

**9A23 özeti:** Telekom sektörü 2022 yılında, yüksek enflasyon ortamında, uzun vadeli müşteri kontratlarından dolayı fiyat geçişlerini gerçekleştiremediği için zayıf bir performans sergilemesinin ardından, 9A23 itibariyle gerçekleştirdiği fiyat geçişlerine bağlı olarak iyileşme gösterdi. Buna bağlı olarak, Turkcell ve Türk Telekom yıllık bazda sırasıyla %71 ve %70'lik hasılat büyümesi gerçekleştirmiştir. FAVÖK büyümesi tarafında ise maliyet yapılarındaki hafif farklar ve fiyat yansıtma zamanlamalarına bağlı olarak farklılıklar gördük. Turkcell, 9A23'te %80'lik düzeltilmiş FAVÖK büyümesi gerçekleştirirken, Türk Telekom ise oldukça sınırlı şekilde %39'luk büyüme gerçekleştirebilmiştir. Net kârda da da buna bağlı olarak Turkcell %127'lik yıllık bazda büyüme gerçekleştirirken, Türk Telekom ise yalnızca %46'lık büyüme gerçekleştirebilmiştir. Buna karşın, geçtiğimiz yıllardan gelen güçlü bilanço yapısı sayesinde, zayıf geçen birkaç senenin ardından oluşan bilanço görünümünde bir miktar zayıflama olsa da borçluluk rasyolarını sağlıklı bulmaya devam ediyoruz. Net Borç/FAVÖK rasyosu, Türk Telekom'da yıllık bazda hafif yükselişle enflasyonist dönemin negatif etkilerinin henüz başlamadığı yıl olarak varsaydığımız 2021 yılındaki 1.1x'e kıyasla, Eyl23 itibariyle 1.6x seviyesine gelmiştir. Turkcell'de ise fiyat geçişlerinin daha önden yapılmasına bağlı olarak bu rasyo 1.1x seviyesinden 0.8x seviyesine düşmüştür.

**2023 ve 2024 beklentileri:** 2023 yılında; **Turkcell** hasılat tarafında %73 büyüme beklerken, düzeltilmiş FAVÖK'ünün ise yaklaşık 39 milyar TL olmasını hedefliyor. Hedeflenen FAVÖK seviyesi yıllık yaklaşık %77'lik büyümeye işaret ediyor. Operasyonel Yatırım Harcamaları'nın Hasılat'a oranının ise yaklaşık %22 (2022: ~%20 - 2021: ~%21) olması bekleniyor. Şirket'in 2023 beklentilerini Türkiye'de yaşanan depremin negatif etkilerini de göz önünde bulundurduğumuzda hafif pozitif olarak yorumluyoruz. **Türk Telekom** tarafında ise hasılatta %67-70 bandında yıllık büyüme beklenirken (UFYK hariç), 25,0-27,0 milyar TL bandında düzeltilmiş FAVÖK hedeflenmektedir. Yıllık büyümenin %31-41 seviyesinde sınırlı gerçekleşmesi bekleniyor. Yatırım Harcamaları'nda ise 19,0 - 21,0 milyar TL seviyesi öngörülüyor (2022: 14,0 milyar TL). Turkcell'le kıyasladığımızda, Türk Telekom özelinde kârlılık baskısının yılın ilk dokuz ayında devam ettiğini görüyoruz ancak üçüncü çeyrekte fiyat geçişlerinin yoğunlaşması sebebiyle bu negatif ayrışmanın artık sona erdiğini düşünüyoruz. 2024 yılı için sektör oyuncuları henüz beklenti yayımlamadı. Bizim beklentimiz Turkcell için %53'lük hasılat, %57'lik FAVÖK büyümesi iken, Türk Telekom için ise %49'luk hasılat ve %65'lik FAVÖK büyümesi şeklindedir. 2024 yılı için ortalama enflasyon beklentimizin %55 olduğu düşünülürse; model varsayımlarımızın muhafazakar olduğunu söyleyebiliriz. Sektör oyuncularının defansif iş ve bilanço yapısını, sanayi şirketlerinde gelecek birkaç yıl için oluşan belirsizlik ve zorlukları düşündüğümüzde Telekom sektörünün gelecek birkaç yıl için iyi bir yatırım fırsatı olduğunu düşünüyoruz.

**Turkcell için 90.49TL ve Türk Telekom için 42.00TL hedef fiyat belirliyoruz.** Yüksek enflasyonlu dönemin sektör oyuncularının finansallarına belirgin negatif etkisinin başlangıcı olarak kabul ettiğimiz 2021 yıl sonuna göre Turkcell ve Türk Telekom hisseleri BIST100 göreceli %20 ve %29 negatif ayrışma göstermiştir. **Turkcell ve Türk Telekom 2024T 2.9x ve 2.8x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.** Geçtiğimiz 3 yılda, enflasyonun yüksek seyrettiği dönemde, FD/FAVÖK rasyoları sırasıyla 3.4x ve 3.3x olurken, göreceli olarak düşük enflasyon yılları olan 2015-2017 döneminde ise ortalama FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 6.1x ve 5.8x seviyesindeydi. 2023 ve 2024 yıllarında, fiyat yansıtma zamanlamalarının da gerçekleşmesiyle sektör oyuncularının daha yüksek çarpanları hak ettiğini düşünüyoruz.

## TURKCELL

### ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

#### Şirket Raporu

##### Hisse Bilgileri

Sektör	İletişim Hizmetleri
Bloomberg / Reuters Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS
Fiyat (TL/hisse)	58,60
Hedef Fiyat (TL/hisse)	90,49
Potansiyel Getiri	54%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	29,98-59,41
Piyasa Değeri (milyon TL)	128.920
Firma Değeri (milyon TL)	159.917
Fıllı Dolaşım PD (milyon TL)	69.617
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.200
Dolaşımdaki Paylar	%54
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%69,2
3 Ay Önce	%72,7

## TÜRK TELEKOM

### ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

#### Şirket Raporu

##### Hisse Bilgileri

Sektör	İletişim Hizmetleri
Bloomberg / Reuters Kodu	TTKOM.TI / TTKOM.IS
Fiyat (TL/hisse)	24,96
Hedef Fiyat (TL/hisse)	42,00
Potansiyel Getiri	68%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	13,19-27,04
Piyasa Değeri (milyon TL)	87.360
Firma Değeri (milyon TL)	129.821
Fıllı Dolaşım PD (milyon TL)	11.357
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	3.500
Dolaşımdaki Paylar	%13
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%14,0
3 Ay Önce	%21,3

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	37.141	45.899	49.949	70.002
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	906.887	1.140.322	1.130.596	1.523.536
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	23,54-24,96	23,2-26,52	19,11-26,52	13,19-27,04

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%3	%6	%20	-%6
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%9	%18	-%9	-%30

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

Tablo 1: Turkcell - İndirgenmiş Nakit Akımları

TLmn	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Hasılat</b>	<b>93.885</b>	<b>143.600</b>	<b>202.261</b>	<b>272.331</b>	<b>334.972</b>	<b>395.602</b>
% Büyüme	74,3%	53,0%	40,9%	34,6%	23,0%	18,1%
<b>FAVÖK</b>	<b>39.529</b>	<b>62.132</b>	<b>88.546</b>	<b>120.080</b>	<b>147.912</b>	<b>174.829</b>
% Büyüme	79,7%	57,2%	42,5%	35,6%	23,2%	18,2%
FAVÖK Marjı	42,1%	43,3%	43,8%	44,1%	44,2%	44,2%
<b>FVÖK</b>	<b>26.719</b>	<b>44.588</b>	<b>56.498</b>	<b>86.682</b>	<b>108.392</b>	<b>133.257</b>
Vergi Giderleri	5.980	11.147	14.125	17.336	21.678	26.651
Vergi Oranı	22,4%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>VSNFK</b>	<b>20.740</b>	<b>33.441</b>	<b>42.374</b>	<b>69.346</b>	<b>86.713</b>	<b>106.605</b>
VSNFK Marjı	22,1%	23,3%	20,9%	25,5%	25,9%	26,9%
Yatırım Harcamaları	29.574	42.362	129.303	76.253	93.792	110.769
Amortisman	12.810	17.544	32.049	33.398	39.521	41.573
İşletme Sermayesi Değişimi	-747	-90	-2.254	881	-337	560
<b>Serbet Nakit Akımı</b>	<b>4.723</b>	<b>8.713</b>	<b>-52.627</b>	<b>25.610</b>	<b>32.778</b>	<b>36.850</b>
AOSM	38,9%	41,6%	25,0%	16,7%	14,0%	13,1%
İndirgeme Faktörü	0,72	0,51	0,41	0,35	0,31	0,27
<b>İNA</b>	<b>3.399</b>	<b>4.430</b>	<b>-21.414</b>	<b>8.929</b>	<b>10.022</b>	<b>9.966</b>
Toplam İNA	5,367					
Sonsuz Büyüme Oranı	8,0%					
Sonsuz Değer	695,388					
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	212,625					
<b>Firma Değeri</b>	<b>217.992</b>					
Net Borç*	30,357					
Finansal Varlıklar	2,244					
Özsermaye Yöntemiyle Değerlenen Varlıklar	1,185					
<b>Şimdiki Değer</b>	<b>197.630</b>					
Hisse Adedi	2,184					
<b>Hisse Başına Şimdiki Değer</b>	<b>90,49</b>					
Hisse Fiyatı	58,60					
Getiri Potansiyeli	54%					
<b>AOSM Hesaplaması</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>
Risksiz Faiz Oranı	42,5%	43,8%	24,5%	13,5%	10,3%	9,0%
Risk Primi	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>49,7%</b>	<b>50,9%</b>	<b>31,6%</b>	<b>20,7%</b>	<b>17,4%</b>	<b>16,2%</b>
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>44,5%</b>	<b>48,8%</b>	<b>29,5%</b>	<b>18,5%</b>	<b>15,3%</b>	<b>14,0%</b>
Borç Ağırlığı	66%	65%	70%	67%	65%	62%
Sermaye Ağırlığı	34%	35%	30%	33%	35%	38%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	20%	20%	20%
<b>AOSM</b>	<b>38,9%</b>	<b>41,6%</b>	<b>25,0%</b>	<b>16,7%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,1%</b>

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

Tablo 2: Türk Telekom - İndirgenmiş Nakit Akımları

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>TLmn</b>						
Hasılat	81.539	121.778	166.089	220.947	269.998	317.740
% Büyüme	69,7%	49,3%	36,4%	33,0%	22,2%	17,7%
FAVÖK	27.043	44.604	63.948	88.331	107.995	127.025
% Büyüme	41,2%	64,9%	43,4%	38,1%	22,3%	17,6%
FAVÖK Marjı	33,2%	36,6%	38,5%	40,0%	40,0%	40,0%
<b>FVÖK</b>	<b>15.771</b>	<b>29.829</b>	<b>45.037</b>	<b>63.409</b>	<b>80.933</b>	<b>96.655</b>
Vergi Giderleri	3.543	7.457	11.259	12.682	16.187	19.331
Vergi Oranı	22,5%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>VSNFK</b>	<b>12.228</b>	<b>22.372</b>	<b>33.778</b>	<b>50.727</b>	<b>64.746</b>	<b>77.324</b>
VSNFK Marjı	15,0%	18,4%	20,3%	23,0%	24,0%	24,3%
Yatırım Harcamaları	20.385	29.836	87.634	51.922	63.450	74.669
Amortisman	11.271	14.775	18.911	24.922	27.062	30.370
İşletme Sermayesi Değişimi	-275	-149	-164	-203	-182	-177
Serbet Nakit Akımı	3.389	7.460	-34.781	23.930	28.540	33.202
AOSM	39,5%	42,0%	25,4%	17,3%	14,6%	13,6%
İndirgeme Faktörü	0,72	0,50	0,40	0,34	0,30	0,26
<b>İNA</b>	<b>2.429</b>	<b>3.765</b>	<b>-14.000</b>	<b>8.212</b>	<b>8.549</b>	<b>8.757</b>
Toplam İNA	15.283					
Sonsuz Büyüme Oranı	8,0%					
Sonsuz Değer	566.772					
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	169.776					
<b>Firma Değeri</b>	<b>185.059</b>					
Net Borç*	38.048					
<b>Şimdiki Değer</b>	<b>147.011</b>					
Hisse Adedi	3.500					
<b>Hisse Başına Şimdiki Değer</b>	<b>42,00</b>					
Hisse Fiyatı	24,96					
Getiri Potansiyeli	68%					
<b>AOSM Hesaplaması</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>
Risksiz Faiz Oranı	42,5%	43,8%	24,5%	13,5%	10,3%	9,0%
Risk Primi	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>49,9%</b>	<b>51,2%</b>	<b>31,9%</b>	<b>20,9%</b>	<b>17,7%</b>	<b>16,4%</b>
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>44,5%</b>	<b>48,8%</b>	<b>29,5%</b>	<b>18,5%</b>	<b>15,3%</b>	<b>14,0%</b>
Borç Ağırlığı	63%	63%	67%	59%	57%	55%
Sermaye Ağırlığı	37%	37%	33%	41%	43%	45%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	20%	20%	20%
<b>AOSM</b>	<b>39,5%</b>	<b>42,0%</b>	<b>25,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>14,6%</b>	<b>13,6%</b>

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

Turkcell - Gelir Tablosu (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	25.137	29.104	35.921	53.879	93.885	143.600	202.261
Satışların Maliyeti	-17.084	-20.336	-25.230	-36.789	-58.175	-85.782	-127.758
Brüt Kar	8.054	8.768	10.691	17.090	35.710	57.817	74.503
Faaliyet Giderleri	-2.335	-2.123	-2.698	-4.219	-8.155	-12.042	-16.557
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	878	1.543	6.410	6.801	6.453	12.521	10.927
Faaliyet Gelirleri	6.596	8.189	14.403	19.672	34.008	58.296	68.872
FAVÖK	10.426	12.270	15.014	21.994	39.529	62.132	88.546
Finansal Gelir, net	-1.728	-1.132	-2.901	-13.489	-21.519	-37.833	-39.620
Vergi Gideri	-786	-387	490	3.516	-1.923	-8.982	-10.410
Net Kar	2.504	4.240	5.031	11.052	17.305	26.946	31.229
Azınlık Payları	742	-3	0	1	1	1	1
Net Kar	3.247	4.237	5.031	11.053	17.307	26.948	31.230
Pay Başına Kazanç	1,48	1,93	2,29	5,02	7,87	12,25	14,20
Pay Başına Temettü	0,37	1,18	0,57	1,02	3,93	6,12	0,00

Turkcell - Büyüme Oranları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satış	18,1%	15,8%	23,4%	50,0%	74,3%	53,0%	40,9%
FAVÖK	18,6%	17,7%	22,4%	46,5%	79,7%	57,2%	42,5%
Net Kar	15,0%	69,3%	18,7%	119,7%	56,6%	55,7%	15,9%

Turkcell - Bilanço (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.239	11.861	18.629	25.961	46.839	57.735	40.825
Ticari Alacaklar	3.138	3.482	4.332	6.742	11.747	17.968	25.308
Stoklar	178	204	261	278	439	647	964
Maddi Duran Varlıklar	12.458	13.903	18.003	21.904	31.962	46.853	62.210
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.308	12.368	14.662	17.742	24.448	34.375	116.272
Diğer Varlıklar	8.393	9.681	14.797	28.639	47.403	67.295	82.105
Toplam Varlıklar	45.715	51.498	70.683	101.265	162.838	224.873	327.684
Finansal Borçlar	20.306	21.586	36.778	53.854	88.753	119.937	190.585
Ticari Borçlar	2.953	3.706	5.038	7.822	13.736	20.254	30.165
Diğer Yükümlülükler	4.409	5.422	6.305	8.694	14.390	20.428	24.924
Özkaynaklar	18.046	20.785	22.562	30.895	45.959	64.254	82.010
Net Borç / (Nakit)	9.716	9.024	18.094	23.110	33.997	50.961	136.046

Turkcell - Finansal Göstergeler	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özsermaye Karlılığı	13,9%	20,4%	22,3%	35,8%	37,7%	41,9%	38,1%
FAVÖK Marjı	41,5%	42,2%	41,8%	40,8%	42,1%	43,3%	43,8%
Net Kar Marjı	12,9%	14,6%	14,0%	20,5%	18,4%	18,8%	15,4%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,5	0,4	0,8	0,7	0,7	0,8	1,7
Net Borç / FAVÖK (x)	0,9	0,7	1,2	1,1	0,9	0,8	1,5
KV Borçlar / Toplam Borçlar	37,6%	24,2%	24,1%	31,0%	33,8%	33,8%	25,5%
Sermaye / Toplam Varlıklar	39,5%	40,4%	31,9%	30,5%	28,2%	28,6%	25,0%
Cari Oran (x)	1,5	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,2
Nakit Kar Payı Ödemesi	25%	61%	25%	20%	50%	50%	0%

milyon TL	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	25.137	29.104	35.921	53.879	93.885	143.600	202.261
FAVÖK	10.426	12.270	15.014	21.994	39.529	62.132	88.546
Net Kar	3.247	4.237	5.031	11.053	17.307	26.948	31.230
Brüt Kar Marjı	32,0%	30,1%	29,8%	31,7%	38,0%	40,3%	36,8%
FAVÖK Marjı	41,5%	42,2%	41,8%	40,8%	42,1%	43,3%	43,8%
Net Kar Marjı	12,9%	14,6%	14,0%	20,5%	18,4%	18,8%	15,4%
F/K (x)	8,8	7,7	7,2	4,5	7,4	4,8	4,1
PD/DD (x)	1,6	1,6	1,6	1,6	2,8	2,0	1,6
FD/FAVÖK (x)	3,7	3,4	3,6	3,3	4,1	2,9	3,0
FD/Satışlar (x)	1,5	1,4	1,5	1,4	1,7	1,3	1,3
Özsermaye Karlılığı	18%	20%	22%	36%	38%	42%	38%
Temettü Verimi	3%	8%	3%	5%	7%	10%	0%

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

\*Yukarıdaki figürler olası enflasyon muhasebesi etkilerini içermemektedir. Uygulamanın 2022 ve 2023 yılı figürlerine olası etkisinin; hasılat ve FAVÖK üzerinde hafif pozitif yönlü olmasını, net kâr üzerindeki etkisinin ise artması muhtemel olan amortisman giderlerine bağlı olarak önemli seviyede negatif olmasını bekliyoruz.

Türk Telekom - Gelir Tablosu (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net Satışlar	23.657	28.289	34.273	48.043	81.539	121.778	166.089
Satışların Maliyeti	-12.298	-15.106	-19.404	-29.577	-50.959	-68.947	-87.742
Brüt Kar	11.359	13.183	14.868	18.465	30.580	52.832	78.347
Faaliyet Giderleri	-4.985	-5.607	-5.653	-8.641	-14.809	-23.003	-33.310
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-125	-113	-1.104	-523	-1.304	-2.278	-2.719
Faaliyet Gelirleri	6.248	7.464	8.111	9.301	14.467	27.551	42.318
FAVÖK	11.169	13.237	16.415	19.148	27.043	44.604	63.948
Finansal Gelir, net	-3.514	-3.662	-2.490	-7.465	-11.126	-19.327	-22.266
Vergi Gideri	-328	-624	141	2.298	4.610	3.149	-980
Net Kar	2.407	3.178	5.761	4.135	7.950	11.373	19.072
Azımlık Payları	0	0	0	0	0	1	2
Net Kar	2.407	3.178	5.761	4.135	7.950	11.374	19.074
Pay Başına Kazanç	1	1	2	1	2	3	5
Pay Başına Temettü	0,17	0,54	1,42	0,00	2,04	2,92	0,00

Türk Telekom - Büyüme Oranları	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Satış	15,8%	19,6%	21,2%	40,2%	69,7%	49,3%	36,4%
FAVÖK	32,4%	18,5%	24,0%	16,6%	41,2%	64,9%	43,4%
Net Kar	n.a	32,0%	81,3%	-28,2%	92,3%	43,0%	67,7%

Türk Telekom - Bilanço (milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.946	5.008	7.697	5.125	14.502	36.052	9.868
Ticari Alacaklar	5.768	6.203	6.582	8.758	14.865	22.200	30.278
Stoklar	252	249	440	683	903	1.349	1.840
Maddi Duran Varlıklar	14.710	16.065	18.974	29.950	44.403	59.244	79.973
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.328	12.137	14.332	17.729	21.925	22.144	70.138
Diğer Varlıklar	3.906	5.061	10.313	18.487	31.939	33.729	56.585
Toplam Varlıklar	39.909	44.723	58.338	80.732	128.538	174.719	248.683
Finansal Borçlar	20.783	21.235	29.803	41.920	61.117	82.591	129.108
Ticari Borçlar	4.392	5.294	7.729	9.469	16.070	24.001	32.734
Diğer Yükümlülükler	5.292	6.157	6.555	9.373	15.082	19.197	22.018
Özkaynaklar	9.443	12.037	14.250	19.970	36.269	48.931	64.823
Net Borç / (Nakit)	15.837	16.227	22.107	31.915	38.888	36.097	106.710

Türk Telekom - Finansal Göstergeler	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Özsermaye Karlılığı	25,5%	26,4%	40,4%	20,7%	21,9%	23,2%	29,4%
FAVÖK Marjı	47,2%	46,8%	47,9%	39,9%	33,2%	36,6%	38,5%
Net Kar Marjı	10,2%	11,2%	16,8%	8,6%	9,8%	9,3%	11,5%
Net Borç / Özsermaye (x)	1,7	1,3	1,6	1,6	1,1	0,7	1,6
Net Borç / FAVÖK (x)	1,4	1,2	1,3	1,7	1,4	0,8	1,7
KV Borçlar / Toplam Borçlar	30,8%	28,8%	23,9%	29,4%	51,4%	51,4%	39,4%
Sermaye / Toplam Varlıklar	23,7%	26,9%	24,4%	24,7%	28,2%	28,0%	26,1%
Cari Oran (x)	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9	1,1	0,7
Nakit Kar Payı Ödemesi	25%	59%	86%	0%	90%	90%	0%

milyon TL	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	23.657	28.289	34.273	48.043	81.539	121.778	166.089
FAVÖK	11.169	13.237	16.415	19.148	27.043	44.604	63.948
Net Kar	2.407	3.178	5.761	4.135	7.950	11.374	19.074
Brüt Kar Marjı	48,0%	46,6%	43,4%	38,4%	37,5%	43,4%	47,2%
FAVÖK Marjı	47,2%	46,8%	47,9%	39,9%	33,2%	36,6%	38,5%
Net Kar Marjı	10,2%	11,2%	16,8%	8,6%	9,8%	9,3%	11,5%
F/K (x)	7,7	8,2	4,7	9,7	11,0	7,7	4,6
PD/DD (x)	2,0	2,2	1,9	2,0	2,4	1,8	1,3
FD/FAVÖK (x)	3,1	3,2	3,0	3,8	4,7	2,8	3,0
FD/Satışlar (x)	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,0	1,2
Özsermaye Karlılığı	25,5%	26,4%	40,4%	20,7%	21,9%	23,2%	29,4%
Temettü Verimi	3,2%	7,2%	18,3%	0,0%	8,2%	11,7%	0,0%

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

\*Yukarıdaki figürler olası enflasyon muhasebesi etkilerini içermemektedir. Uygulamanın 2022 ve 2023 yılı figürlerine olası etkisinin; hasılat ve FAVÖK üzerinde hafif pozitif yönlü olmasını, net kâr üzerindeki etkisinin ise artması muhtemel olan amortisman giderlerine bağlı olarak önemli seviyede negatif olmasını bekliyoruz.

### **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.