

2023 özeti: Telekom sektörü oyuncularının finansal performansı, abone kontratlarında gerçekleştirilen fiyat geçişlerine bağlı olarak iyileşme göstermeye devam ediyor. Buna bağlı olarak 2023 yılında; Turkcell ve Türk Telekom yıllık bazda reel anlamda sırasıyla %15 ve %10'luk hasılat büyümesi gerçekleştirmiştir. FAVÖK büyümesi tarafında ise maliyet yapılarındaki farklılıklar ve fiyat yansıtma zamanlamalarına bağlı olarak değişkenlik gördük. Turkcell, 2023'te; %20'lik düzeltilmiş FAVÖK büyümesi gerçekleştirirken, Türk Telekom ise oldukça sınırlı şekilde %1'lik reel büyüme gerçekleştirebilmiştir. Net kâr tarafında ise güçlü operasyonların yanı sıra kaydedilen ertelenmiş vergi gelirleri sayesinde; Turkcell %83'lük, Türk Telekom ise %138'lik reel büyüme gerçekleştirmiştir. Geçtiğimiz yıllardan gelen güçlü bilanço yapısı ve fiyat geçişleri sayesinde, her iki sektör oyuncusunun da bilanço görünümünü sağlıklı bulmaya devam ediyoruz; Net Borç/FAVÖK rasyolarına baktığımızda iyileşme sürüyor. (Turkcell: ~0.7x, Türk Telekom: ~1.3x)

2024 Beklentileri: Türk Telekom 1Ç sonuçlarının ardından 2024 yılı beklentilerini korudu. Şirket, hasılat tarafında %11-13 reel büyüme beklerken, düzeltilmiş FAVÖK marjının ise %36-38 bandında (2023: ~%33.5) oluşmasını bekliyor. Operasyonel Yatırım Harcamaları'nın Hasılat'a oranının ise yaklaşık %27-28 bandında olması bekleniyor.

Turkcell 1Ç sonuçlarının ardından 2024 yılı beklentilerinde yukarı yönlü revizyona gitti. Şirket, hasılat tarafında düşük çift haneli reel büyüme beklerken, düzeltilmiş FAVÖK marjının ise ~%42 bandında (2023: ~%41) oluşmasını bekliyor. Operasyonel Yatırım Harcamaları'nın Hasılat'a oranının ise ~%23 bandında (2023: ~%20) olması bekleniyor.

5G İhalesine İlişkin Varsayımlar: 5G ihalesi nedeniyle sektörün Yatırım Harcamaları'nın önümüzdeki yıllarda önemli ölçüde yükselmesi bekleniyor. Bizim varsayımımız 4.5G ihalesinin bir miktar altında; 3,3 milyar EUR bandında bir ihale bedeli oluşması yönündedir. Beklenen 5G ihalesine ilişkin tahminlerimize dayalı senaryo analizi içeren finansal modelimizde detaylar mevcuttur. Turkcell için 1,3 milyar EUR, Türk Telekom için 0,75 milyar EUR 5G ihale bedeli varsayılmıştır. (Turkcell için s.2 ve Türk Telekom için s.3).

Turkcell için 146.95TL (Önceki: 99.68TL) ve Türk Telekom için 63.59TL (Önceki: 49.50TL) hedef fiyat belirliyoruz. Yüksek enflasyonlu dönemin sektör oyuncularının finansallarına belirgin negatif etkisinin başlangıcı olarak kabul ettiğimiz 2021 yıl sonundan 2023 yıl sonuna kadar Turkcell ve Türk Telekom hisseleri BIST100 göreceli %20 ve %29 negatif ayrışma göstermiştir. Son birkaç ayda ise sektör oyuncularının hisselerinde ivmelenme gördük. Buna bağlı olarak Turkcell ve Türk Telekom payları yıl başından günümüze sırasıyla %32 ve %38'lik Endeks Üzeri Getiri elde etmişlerdir. **Turkcell ve Türk Telekom 2025T 3.3x ve 2.9x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.** Göreceli olarak düşük enflasyon yılları olan 2015-2017 döneminde ise ortalama FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 5.9x ve 5.6x seviyesindeydi. %70 oranında İNA Yaklaşımı ve %30 oranında Piyasa Yaklaşımı ile değerlediğimiz sektör oyuncularının İNA yaklaşımından elde edilen değerlendirme tabloları ve finansalları sonraki sayfalarda sunulmuştur.

TURKCELL

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	İletişim Hizmetleri
Bloomberg / Reuters Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS
Fiyat (TL/hisse)	108,00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	146,95
Potansiyel Getiri	36%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	45,35-114,8
Piyasa Değeri (milyon TL)	237.600
Firma Değeri (milyon TL)	276.593
Fıllı Dolaşım PD (milyon TL)	128.304
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.200
Dolaşımdaki Paylar	%54
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%62,2
3 Ay Önce	%66,7

TÜRK TELEKOM

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	İletişim Hizmetleri
Bloomberg / Reuters Kodu	TTKOM.TI / TTKOM.IS
Fiyat (TL/hisse)	49,10
Hedef Fiyat (TL/hisse)	63,59
Potansiyel Getiri	30%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	19,11-52,85
Piyasa Değeri (milyon TL)	171.850
Firma Değeri (milyon TL)	223.021
Fıllı Dolaşım PD (milyon TL)	22.341
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	3.500
Dolaşımdaki Paylar	%13
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%18,5
3 Ay Önce	%22,5

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	14.354	16.100	18.446	50.240
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	732.515	808.188	850.026	1.364.587
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	49,1-52,35	47,26-52,85	39,58-52,85	19,11-52,85

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%1	%23	%64	%144
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%3	%10	%23	%48

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

Tablo 1: Turkcell - İndirgenmiş Nakit Akımları

TLmn	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Hasılat	107.117	168.162	230.464	296.665	370.274	443.920
% Büyüme	98,8%	57,0%	37,0%	28,7%	24,8%	19,9%
FAVÖK	43.878	71.002	99.213	128.708	160.926	193.133
% Büyüme	99,5%	61,8%	39,7%	29,7%	25,0%	20,0%
FAVÖK Marjı	41,0%	42,2%	43,0%	43,4%	43,5%	43,5%
FVÖK	12.579	29.136	47.495	70.182	97.714	127.111
Vergi Giderleri	-4.676	7.284	11.874	14.036	19.543	25.422
Vergi Oranı	-37,2%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%
VSNFK	10.063	21.852	35.622	56.145	78.171	101.689
VSNFK Marjı	9,4%	13,0%	15,5%	18,9%	21,1%	22,9%
Yatırım Harcamaları	33.950	47.477	102.608	143.491	148.207	109.941
Amortisman	31.299	41.865	51.718	58.527	63.212	66.021
İşletme Sermayesi Değişimi	-1.904	0	573	1.493	2.231	2.782
Serbet Nakit Akımı	9.316	16.240	-15.841	-30.313	-9.054	54.987
AOSM	52,2%	50,9%	36,5%	22,5%	17,7%	15,6%
İndirgeme Faktörü	1,00	0,66	0,49	0,40	0,34	0,29
İNA	9.316	10.760	-7.688	-12.008	-3.048	16.017
Toplam İNA	4.033					
Sonsuz Büyüme Oranı	10%					
Sonsuz Değer	962.920					
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	324.154					
Firma Değeri	328.188					
Net Borç	38.993					
Finansal Varlıklar	5.551					
Özsermaye Yöntemiyle Değerlenen Varlıklar	6.698					
Şimdiki Değer	301.444					
Hisse Adedi	2.182					
Hisse Başına Şimdiki Değer	138,14					
Hisse Fiyatı	108,00					
Getiri Potansiyeli	28%					

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Tablo 2: Türk Telekom - İndirgenmiş Nakit Akımları

TLmn	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Hasılat	100.185	157.851	216.330	279.320	349.297	418.740
% Büyüme	108,5%	57,6%	37,0%	29,1%	25,1%	19,9%
FAVÖK	33.523	57.490	82.179	109.579	136.796	163.712
% Büyüme	75,1%	71,5%	42,9%	33,3%	24,8%	19,7%
FAVÖK Marjı	33,5%	36,4%	38,0%	39,2%	39,2%	39,1%
FVÖK	-2.831	19.278	34.872	52.767	71.757	90.697
Vergi Giderleri	-12.991	4.819	8.718	10.553	14.351	18.139
Vergi Oranı	458,8%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%
VSNFK	-2.831	14.458	26.154	42.213	57.406	72.557
VSNFK Marjı	-2,8%	9,2%	12,1%	15,1%	16,4%	17,3%
Yatırım Harcamaları	25.704	42.078	65.596	92.898	100.046	103.247
Amortisman	35.477	38.213	47.307	56.813	65.038	73.015
İşletme Sermayesi Değişimi	467	4.034	2.187	2.439	2.609	2.680
Serbet Nakit Akımı	6.475	6.559	5.678	3.688	19.790	39.646
AOSM	39,8%	51,4%	36,9%	22,7%	17,8%	15,7%
İndirgeme Faktörü	1,00	0,66	0,48	0,39	0,33	0,29
İNA	6.475	4.333	2.739	1.450	6.604	11.440
Toplam İNA	26.566					
Sonsuz Büyüme Oranı	10%					
Sonsuz Değer	683.416					
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	228.063					
Firma Değeri	254.629					
Net Borç*	51.171					
Finansal Varlıklar	201					
Şimdiki Değer	203.659					
Hisse Adedi	3.500					
Hisse Başına Şimdiki Değer	58,19					
Hisse Fiyatı	49,10					
Getiri Potansiyeli	19%					

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Turkcell - Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	107.117	168.162	230.464	296.665	370.274	443.920
Satışların Maliyeti	-84.418	-123.575	-162.893	-200.896	-240.906	-279.058
Brüt Kar	22.699	44.587	67.570	95.769	129.367	164.862
Faaliyet Giderleri	-9.112	-13.968	-18.222	-23.456	-29.276	-35.098
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-4.766	-7.454	-6.894	-5.905	-5.739	-5.821
Faaliyet Gelirleri	8.821	23.164	42.455	66.408	94.353	123.942
FAVÖK	43.878	71.002	99.213	128.708	160.926	193.133
Finansal Gelir, net	-3.451	-759	-9.200	-13.906	-16.201	-16.340
Vergi Gideri	4.676	-5.231	-7.850	-10.074	-15.155	-20.990
Net Kar	10.563	15.692	23.551	40.297	60.619	83.960
Azınlık Payları	22	-70	-444	-1.049	-1.503	-2.006
Net Kar	12.554	15.622	23.107	39.248	59.116	81.954
Pay Başına Kazanç	5,71	7,10	10,50	17,84	26,87	37,25
Pay Başına Temettü	3,28	1,78	2,63	0,00	13,44	33,53

Turkcell - Büyüme Oranları	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış	98,8%	57,0%	37,0%	28,7%	24,8%	19,9%
FAVÖK	99,5%	61,8%	39,7%	29,7%	25,0%	20,0%
Net Kar	-4,4%	48,6%	50,1%	71,1%	50,4%	38,5%

Turkcell - Bilanço (milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	57.507	72.613	60.331	37.234	36.613	56.198
Ticari Alacaklar	12.769	20.045	27.472	35.363	44.138	52.917
Stoklar	622	910	1.200	1.480	1.775	2.056
Maddi Duran Varlıklar	76.690	82.302	117.571	165.730	229.622	273.542
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	67.325	67.325	82.946	119.751	140.854	140.854
Diğer Varlıklar	69.390	100.906	126.178	145.136	161.882	180.172
Toplam Varlıklar	284.303	344.101	415.698	504.695	614.884	705.738
Finansal Borçlar	96.750	131.462	165.764	206.396	243.375	267.445
Ticari Borçlar	16.309	23.874	31.017	37.696	44.534	50.811
Diğer Yükümlülükler	30.581	44.975	56.239	64.689	72.153	80.479
Özkaynaklar	140.663	143.790	162.678	195.914	254.822	307.003
Net Borç / (Nakit)	29.037	43.847	86.672	147.584	182.694	184.402

Turkcell - Finansal Göstergeler	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Özsermaye Karlılığı	7,5%	10,9%	14,5%	20,6%	23,8%	27,3%
FAVÖK Marjı	41,0%	42,2%	43,0%	43,4%	43,5%	43,5%
Net Kar Marjı	11,7%	9,3%	10,0%	13,2%	16,0%	18,5%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,2	0,3	0,5	0,8	0,7	0,6
Net Borç / FAVÖK (x)	0,7	0,6	0,9	1,1	1,1	1,0
KV Borçlar / Toplam Borçlar	31,1%	31,1%	29,9%	27,7%	26,7%	26,7%
Sermaye / Toplam Varlıklar	49,5%	41,8%	39,1%	38,8%	41,4%	43,5%
Cari Oran (x)	1,8	1,7	1,5	1,3	1,2	1,3
Nakit Kar Payı Ödemesi	58%	25%	25%	0%	50%	90%

milyon TL	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Net Satışlar	107.117	168.162	230.464	296.665	370.274	443.920
FAVÖK	43.878	71.002	99.213	128.708	160.926	193.133
Net Kar	12.554	15.622	23.107	39.248	59.116	81.954
Brüt Kar Marjı	21,2%	26,5%	29,3%	32,3%	34,9%	37,1%
FAVÖK Marjı	41,0%	42,2%	43,0%	43,4%	43,5%	43,5%
Net Kar Marjı	11,7%	9,3%	10,0%	13,2%	16,0%	18,5%
F/K (x)	7,7	15,2	10,3	6,1	4,0	2,9
PD/DD (x)	0,7	1,7	1,5	1,2	0,9	0,8
FD/FAVÖK (x)	2,9	4,0	3,3	3,0	2,6	2,2
FD/Satışlar (x)	1,2	1,7	1,4	1,3	1,1	1,0
Özsermaye Karlılığı	9%	11%	14%	20%	23%	27%
Temettü Verimi	7%	2%	2%	0%	12%	31%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Türk Telekom - Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	100.185	157.851	216.330	279.320	349.297	418.740
Satışların Maliyeti	-78.316	-103.906	-131.527	-158.549	-187.292	-213.173
Brüt Kar	21.869	53.944	84.804	120.771	162.005	205.568
Faaliyet Giderleri	-24.700	-34.667	-49.932	-68.005	-90.247	-114.871
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-2.027	-3.831	-2.326	-1.514	-1.974	-902
Faaliyet Gelirleri	-4.858	15.447	32.545	51.253	69.783	89.794
FAVÖK	33.523	57.490	82.179	109.579	136.796	163.712
Finansal Gelir, net	-15.280	-21.791	-14.129	-8.922	-10.401	-5.048
Vergi Gideri	12.991	6.019	-2.622	-9.722	-9.803	-14.178
Net Kar	16.422	17.263	26.292	40.217	49.580	70.569
Azınlık Payları	0	1	2	2	2	2
Net Kar	16.422	17.264	26.294	40.219	49.582	70.571
Pay Başına Kazanç	4,69	4,93	7,51	11,49	14,17	20,16
Pay Başına Temettü	0,00	1,23	1,88	0,00	7,08	18,15

Türk Telekom - Büyüme Oranları	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış	108,5%	57,6%	37,0%	29,1%	25,1%	19,9%
FAVÖK	75,1%	71,5%	42,9%	33,3%	24,8%	19,7%
Net Kar	297,1%	5,1%	52,3%	53,0%	23,3%	42,3%

Türk Telekom - Bilanço (milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.638	34.212	47.418	61.230	90.579	111.973
Ticari Alacaklar	15.354	24.191	33.754	44.358	56.442	68.826
Stoklar	1.523	2.021	2.558	3.084	3.643	4.146
Maddi Duran Varlıklar	87.434	90.663	60.246	95.201	129.067	158.146
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	63.688	64.325	113.030	114.161	115.302	116.455
Diğer Varlıklar	40.416	58.408	72.573	83.541	93.560	103.424
Toplam Varlıklar	224.053	273.820	329.579	401.576	488.592	562.970
Finansal Borçlar	75.803	103.000	128.865	158.523	185.922	204.310
Ticari Borçlar	16.223	21.524	29.437	38.128	48.161	58.369
Diğer Yükümlülükler	18.930	18.935	18.938	18.940	18.942	18.944
Özkaynaklar	113.096	130.361	152.338	185.984	235.566	281.346
Net Borç / (Nakit)	51.157	56.549	66.607	80.158	75.853	70.919

Türk Telekom - Finansal Göstergeler	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Özsermaye Karlılığı	14,5%	13,2%	17,3%	21,6%	21,0%	25,1%
FAVÖK Marjı	33,5%	36,4%	38,0%	39,2%	39,2%	39,1%
Net Kar Marjı	16,4%	10,9%	12,2%	14,4%	14,2%	16,9%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Net Borç / FAVÖK (x)	1,5	1,0	0,8	0,7	0,6	0,4
KV Borçlar / Toplam Borçlar	50,7%	50,7%	49,1%	46,1%	44,7%	44,7%
Sermaye / Toplam Varlıklar	50,5%	47,6%	46,2%	46,3%	48,2%	50,0%
Cari Oran (x)	0,8	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	25%	25%	0%	50%	90%

milyon TL	2023	2024T	2025T	2025T	2025T	2025T
Net Satışlar	100.185	157.851	216.330	279.320	349.297	418.740
FAVÖK	33.523	57.490	82.179	109.579	136.796	163.712
Net Kar	16.422	17.264	26.294	40.219	49.582	70.571
Brüt Kar Marjı	21,8%	34,2%	39,2%	43,2%	46,4%	49,1%
FAVÖK Marjı	33,5%	36,4%	38,0%	39,2%	39,2%	39,1%
Net Kar Marjı	16,4%	10,9%	12,2%	14,4%	14,2%	16,9%
F/K (x)	10,5	10,0	6,5	4,3	3,5	2,4
PD/DD (x)	1,5	1,3	1,1	0,9	0,7	0,6
FD/FAVÖK (x)	6,7	4,0	2,9	2,3	1,8	1,5
FD/Satışlar (x)	2,2	1,4	1,1	0,9	0,7	0,6
Özsermaye Karlılığı	14,5%	13,2%	17,3%	21,6%	21,0%	25,1%
Temettü Verimi	0,0%	2,5%	3,8%	0,0%	14,4%	37,0%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.