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar)	306,9milyon TL*
FAVKÖK (Faiz, Amortisman, Vergi ve Operasyonel Kira Öncesi Kar)	391,6milyon TL**
Net Kar	126,3milyon TL
Net Borç	1.216,7milyon TL
Özkaynak Yöntemiyle Muhasebeleştirilen İştiraklerin Piyasa Değeri	-2,8milyon TL

* AirBerlin Türkiye operasyonları dahil 297,1milyon TL

** AirBerlin Türkiye operasyonları dahil 381,9milyon TL

Kaynak: Pegasus Fiyat Tespit Raporu

* Düzeltilmiş FD/FAVKÖK Çarpanı (2012 yılı)

Havayolu sektöründe uçak kiralaması yaygın bir uygulama olduğu için benzer şirketlerin karşılaştırılmasında "FD/FAVÖK" çarpanı yerine "Düzeltilmiş FD / FAVKÖK" çarpanı tercih edilmektedir. FAVKÖK hesaplaması için, FAVÖK'e şirketin yıllık operasyonel uçak kirası gideri eklenmektedir. Buna karşılık, bu uçak kiralamaları nedeniyle şirketin maruz kalması gereken ileri tarihli taahhütler dikkate alınarak da firma değeri üzerinde düzeltme yapılması gerekir.

Benzer şirket grubunun sahip olduğu medyan 9,1x (minimum 6,4x, maksimum 16,1x) Düzeltilmiş FD/FAVKÖK çarpanı değerlendirme için esas alınmıştır. Hesaplanan düzeltilmiş firma değeri üzerinden firma değeri hesaplamak için şirketin 2012 yılı operasyonel kiralama giderlerinin 7 katı çıkarılmıştır. Bu yöntemle göre hesaplanan özsermaye değeri 1.768,5milyon TL'dir. Ortalama Hisse Fiyatı tespitinde bu yöntemle %40 ağırlık verilmiştir.

* FD/FAVÖK Çarpanı (2012 yılı)

Benzer şirket grubunun sahip olduğu medyan 8,5x (minimum 6,3x, maksimum 111,5x) FD / FAVÖK çarpanı değerlendirme için esas alınmıştır. Bu yöntemle göre hesaplanan özsermaye değeri 1.373,9milyon TL'dir. Ortalama Hisse Fiyatı tespitinde bu yöntemle %20 ağırlık verilmiştir. Havayolu şirketlerinin ana faaliyetlerini sürdürmeleri için gerekli uçak finansmanındaki farklı modellerin (operasyonel veya finansal) karşılaştırılmasına olanak vermediği için, havayolu benzer şirket değerlemelerinde FD/FAVÖK çarpanını tercih edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda Halka Arza aracılık eden kuruluş tarafından bu çarpana daha düşük ağırlık verilmesi görüşüne katılıyoruz.

* F/K Çarpanı (2012 yılı)

Benzer şirket grubunun sahip olduğu medyan 15,2x (minimum 4,1x, maksimum 17,0x) F/K çarpanı değerlendirme için esas alınmıştır. Bu yöntemle göre hesaplanan özsermaye değeri 1.921,5milyon TL'dir. Ortalama Hisse Fiyatı tespitinde bu yöntemle %40 ağırlık verilmiştir.

Halka Arz Fiyat Aralığı:

Yukarıda belirtilen değerlendirme yöntemleri ve dikkate alınan ağırlıklara göre Pegasus için 1.750,8 milyon TL ortalama özsermaye değeri tespit edilmiştir. Belirtilen özsermaye değeri üzerinden belirli bir halka arz aralığı iskontosu (%12,6-%27,2) verilerek şirket için hisse başına 17,0TL–20,4TL hedef fiyat aralığı belirlenmiştir.

Özet Karşılaştırma Tablosu:

Pegasus için belirlenen 17,0TL-20,4TL hedef fiyat aralığı, şirketin halka arzdan sonraki sermayesi (102,3 milyon TL) dikkate alındığında, şirket için 1.739 milyon TL - 2.086 milyon TL aralığında piyasa değeri ifade etmektedir. Halka açılma suretiyle yapılacak sermaye artışı nedeniyle şirkete girecek nakit miktarının net borca etkisini dikkate alarak firma değerini tekrar hesaplamaktayız. Bu hesaplamada şirkete girecek nakit miktarı olarak, halka arz için belirlenen fiyatın halka arz edilen nominal hisse adedi ile çarpımı formülü kullanılmıştır (halka arz komisyon ücretleri dikkate alınmamıştır). Firma değeri hesaplamamızda sadece net borç dikkate alınmış ve ufak tutarlı (-2.8milyon TL) özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen iştiraklerin piyasa değeri dikkate alınmamıştır. Buna göre halka arz için belirlenen hedef fiyat aralığı, Pegasus için 2.492 milyon TL – 2.747 milyon TL aralığında firma değeri ifade etmektedir. Operasyonel kiralama nedeniyle taahhüt edilen bilanço dışı borçları dikkate alarak şirket için Düzeltilmiş Firma Değeri'ni de hesaplamaktayız. Bu hesaplamada, Halka Arz İzahnamesi'nin ekinde yayımlanan konsolide finansal tablolara ait dipnotlardaki "Not 23 - Taahhütler ve Zorunluluklar" başlığı altında yer alan iptal edilemez faaliyet kiralaması yükümlülüğünü (406,1 milyon TL) dikkate almaktayız. Buna göre halka arz için belirlenen hedef fiyat aralığı, şirket için 2.898 milyon TL – 3.153 milyon TL düzeltilmiş firma değeri ifade etmektedir.

Tablo 3: Fiyat Tespit Aralığının İfade Ettiği Şirket Büyüklükleri

	Alt Band	Üst Band
Fiyat Aralığı (hisse başına) – (a)	17,0TL	20,4TL
Toplam Hisse Adedi (halka arz sonrası) – (b)	102,3milyon	102,3milyon
Piyasa Değeri (c) = (a)x(b)	1.739milyon TL	2.086milyon TL
Net Borç (halka arzdan nakit girişi dahil) (d)*	753milyon TL	660milyon TL
Firma Değeri = (c) + (d)	2.492milyon TL	2.742milyon TL
Net Borç (halka arzdan nakit girişi ve bilanço dışı taahhütler dahil) (e)*	1.159milyon TL	1.066milyon TL
Düzeltilmiş Firma Değeri = (c) + (e)	2.898milyon YL	3.153milyon TL

* halka arz nakit girişi dahil net borç + 406milyon TL

Kaynak: Pegasus Fiyat Tespit Raporu, Pegasus Halka Arz İzahnamesi, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Pegasus'un halka arzdan sonra oluşan piyasa ve firma değeri hesaplamalarımızı dikkate alarak, halka arz aralığının ifade ettiği değerlendirme çarpanlarını tekrar hesaplamaktayız. Hesapladığımız bu çarpanlar ile benzer şirketlerin çarpanları aşağıdaki özet tabloda gösterilmiştir. Özet tabloda, halka arz eden aracı kuruluş tarafından seçilen düşük maliyetli havayolları listesi içinden sadece en önemli 2 tanesi olarak gördüğümüz Ryanair ve easyJet dikkate alınmıştır. Her ne kadar farklı iş modeline sahip olsalar da, aynı ülkenin aynı sektörde faaliyet gösteren iki havayolu şirketi oldukları için özet tabloda Türk Hava Yolları'na da yer verilmiştir.

Tablo 4: Fiyat Tespit Aralığının İfade Ettiği Şirket Çarpanları (2012 veya son 12 ay finansalları üzerinden)

	Pegasus		Ryanair*	easyJet*	Türk Hava Yolları**
	Alt Band	Üst Band			
Düzeltilmiş FD / FAVKÖK	7,4	8,1	8,3	9,1	6,6
FD / FAVKÖK	8,1	9,0	8,5	9,6	7,3
F/ K	13,8	16,5	14,0	16,2	7,6

* fiyat tespit raporunda yer alan 01.04.2013 tarihli veriler

** tarafımızca hesaplanan 16.04.2013 tarihli veriler

Kaynak: Pegasus Fiyat Tespit Raporu, Pegasus Halka Arz İzahnamesi, Yapı Kredi Yatırım Araştırma

Sonuç:

Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan Pegasus Fiyat Tespit Raporu'nda sadece 2012 yıl sonu finansal verileri temel alınmış ve geleceğe yönelik tahminlere raporda yer verilmemiştir. Aracı kuruluş tarafından seçilen benzer şirketlere ait düzeltilmiş FD/FAVKÖK, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına farklı ağırlıklar verilerek hesaplanan özsermaye değerine belirli bir halka arz aralığı iskontosu uygulanarak hisse için 17,0-20,4TL halka arz fiyat aralığı tespit edilmiştir. Hazırlanan fiyat tespit raporunun net, anlaşılır ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Bununla beraber, her ne kadar farklı iş modellerine sahip olsalar da; aynı ülkenin aynı sektörde faaliyet gösteren iki kuruluşu oldukları için yatırımcıların Pegasus'u yabancı havayollarından daha ziyade Türk Hava Yolları ile karşılaştırabileceklerini düşünmekteyiz. Bu bağlamda, Pegasus için belirlenmiş fiyat aralığının üst bandının ifade ettiği (2012 yılı baz alınarak hesaplanan) çarpanların Türk Hava Yolları'na göre yüksek prim içerdiği ve hızlı büyüme sürecinde olan Pegasus gibi şirketler için önümüzdeki yıllarda beklenen gelir ve kazanç (ve büyüme hızı) rakamları göz önüne alınarak yapılan çarpan analizi değerlemesinin 2012 yılı rakamlarından daha fazla önem arz ettiği hususlarını, yatırımcıların değerlendirmelerinde göz önünde bulundurmalarını tavsiye ederiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.



YAPı KREDİ YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.