



**HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI
SEKTÖRÜ DEĞERLENDİRMEMİZ
2015**

ARALIK 2014

HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI SEKTÖRÜ - 2015

DÜNYADA HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI

Havayolu taşımacılığı, dünya ticareti, ekonomik güven ve satın alma gücü açısından küresel büyüme tahminlerine oldukça duyarlı bir sektördür. IMF'nin büyüme beklentilerine bakıldığında; global büyümenin 2015 yılında 2014 yılına kıyasla 0,5 puan artması beklenmektedir, bu da sektör için 2015 beklentilerinin de güçlü kalmaya devam etmesini sağlamaktadır.

(%)	2014 (T)	2015 (T)
Global Büyüme	3,3	3,8
ABD	2,2	3,1
Euro Bölgesi	0,8	1,3
Japonya	0,9	0,8
Çin	7,4	7,1
Gelişen Ülkeler	4,4	5,0

Kaynak : IMF WEO, Ekim 2014

Küresel makro ekonomik görünüm havayolu trafiği açısından kritik önemde iken sektörün maliyet yapısı açısından da petrol fiyatlarının seyri oldukça önemlidir. Jet yakıtı fiyatlarıyla yüksek korele seyreden brent petrol için OPEC'in tahminleri küresel talebin 2015-2019 yılları arası ortalama %1,08 artarak devam etmesi yönündedir. Talepte düşüş beklentisi olmaması Uluslararası Enerji Ajansı'nın brent petrol fiyatında geri çekilmenin uzun dönemli olmayacağı öngörüsüne destek vermektedir.

Bununla beraber OPEC'in 27 Kasım tarihinde yapmış olduğu toplantıda günlük üretim kotasını 30 milyon varilde sabit tutması ve 2015 yılının ilk yarısı boyunca bu kotanın korunacağını açıklaması ile zaten ayı piyasasında olan petrol fiyatlarında devam eden düşüş hareketi de sektör açısından destekleyici bir görünüm arz etmektedir.

OPEC Petrol Talep Tahminleri (milyon varil/gün)					
	2015	2016	2017	2018	2019
Küresel Toplam Talep	92,3	93,2	94,1	95,0	96,0
Küresel Talep Değişimi (YoY)	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%

Kaynak : Dünya Petrol Görünüm 2014 Raporu, OPEC

Küresel ekonominin yüzde 3,3 büyüyeceği ve IATA tahminlerine göre küresel havayolu taşımacılığı sektörünün 2014 yılında yüzde 5,9 büyüyeceği varsayımı dikkate alındığında sektörün bu yıl da global büyümenin üzerinde performans gösterme eğilimini koruduğu söylenebilir.

Havayolu sektöründe büyüme rakamı son 20 yıl ortalaması olarak %5,5 seviyesindedir ve bu yılın IATA tahminlerine göre %5,9 ile tamamlanması hem 2011 yılından bu yana görülen en iyi büyüme rakamı anlamına gelecek hem de 20 yıllık ortalamanın da üzerinde bir performansa işaret edecektir.

HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI SEKTÖRÜ - 2015

Boeing Current Market Outlook 2014 raporuna göre;

2013-2033 yılları arası dünya ekonomisinin %3,2 büyümesi, global havayolu sektörü yolcu sayısının %4,2 artması, havayolu trafiğinin (RPK) %5,0 ve kargo trafiğinin (RTK) de %4,7 artması beklenmektedir.

Yani belirtilen 20 yıllık dönem içerisinde küresel havayolu taşımacılığı sektörünün dünya ekonomisinden daha iyi bir performans göstereceği tahmin edilmektedir. Bölgesel bazda ise sektöre dair 20 yıllık beklentiler yandaki tabloda verilmiştir.

2013-2033 Büyüme Hızları	Havayolu Yolcu Trafiği (%)	Havayolu Kargo Trafiği (%)
Asya Pasifik	6,3	5,2
Kuzey Amerika	2,9	1,6
Avrupa	3,9	2,9
Ortadoğu	6,4	5,4
Latin Amerika	6,2	4,8
CIS	4,4	2,2
Afrika	5,9	3,6

Kaynak : Boeing Current Market Outlook, 2014

Havayolu sektörüne vadeyi daraltarak bakacak olursak; IATA gelecek sene için yolcu trafiğinin yüzde 6,7, kargo trafiğinin ise yüzde 5,4 artması beklenmektedir. Bu da 2014 yılına göre sektörün hem yolcu hem de kargo taşımacılığı tarafında daha iyi bir performans göstereceği anlamına gelmektedir.

Küresel Havayolu Trafiği Tahminleri (2014-2017)				
	2014 (T)	2015 (T)	2016 (T)	2017 (T)
Yolcu Trafiği	5,9	6,7	6,6	6,3
Kargo Trafiği	3,1	5,4	5,1	4,2

Kaynak : IATA

Sektörün kargo tarafında da gelecek 5 yıllık döneme ilişkin iyimser beklentiler söz konusudur, 2014-2018 yılları arası IATA, sektörde yıllık ortalama yüzde 4,1 büyüme hızı beklemekte ve Orta Doğu ile Afrika'nın bölgesel olarak kargo taşımacılığı büyümesinde başı çekmesini beklemektedir.

Yine de görüşümüze göre; dünya ekonomisinde yavaşlama, ticaret kısıtlamaları, ebola vb salgın hastalıklarda artış, jeopolitik riskler, petrol fiyatlarında oynaklık, demiryolu ve deniz taşımacılığı ile rekabet unsurları hem IATA tahminlerinde hem de global beklentilerde aşağı yönlü risk yaratma potansiyeline sahiptir.

HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI SEKTÖRÜ - 2015

YURTIÇİNDE SEKTÖRÜN GÖRÜNÜMÜ

2004-2013 yılları arasını ele alan son 10 yıllık ortalamalara bakıldığında; Türkiye’de havayolu taşımacılığı sektöründe yolcu trafiğinde %14,2, kargo trafiğinde ise %9,5 seviyesinde ortalama büyüme hızları yakalanmıştır.

2014 yılının Ocak-Kasım döneminde ise, geçen yılın aynı dönemine göre Türk havayolu taşımacılığı sektöründe yolcu trafiğinde %10,9 ve yük trafiğinde %10,7 ile çift haneli büyüme performansından bahsetmek mümkündür.

	Ocak-Kasım 2014	2014/2013 Değişim (%)
Tüm Uçak Trafiği	1.238.158	8,8
Yolcu Trafiği	155.059.149	10,9
İç Hat	78.943.201	12,4
Dış Hat	76.115.948	9,5
Yük Trafiği	2.671.776	10,7
<i>Kaynak : DHMİ</i>		

DHMİ tahminlerine göre; 2015 yılında yolcu trafiğinin (yüzde 14,8 iç hatlar ve yüzde 7,3 dış hatlarda büyüme olmak üzere) yıllık bazda yüzde 11,1 artış kaydetmesi beklenmektedir. Kargo trafiğinde beklenti ise yüzde 5,5’lik bir büyümeye işaret etmektedir. DHMİ tahminleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Yurtiçi Uçak, Yolcu ve Yük Trafiği İstatistik ve Tahminleri	2013	Son On Yılda (2004- 2013) Ortalama Yıllık Artış (%)	2014 (T)	2015 (T)	2016 (T)	2017 (T)
Yolcu Trafiği	149.430.421	14,2%	168.018.217	186.600.710	204.789.203	223.019.189
- İç Hat	76.148.526	20,3%	84.501.004	97.010.136	107.218.322	117.449.797
- Dış Hat	73.281.895	10,2%	83.517.213	89.590.574	97.570.881	105.569.392
Yük Trafiği	2.595.317	9,3%	2.747.973	2.900.629	3.053.285	3.205.941
- İç Hat	744.028	12,3%	791.747	839.465	887.184	934.903
- Dış Hat	1.851.289	8,3%	1.956.226	2.061.164	2.166.101	2.271.038
Kargo Trafiği	731.962	9,5%	774.198	816.434	858.670	900.906
- İç Hat	100.097	3,9%	106.517	112.937	119.356	125.776
- Dış Hat	631.865	10,7%	667.681	703.497	739.313	775.130

HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI SEKTÖRÜ - 2015

Yolcu trafiği ve kargo trafiği için 2016 ve 2017 tahminleri de OVP ile kıyaslandığında Türkiye için beklenen büyüme hızlarının üzerinde görünmektedir.

Ek olarak, 2015 Yılı Programı'nda kamu sabit sermaye yatırımlarında yüzde 31 ile en yüksek pay ulaştırma sektörüne verilmiştir. Bu kapsamda da kamunun 2015 yılı planlamasında havayolu taşımacılığı sektörünün özel bir önem arz ettiğini söylemek mümkündür.

Programa göre; havayolu sektöründe 2015 yılında havalimanlarında toplam trafiğin 184 milyon yolcuya yükselmesi beklenmektedir ve 3. Havalimanı yapım çalışmaları devam ederken bir yandan da Hava Ulaşımı Genel Etüdü çalışmaları ile havayolu yatırımlarının devam edecek olması sektör açısından olumlu bir görünüm arz etmektedir.

- ✓ Türkiye'nin coğrafi olarak avantajlı konumu ve turistik bir cazibe merkezi olması,
- ✓ İlk etabının 2016 4.çeyrekte devreye alınması beklenen 3.Havalimanı'nın orta vadede oluşturduğu potansiyel,
- ✓ Düşen petrol fiyatları,
- ✓ Genç nüfus ve rekabetçi bilet fiyat yapısı nedeniyle havayolu seyahatine artan talep,
- ✓ Avrupa'ya kıyasla hala düşük havayolu seyahat ilgisi ve penetrasyonun yarattığı fırsat,

nedenleri ile gerek 2015 için gerekse de orta vadede havayolu taşımacılığı sektörünü, geçen sene de olduğu gibi, hikayesi olduğunu düşündüğümüz sektörler arasında değerlendirmeye devam ediyoruz.

- ✓ Küresel büyümede sert fren ve türbülans,
- ✓ Ebola, kuş gribi gibi salgın hastalıklar,
- ✓ Jeopolitik tansiyon,
- ✓ OPEC'in arz politikasını değiştirmesi ile petrol fiyatlarında düşüş eğiliminin sona ermesi,
- ✓ İç hat büyümesini dramatik şekilde azaltacak şekilde TL'yi zayıflatabilecek yurtdışı ekonomik şoklar,
- ✓ EURUSD paritesinde kayda değer sert geri çekilme,

unsurları ise sektör açısından önümüzde bulunan aşağı yönlü riskler olarak sıralanabilir.

Yine de düşük TL'nin etkisi turistik cazibeye katkı sağlaması ve yurtdışında yeni hat açılışları ile kompanse edilebilecekken EURUSD tarafından riskler ise Türk havayolu taşımacılığı sektöründe cironun büyük ölçüde (%39-40) Euro ve maliyet yapısının ise büyük ölçüde (%40) dolar cinsinden oluşmasından kaynaklanmaktadır.

HAVAYOLU TAŞIMACILIĞI SEKTÖRÜ - 2015

EURUSD'de öngörülmeven düşüşler maliyet yapısında bir bozulmaya neden olabileceken hem güç kazanırken doların petrolü de aşağı çekmesi beklentimiz hem de şirketlerin hedge mekanizmaları ile düşen petrol fiyatlarına bağlı olarak gerilemesi kaçınılmaz olan jet yakıt fiyatlarının sektöre nihayetinde pozitif yansımasını beklemekteyiz.

Ayrıca Türk Havayolları A.O, sektörde, yurtiçi talebe ve TL'ye daha az bağımlılık, düşen petrol fiyatları ve 2015 yakıt giderlerinin yüzde 30 civarında bir bölümünü hedge etmiş olması nedeniyle görüşümüze göre 2015 yılında göreceli olarak avantajlı bir konumda olacaktır. Bu noktada THY Başkanı Topçu'nun petrol fiyatlarında yüzde 1'lik hareketin 45 milyon dolar olarak yansıma açıklamasını ve bilet fiyatlarında indirim gidilebileceği açıklamasını, bu açıklamanın da yapıldığı tarihlerde brent petrol varil fiyatının 88 dolar seviyelerinde olduğunu hatırlatmak isteriz.

2015 yılı için en beğendiğimiz sektörler arasında ele aldığımız havayolu taşımacılığı sektöründe yolcu trafiğinde yüzde 9-10 bandında, kargo taşımacılığı trafiğinde ise yüzde 5 seviyesinde bir büyüme öngörmekteyiz.

PEGASUS

Pegasus; 30'u yurt içi, 56'sı yurt dışı olmak üzere toplam 36 ülkede 86 noktaya uçuş gerçekleştirmektedir. 2014'ün ilk dokuz ayında toplam 11 yurtdışı uçuş noktasını seferlerine dahil etmiştir. Bunlar; Frankfurt, Madrid, Kuveyt, Hamburg, Bahreyn, Cenevre, Prag, Mineralnye Vody, Budapeşte, Şarm El-Şeyh ve Hurgada'dır.

Filosunun genç olması, düşük maliyet yapısı ile giderlerini minimum seviyede kontrol edebilmesi fiyat politikasının tercih edilebilirliğini artırmaktadır. Arz edilen koltuk başına maliyeti %45 seviyelerine kadar az olabilmektedir. Yolcu gelirleri ve yan gelirlerin toplam içerisindeki payı %92'lere çıkmıştır.

2014'ün üçüncü çeyreğinden itibaren ortalama bilet fiyatları hem iyileşme kaydetmiş hem de yıllık bazda uzun bir süre sonra sınırlı da olsa euro bazında %2'lik artış kaydetmiştir. Bu gelişme doğal olarak FAVÖK oranının yükselmesine imkan vermektedir.

Petrol fiyatlarındaki düşüşe ve 2014 yılı ortalama %66 hedge oranı ile azalan maliyetlere karşın şirket bilet fiyatlarını aşağı çekmeyi düşünmemektedir. THYAO'nun Sabiha Gökçen havalimanında agresif tutumundan vazgeçmesinin bu kararda etkili olduğunu düşünmekteyiz.

Mevcut rotalara yapılacak frekans artışları 2015 büyümesindeki ana güç olacaktır. 2015 AKK büyüme tahminimiz %17 seviyesindeyken, doluluk oranı tahminimizde ise; şirketle paralel doğrultuda, hem yurt içi hem de yurt dışı oranlarının sabit kalmasını beklemekteyiz.

Pegasus Hava Taşımacılığı kendisine kesilen finansal kiralama işlemleri kapsamında 30.8 milyon TL re'sen ve 46.3 milyon TL vergi ziyai cezası için Maliye Bakanlığı ile uzlaşmaya varamadığını açıklamıştı. Söz konusu ceza mevcut yıllık net karın %47'sini ve mevcut piyasa değerinin %2.5'ini oluşturmasına karşın hisse üzerinde kısa süreli baskı yaratmıştı.

Biz bu baskının haksız olduğunu düşünmekteyiz. Çünkü düşen petrol fiyatlarının yarattığı olumlu trendin -ki finansallara kademeli olarak yansıyor ve uzun vadede şirket karlılığını besleyecektir- tek seferlik vergi cezasından çok daha önemli olduğunu düşünmekteyiz.

12 aylık hedef fiyatımız olan 39.40TL, yüzde 20 artış potansiyeline işaret etmektedir. Pegasus, benzerlerine göre 2015 F/K ve FD/FAVÖK açısından sırasıyla yüzde 25 ve yüzde 32 iskontolu işlem görmektedir.

PGSUS	2014 T	2015T
Satış Gelirleri	3.129	3.748
EBITDA	415	432
Net Kar	222	236
EV/EBITDA	8,1	7,3
F/K	15,2	14,3
PD/DD	2,5	2,1
MEVCUT DEĞER	33,80	
HEDEF DEĞER		39,4
YÜKSELİŞ POTANSİYELİ	16,57%	

TÜRK HAVA YOLLARI

Artan gelir verimliliği ve güçlü yolcu büyümesi (Birim yolcu geliri dolar bazında %2 artarken, birim gideri aynı seviyede kalmıştır.), yolcu başı gelirlerin 2014'ün üçüncü çeyreğinde yıllık bazda yükselişe geçmesi ve yakıt giderlerindeki azalma hem 2014'ün son çeyreğinin hem de 2015'in olumlu geçmesini sağlayacaktır.

THYAO'nun güncellenen filo planına göre, şirket koltuk kapasitesini yıllık ortalama %8,6 oranında büyütecektir. (2015 yılında 279 ve 2021 yılında 429 uçağa ulaşmayı hedeflemektedirler.) 2015 yılında yolcu sayısının %13'lük artışla 63 mn seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz. Hem yeni açılan hatlar sayesinde artan yolcu sayısı hem de döviz kurunda yükseliş gelirlere olumlu yansımaya devam edecektir.

Yakıt maliyetlerindeki %10 azalma FAVÖK'te %25 artışa neden olabilmektedir.

THY ve Lufthansa'nın eşit miktarda ortak olduğu SunExpress ile Lufthansa'nın iştiraki Eurowings düşük maliyetli uçuş konseptini uzun menzil uçuşlarda uygulamak üzere ortaklık kurmak için niyet mektubu imzalamışlardır. Euowings'in 23 adet Bombardier CRJ900S uçağı bulunmasına karşın filosunu tamamen Airbus A320S ile değiştirecektir.

Düşük maliyetli uçuş konseptinin uzun menzile uygulanmasının başarılı olması durumunda hedef değerimiz daha da yükselme imkanına sahiptir.

THY benzerlerine göre 2015 F/K ve FD/FVAÖK açısından sırasıyla %42 ve %13 iskontolu işlem görmektedir.

THYAO	2014 T	2015T
Satis Gelirleri	24.244	28.952
EBITDA	3.091	4.744
Net Kar	1.385	2.079
EV/EBITDA	5,9	4,4
F/K	9,3	6,5
PD/DD	1,6	1,4
MEVCUT DEĞER	9,40	
HEDEF DEĞER		11,5
YÜKSELİŞ POTANSİYELİ	22,34%	

Turkish Yatırım A.Ş.'nin diğer raporlarına;

www.turkishyatirim.com

www.turkborsa.net

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

<https://twitter.com/turkishfx>

<http://www.turkishfx.com/>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım, bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda 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. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.