

Mobil Telekomun Bitmeyen Cazibesi

■ Güçlü Gelir & Karlılık Büyümesi

Enflasyon muhasebesinin ticaret yapan şirketlerin operasyonel karlarına olumsuz etkisine karşın hizmet sektöründeki Turkcell FAVÖK marjı gelişimi, ciro artışı ve özsermaye genişlemesi itibarıyla bu geçişten olumlu etkilenmiştir. Muhasebesel etki yanında adeta temel tüketim maddesi gibi enflasyonu paket fiyatlarına yansıtıran büyüme ve karlılık kayıp yaşanmaması, mobil telekom sektörünü defansif kılmakta. Bunun sonucunda hızlanan kullanıcı başı gelir (ARPU) büyümesi, istikrarlı fiyat artışları, faturalı abonelerde yükseliş, dijital servisler ve techfinin de etkisiyle ciroda ve FAVÖK'de güçlü reel artış sağlamıştır.

■ Etkin Abone Kazanımıyla Güçlü Operasyonel Performans

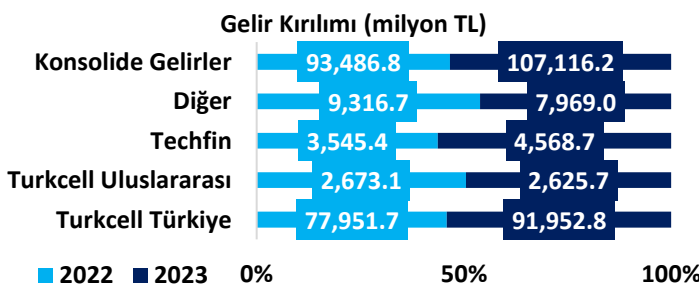
Tavizsiz fiyatlandırma stratejisini korumasına rağmen şirket mobil tarafta liderliğini korumakta. Turkcell Türkiye 2023 yılında, net 799k abone kazandı. Yıl boyunca brüt olarak mobil faturalı abonelerde 1,6 milyon kazanım gerçekleşirken, sabitte 173k, fiberde ise 169k yeni abone elde edildi. Grup gelirlerinin desteklenmesinde ciddi rol oynayan mobil ARPU %18 artarken düzeltilmiş FAVÖK %20 yükseldi. 2023'te 2 puana yakın artışla %41 seviyesinde gerçekleşen FAVÖK marjının bu yıl da artışını sürdürmesini bekliyoruz.

■ Techfin Büyümeye Açık

Techfin hizmetleri sunan Financell ve Paycell 2023 yılında büyümelerini sürdürmüştür. KOBİ, esnaf ve bireysel finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik ürünler sunan Financell'in kredi portföyü 2023'de %82 artışla 6,2 milyar TL'ye ulaştı. Paycell ise 2023 yılında kullanıcı sayısını %4 artırarak 8 milyon kişiye ulaştı. Paycell gelirlerinin bir kısmını mobil ödeme hizmeti oluştururken, geçen yıldan bu yana ağırlığını artıran POS çözümleri de büyüme desteklemiştir.

■ Cazip Değerleme

Şirketin abone kazanım momentumunu, güçlü ciro ve marj büyümesini beğeniyoruz. Güçlü turizmin roaming gelirlerini desteklemesini bekliyoruz. Yeni techfin ürünleri artan nesnelere interneti temasının potansiyeline inanıyoruz. Mobil telekomu yüksek enflasyon ortamında sığınılması gereken limanlardan olarak görüyoruz. Küresel benzerlerine kıyasla cazip çarpanları ve İNA'ya göre %80 yükseliş potansiyeli ile TCELL'i öneriyoruz.

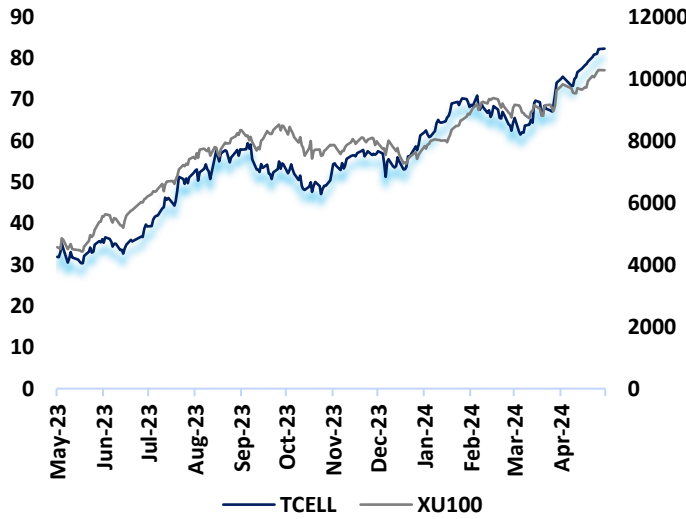


Kaynak: Pardus Portföy, Turkcell

TCELL

07.05.2024

Turkcell	
Tavsiye	AL
Halka Açıklık	54.00
Piyasa D. (USD mn)	5,563.58
Piyasa D. (TRY mn)	179,410,000,000
Hedef P. D. (TRY mn)	243,066
Hisse Fiyat (TRY)	81.55
Hedef Değ.(TRY)	146.45
Yukarı Potansiyel	78%
Ort. Hac. (TRY mn)	1,111.32
Firma D. (TRY mn)	204,645,665,000.00
En son bilanço	2023/12
Haftalık Getiri	1.68
Aylık Getiri	10.20
Yıllık Getiri	164.70
Haftalık Relatif	-0.14
Aylık Relatif	3.25
Yıllık Relatif	-0.57



Değerleme Çarpanları	2023	2024(T)	2025(T)	2026(T)
FD/SNA	13.9	7.3	5.7	4.7
FD/FAVÖK	4.3	3.05	2.37	2.01
NB/FAVÖK	0.54	0.38	0.29	0.25
F/K	14.3	15.5	12.0	10.2
F/DD	1.5	5.1	4.4	3.8
Özs. Kar.	11%	17%	18%	17%

Büyüme Y-Y	2023	2024	2025	2026
Satışlar	14.1%	55.0%	29.0%	12.5%
FAVÖK	18.1%	42.5%	29.0%	17.9%

Sena EKER
seker@a1portfoy.com
+90 212 371 43 37

Duygu DORAN
ddoran@a1portfoy.com
+90 212 371 43 36

Yatırım Teması

Telekom sektörünü, özellikle enflasyonist ekonomide mobil ürünlerin düşük talep elastikiyeti sebebiyle seviyoruz. Kontrat vadesi kaynaklı rotarlı yansıtıma rağmen temel ihtiyaçlardan olması sebebiyle fiyat artışlarının ihtiyari tüketim ürünlerine kıyasla doğrudan yansıtılabildiği Telekom sektörünü tematik olarak tercih ediyoruz. Mobil segmentte başta olan Turkcell'i modern dünyanın artan ihtiyaçlarına daha hızlı tepki vermesi, ürün gamının son kullanıcıya hitap etmesi, rakipsiz hızı ve kapsama alanı, ayrıca da daha cazip piyasa çarpanlarına baktığımızda tüm bu sebeplerden kaynaklı kardeşi Türk Telekom'a tercih ediyoruz.

Yılın ilk iki ayının verilerine baktığımızda Şubat ayında Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısının geçen yıla göre %23 artmasını 2024'ün başarılı geçeceğinin işareti olarak okuyoruz. Turkcell'in roaming gelirleri ve özellikle de mobil data cirosunun bu temadan olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Yerel tarafta resmi tatillerin bu yıl uzatılmaya uygun günlere karşılık gelmesi yurtiçi kullanıcıların paket aşımalarını ve veri tüketimlerini artırabilir. Erken rezervasyon akışının pozitif etkisi sürerken, Ramazan Bayramı'nın 9 güne uzatılmasının da şirketin 2Ç gelirlerini pozitif etkilemesini bekleriz.

Sektörde geçmişe kıyasla hafifleyen fiyat rekabetiyle birlikte müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılayan B2B gelirlerin payının artarak devam edeceğini öngörüyoruz. Şirketin abone kazanımında artışın ve mobil ARPU büyümesinin sürmesini bekliyoruz. Paycell ve Financell tarafındaki faaliyetlerde karlılığın devamını öngörüyoruz. Yaratıcı, kabul gören, yeni ürünler yaratma konusunda şirketin rakiplerinin önünde vizyoner olduğunu tecrübe ediyoruz. Veri işleme, veri analizi, veri saklama, sunucu barındırma, sunucu kiralama, bulut çözümleri ile bilgisayar programlama alanlarında Turkcell'in fark yaratmayı sürdürmesini bekleriz.

Turkcell'in Ukrayna'da faaliyet gösteren bağlı ortaklıklarının satışı için 525 milyon dolara anlaşılmış olup, kapanış sonrası nakit ve borçlar dahil olmak üzere yapılacak düzeltmeler çerçevesinde nihai satış bedeli belirlenecektir. Bu işlemin bu yıl içerisinde kapanıp şirketin nakit pozisyonunu desteklemesini bekleriz.

Katalistler

- 2024 yılında toplam net abone kazanımındaki artışın ve mobil ARPU büyümesinin devamını öngörüyoruz. Deprem etkisiyle önceki yılın düşük bazı da şirketin bu yılki büyüme performansını daha görünür kılacaktır.
- Karlılıktaki dengeli görünümün sürmesini ve gelirlerdeki yükseliş eğiliminin devamını bekliyoruz.
- Sektör genelinde yeni iş modellerinden yararlanmaması ile birlikte B2B gelirlerinin ciroya katkısının sınırlı olduğunu görüyoruz ancak Turkcell'in IoT, bulut güvenlik gibi modellerinden yararlanılmasını ve B2B gelirlerinde artışı destekleyeceğini düşünüyoruz.
- Enerji fiyatlarında yapılan indirimle birlikte 2026 yılı için önemli kalem olarak görülen enerji maliyetlerinin %65'ini karşılayacak yatırımların ciroya pozitif etkisini bekliyoruz. Bununla birlikte 2030 yılına kadar enerji tüketiminin %100'ünü yenilebilir enerji kaynaklarından sağlanması hedefine ulaşılması hedefini gerçekçi buluyoruz.
- Son dönemde hız kazanan yatırımcı konferanslarında Turkcell'in temsil edilmesi, şirkete yönelik yabancı ziyaretleri ve toplantı taleplerinin artmasını olumlu buluyoruz. Yabancı kurumsal portföy girişlerinin artmasını beklediğimiz önümüzdeki çeyreklerde Turkcell ön plana çıkarabilir.

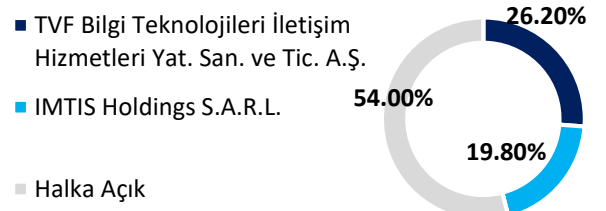
Riskler

- Sektörde dönemsel olarak artabilen fiyat rekabeti.
- An itibarıyla 6k uyuyla internet servisi sağlayan Starlink nihayetinde 42k adet uyuyla küresel kapsama hedefliyor. Aylık 120 dolar nispeten yüksek ücreti ilerde makulleşirse telekom operatörlerine rakip olabilir.
- Asgari ücrette olası bonkör artışlar.
- Ukrayna tarafı kayıp hanesine yazıldı. Barış sağlandıktan sonra duruma bağlı olarak ayrılmış olan karşılıkların geriye döndürülmesi ihtimali bizce bilakis bir fırsat yaratmakta.

Şirket Geçmişi

Turkcell, Şubat 1994 itibarıyla Turkcell Türkiye'nin ilk GSM ağı olarak hizmet vermeye başlamıştır. Yerleşik, entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri vermektedir. Tüketicilere mobil ve sabit şebekeleri üzerinden ses, data, TV hizmetleri ve katma değerli bireysel ve kurumsal servisler sunmaktadır. 1 Temmuz 2000'de Borsa İstanbul ve New York Stock Exchange'de eşzamanlı olarak işlem görmeye başlamıştır.

Ortaklık Yapısı



İçindekiler

- A. Turkcell Stratejik Vizyonu ve Finansal Gelişimi
- B. Telekomünikasyon Sektörüne Bakış
- C. Projeksiyonlar & Değerleme
- D. Finansal Tablolar
- E. Sorumluluk Beyanı

A. Turkcell Stratejik Vizyonu

Turkcell Şubat 1994'te kurulmuş bir mobil iletişim ve teknoloji hizmeti veren bir şirkettir. Şirketin hisseleri 1 Temmuz 2000 yılında Borsa İstanbul'da ve New York Stock Exchange'de (NYSE)'de işlem görmeye başlamıştır. NYSE'ye kote olan tek Türk şirkettir.

1999 yılında %100 iştiraki olarak hizmet veren Kuzey Kıbrıs Turkcell mobil operatör ve sabit internet alanlarında faaliyet göstermektedir. Ukrayna'da %100 hisseye sahip olduğu Lifecell ile Şubat 2005 yılından bu yana mobil iletişim hizmeti vermeye devam etmektedir. Turkcell 2008 yılında Belarus'taki BeST hisselerinin 80'ini Belarus Cumhuriyet Devlet Varlık Komitesinden alırken 2022 yılı Aralık itibarıyla da %100 sahiplik oranına çıkmıştır.

Artan veri tüketiminin de etkisiyle birlikte hanehalkı bilişim teknoloji kullanım araştırmasına göre Türkiye'de internete erişim imkanı olan hane oranı %95,5 oldu. İnternet kullanım oranı, 16-74 yaş grubundaki bireylerde 2022 yılında %85,0 iken 2023 yılında %87,1 oldu. Dünya ortalaması şimdilik %65.70 seviyelerinde seyretse de dijitalleşen dünyamızda bunun artmasını bekliyoruz. Statista verilerine göre; 2029 yılına kadar 1,1 milyar kullanıcı artışı öngörülmektedir. Artarak devam eden bu trendin 2029 yılında 7,3 milyar kullanıcı ile zirve noktasına ulaşacağı tahmin ediliyor.

Sektörde devam eden agresif rekabete rağmen müşterilerinin ihtiyaçlarını baz alan değer teklifleri istikrarlı fiyatların, B2B gelirlerin payının artarak devam edeceğini öngörüyoruz. Sektörde devam eden yüksek rekabet ortamında abone kazanımında artışın ve mobil ARPU tarafında büyümenin devamını bekliyoruz.

Paycell ve Financell tarafındaki faaliyetlerde büyüme ve karlılığın devamını bekliyoruz. Teknoloji ve finansın birleştiği alanlar dışında veri işleme, veri analizi, veri saklama, sunucu barındırma, sunucu kiralama, bulut çözümleri ile bilgisayar programlama alanlarında da büyüme potansiyelinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin Finansal Gelişimi

Şirket başarılı öyküsünün büyük kısmının Turkcell Türkiye'de faturalı abone sayısının artmasından sağlıyor olsa da istikrarlı fiyatlama stratejisinin kullanılmasıyla birlikte techfin işinin verimli oluşu, dijital servislerin de katkısıyla 2023 yılı itibarıyla gelirlerini %14,6 oranında artırarak 107,1 milyar TL'ye yükseltmiştir.

Grup gelirlerinin %86'lık gibi büyük bir bölümünü Turkcell Türkiye oluşturmaktadır. Abone kazanımı sürerken üst paketlere evirme aksiyonlarının başarıyla sonuçlanması neticesinde Turkcell Türkiye gelirleri %18 artış göstererek 91,953 milyon TL'ye yükselmiştir.

Turkcell Uluslararası (Ukrayna hariç) grup gelirlerinin %2'sini oluşturmaktadır. Turkcell Uluslararası gelirleri %1,8 azalışla 2.626 milyon TL olmuştur.

Techfin gelirlerinin %4'ünü oluşturmaktadır. Techfin gelirleri %28 artışla 4.569 milyon TL'ye yükselmiştir. Paycell gelirlerinde %28,6'lı,Financell gelirlerindeki %27,7 büyüme sayesinde bu güçlü performans gerçekleşmiştir. TOGG'un %23 ortağı olan şirket özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların altında karını izlemektedir.

Techfin'in parlayan yıldızı Paycell, çatısı altında sunduğu hizmetleri ve ürünleri geliştirmeye devam ediyor. 22.420 üye iş yerine servis ve ürün sunan Paycell ticari işletmeler için Android POS ve Sanal Pos ürünlerinin yanında, e-ticaret olanak sağlayan pazaryeri çözümü Paycell Vitrin ve uzaktan kredi kartı ile güvenli ödeme alabilmeye yarayan Paycell Linkle gibi alternatifler de sunmakta. Paycell GİB tarafından ilk Andorid POS cihazı olma özelliği taşıyor. Tahsilat, stok takibi ve e-fatura süreçlerini tek bir platform üzerinden sunması maliyet ve verimlilik açısından önemli bir katalist. Paycell gelirlerini %28,6 artırırken FAVÖK marjı %42,5 seviyesinden gerçekleşti. 3-ay aktif kullanıcı sayısı 8,0 milyona ulaştı. Financell finansman kredisi çözümlerini sürdürürken 2023 itibariyle GES kredisi, mobilya, beyaz eşya gibi farklı alanlarda da önerilerini hayata geçirmiştir. Alışveriş kredileri ikinci el araç kredilerinde de derinleşmektedir. 2020 yılından bu yana dijital dönüşüm alanında 100'e yakın dönüşüm finansmanı kredisi kullandırmıştır. Altyapı güçlendirmelerinin de etkisiyle yeni sigorta şirketi Turkcell Dijital Sigorta A.Ş. Haziran 2023'te faaliyetlerine başlamıştır.

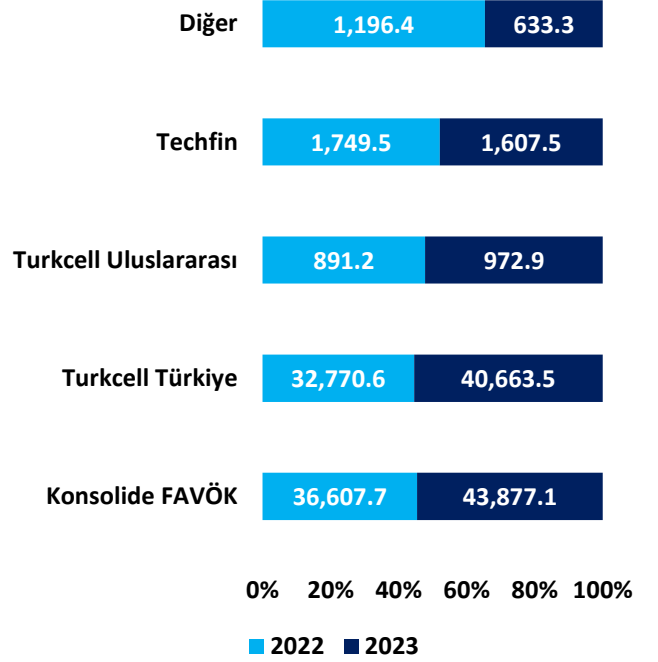
Mobil yaşamın sigortacısı olma vizyonu ile Turkcell Dijital Sigorta A.Ş. Wiyo markasıyla müşterilerin sigortacılık süreçlerini yürütmek adına çalışmalarına başlamıştır. Kredim Güvende ile Financell kredilerinin ilk ürünü olmuştur diyebiliriz.

Satış maliyetlerinin gelir oranına bakıldığında 2022'de %52,5 olan bu oranın 2023 yılında %49,6'a gerilediği görülmektedir.

Bu kalemdeki gerilemenin artan personel giderlerine rağmen temel olarak azalma sebebi enerji ve satılan malın maliyetindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. Genel yönetim giderleri tarafında ise 2022 yılında gelire oranı %2,8 iken 2023 yılında %3,2'ye yükselmiştir. Bu artışın ana nedeni personel giderlerinin yükselmesidir.

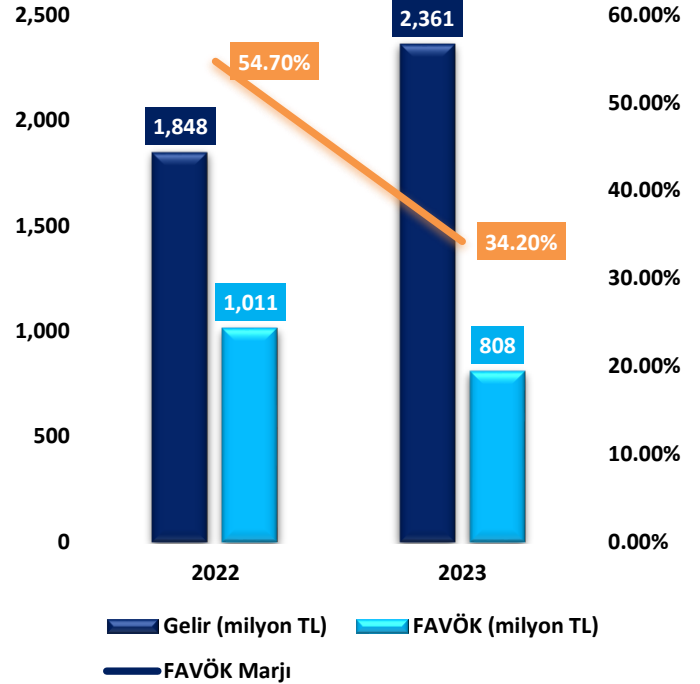
Yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde enerji fiyatlarındaki indirimin etkisi ile personel maliyetleri dengelenerek FAVÖK 2023 yılında %20 artışla 44 milyar TL seviyesinden gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise 2 puan iyileşme ile %41'e tırmanmıştır.

FAVÖK Kırılımı (milyon TL)



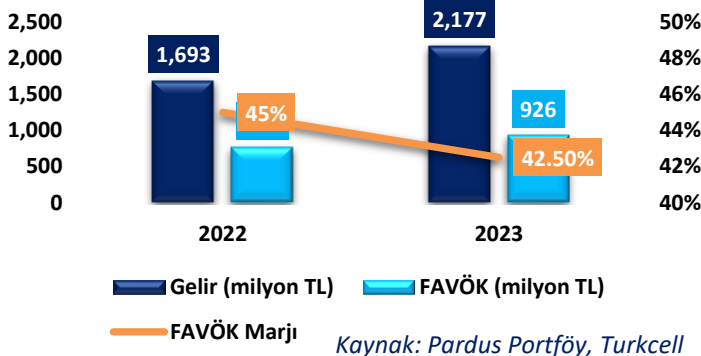
Kaynak: Pardus Portföy, Turkcell

Financell



Kaynak: Pardus Portföy, Turkcell

Paycell



Kaynak: Pardus Portföy, Turkcell

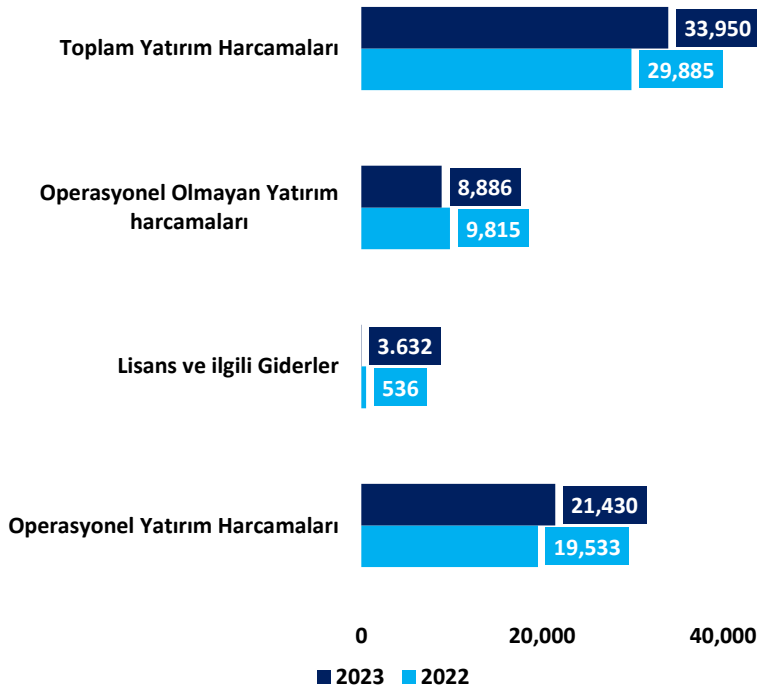
2022 yılında Turkcell Türkiye FAVÖK'ü 32,8 milyar TL iken 2023 yılında %24 artışla 40,7 milyar TL'ye yükselmiştir.

2022 yılında Turkcell Uluslararası (Ukrayna hariç) FAVÖK'ü 891 milyon TL'den 2023 yılında %9,2 artarak 973 milyon TL seviyesinden gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise 2022 yılında %33 seviyesinden 2023 yılı itibarıyla %37 seviyesine yükselmiştir. Hem yerel hem küresel tarafta büyümenin marjlar artarken devam etmesi telekomun özellikle de mobil taraftaki düşük talep elastikiyetini ortaya koymakta.

Techfin'in FAVÖK'ü yıllık %8,1 azalarak 2023 yılında 1,6 milyar TL'den gerçekleşmiştir. 2022 yılı FAVÖK marjı %49,3 seviyesinden 2023 itibarıyla %35 olarak gerçekleşmiştir. Techfin tarafındaki yıllık bazdaki bu negatif havanın temel sebebi Financell tarafındaki fonlama maliyetinin geçtiğimiz yıla göre artmış olması olmuştur. Bu yılın ikinci yarısında faiz oranlarının stabilize olmasıyla marjların toparlanmasını bekleriz.

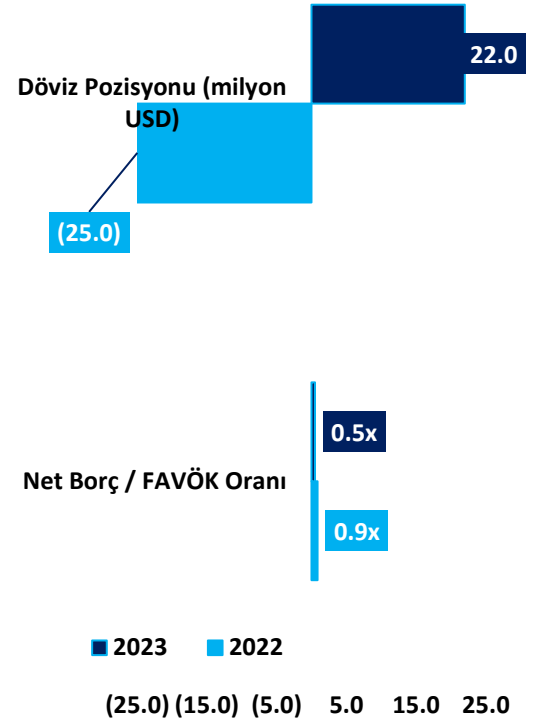
Şirketin, nakdi varken 2023 yılında kurun pozitif etkisiyle 7 milyar TL artarak 50 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Konsolide nakdinin kırılımı ise %53 ABD doları, %20'si Avro, %2'si Çin yuanı ve %25'i TL cinsidir. Borç tarafı 2023 yılında 5 milyar TL düşüp 84.1 milyar TL'ye gerilemiştir. Borçların %45'i ABD doları, %32'si Avro, %3'ü Çin Yuanı, %1'i Belarus Rublesi ve %20'si TL cinsidir. Bir önceki sene 0.9x olan net borç/FAVÖK rasyosu ise 0.5x'e gerilemiştir. Türk Telekom'un 1,4 yıllık FAVÖK'ü ile servis edebileceği net borcu olduğu göz önüne alınacak olursa Turkcell borçsuz bir şirkettir diyebiliriz.

Yatırım Harcamaları (milyon TL)



Kaynak: Pardus Portföy, Turkcell

Borçluluk ve Döviz Pozisyonu



Kaynak: Pardus Portföy, Turkcell

B. Telekomünikasyon Sektörüne Bakış

Telekomünikasyon sektörü 2023 yılının ilk yarısında yaşadığımız acı depremin de etkisiyle baskı altında kalmıştır. 2023 yılının dördüncü çeyreğinde net satış gelirleri toplamı yaklaşık 70,1 milyar TL seviyesinden gerçekleşmiştir. Sabit telefon abone sayısı 2022 yılından bu yana %11,4 daralarak 9,9 milyon olurken, mobil abone sayısı ise %2,1 artışla 92,2 milyon seviyesinden gerçekleşmiştir.

Genişbant tarafında ise yaklaşık 19,6 milyonu sabit abone, 73,7 milyonu mobil abone olmak üzere toplam 93,3 milyon genişbant internet abone sayısına ulaşılmıştır. İnternet abone sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %3 artışla 73 milyon seviyesinden gerçekleşmiştir.

APRU tarafında ciddi büyümeler okula dönüş dönemi ve turizmin canlanması kaynaklıdır. Turkcell'in mobil ARPU büyümesi 2022 yılında yıllık %84,5'ten seviyesinden 2023'te %87,0 seviyesine yükselmiştir.

BTK verilerine göre 2008 yılında 6 milyon civarında olan genişbant internet abonesi, 2023 yılı dördüncü çeyreği itibarıyla 93,3 milyona ulaştığını görüyoruz.

İnternet abonesi sayısının bir önceki üç aylık döneme göre yaklaşık %1,1 düşüş gerçekleştiğini görsek de bu durum mevsimsel etkilerden kaynaklanıyor, bu sayı aslında yıldan yıla bakınca %2,9 artmakta. xDSL abone sayısı 2022 yılından 2023 yılına %3,2 oranında daralarak 10,8 milyon olurken, fiber abone sayısı ise %18,4 artışla 6,8 milyona ulaşmıştır.

Sabit genişbant internet abonelerinin aylık ortalama kullanımı 260,3 GByte seviyesinde, mobil genişbant internet abonelerinin aylık ortalama kullanımı ise 17,2 GByte seviyesinden gerçekleşmiştir.

Mobil bilgisayardan internet abonelerinin kullanım miktarı aylık 100 MByte + kullanımı olan abonelerin oranının %66 olduğu görülüyor. En az kullanımı gösteren 0-50 MByte aralığında ise abonelerin yaklaşık %31'i bulunmaktadır. Mobil cepten internet abonelerinden aylık 100 MByte+ kullanımı olanların oranı ise %88 olarak gerçekleşmiştir.

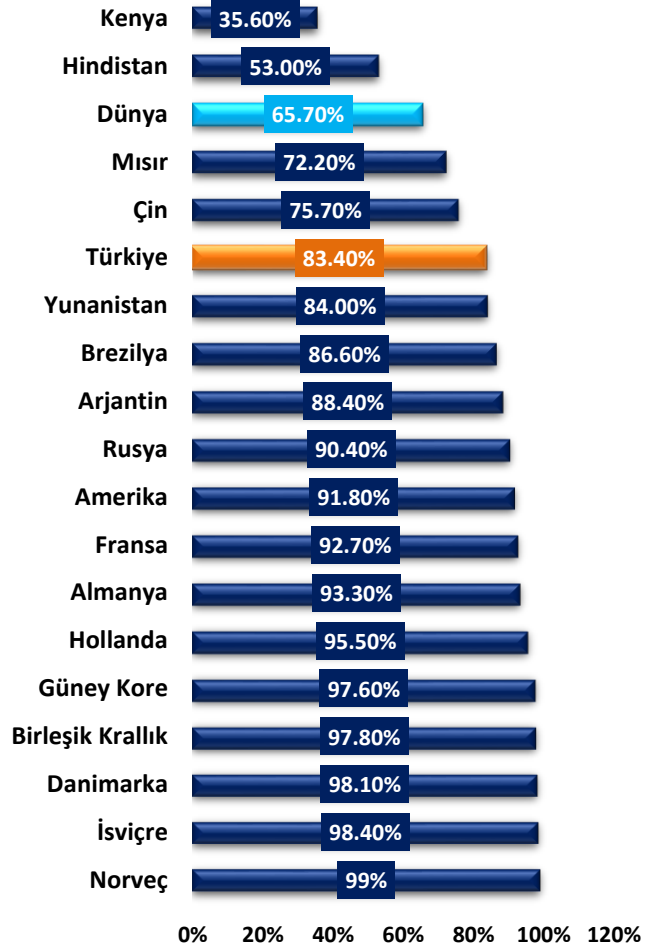
xDSL ile hizmet alan abonelerin toplam pazar içindeki payı gerilemeye devam ederek %59'dan %55 seviyesine inmiştir. Kablo internet hizmeti alan abonelerin pazar payı %7,5 olurken, fiber internet hizmeti alan abonelerin toplam sabit genişbant pazarı içindeki payı artmaya devam ederek 2022'de %30'dan 2023'de %34,5 seviyesine tırmanmıştır.

Dördüncü çeyrek itibarıyla nüfusa göre sabit genişbantın yaygınlığı %23,0 iken mobil genişbant yaygınlığı %86,3 seviyesindedir.

M2M abone sayısı 9,3 milyon olmuştur. Ön ödemeli mobil genişbant abone sayısı 17,1 mn, faturalı mobil genişbant abone sayısı ise 55,4 mn olarak gerçekleşmiştir.

Abone sayısına göre Turkcell %41,2 Vodafone %30,4 ve TT Mobil ise %28,4 oranında bir paya sahiptir. Abonelerden elde edilen gelirlere baktığımızda Turkcell Pazar payını 2023 yılında %45,1 ile en fazla pazar payına sahipken Vodafone %29,6 ve TT Mobil ise %25,3 seviyesindedir. Abone başına aylık gelire baktığımızda ortalama olarak bir ayda; bir aboneden ne kadar gelir elde ettiğinin, diğer bir ifade ile de abonelerin ortalama olarak mobil hizmetlere bir ayda ne kadar harcama yaptığının en belirgin göstergelerinden biridir Burada bayrağı tutan Turkcell 144,9 TL ile il sırada yer alırken Vodafone 129,1 TL ile ikinci sırada, TT Mobil'in ise 117,8 TL'dir.

Ocak İnternet Penetrasyonu



Kaynak: Pardus Portföy, Statista

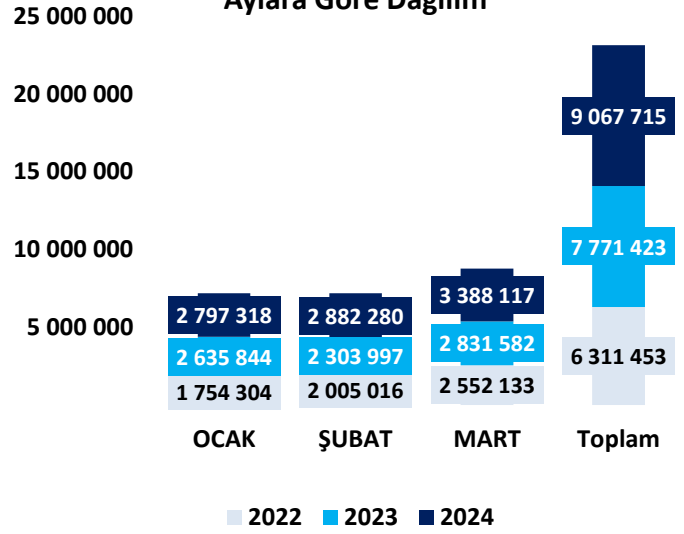
Telekomünikasyon ağlarının devam eden gelişimiyle birlikte internet kullanım penetrasyonu doğrudan etkilenmektedir. Dünya genelinde internet kullanıcılarının sayısı Ekim 2023 itibarıyla 5,3 milyara ulaşmıştır. Ocak 2024 itibarıyla ise dünyanın %66,2'si internet erişimi sağlayabiliyor.

Statista verilerine göre; 2029 yılı itibarıyla 1,1 milyar kullanıcının artmasını yani (%17) bir artış öngörülmektedir. Artarak devam eden bu trendin 2029 yılında 7,3 milyar kullanıcı ile zirve noktasına ulaşılacağı tahmin ediliyor.

Turizm sektöründe ilk verilerin güçlü gelmesi 2024'ün başarılı senelerden biri olacağını gösteriyor. 2024 yılında Ocak-Mart bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,7 bir artışla 9,1 mn olmuştur. 2024 yılı ilk 3 ayında gelen yurt dışında ikamet eden ziyaretçilerin sayısı, 2023 yılı üç ayına göre %29,86 oranında artışla 2,0 mn seviyesinden gerçekleşmiştir. Yılın kalanında da turist sayısının güçleneceğini düşünüyoruz. Avrupa'da ise PMI verileri kademeli olarak toparlanıyor ve faiz indirimi başlayacak olması geliri artırabileceğinden turizm harcamalarını da artıracaktır. Turkcell'in roaming gelirleri ve özellikle de mobil data cirosunun bu temadan olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Yerel tarafta tatillerin bu yıl uzatılmaya uygun günlere karşılık gelmesi yurtiçi kullanıcıların paket aşımalarını ve veri tüketimlerini artırabilir.

2023 yılından bahsetmişken 2024 yılı için Fatih Karahan'ın Enflasyon Raporu 2024 toplantısında, sıkı para politikası ve maliye politikasının eşgüdümünün de katkısıyla, iç talepte dengelenmenin devam edeceğini öngörmektedir. Bununla birlikte enflasyonist fiyatlama politikası da eşanlı olarak devam edebileceğinden ve Turkcell'in de fiyatlarında bunun etkilerini gördüğümüz için 2024 yılında telekom sektörünü beğeniyoruz.

Türkiye'ye Gelen Ziyaretçilerin Yıllar ve Aylara Göre Dağılım



Kaynak: Pardus Portföy, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

C. Projeksiyonlar & Değerleme

Adeta temel tüketim maddesi gibi enflasyonu paket fiyatlarına yansıtabilen, büyüme ve karlılıkta kayıp yaşamayan Turkcell beklentilerimizi modelimize yansıtarak 146.45 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyesi veriyoruz. %8 oranında terminal büyüme oranını da yansıttığımızda şirketin hisseleri için %78 yükseliş potansiyelini hesaplıyoruz. Enflasyon ve kur beklentilerimiz ise TCMB Piyasa Katılımcıları anketinden alınmıştır. Beta %1 ve risksiz faiz oranı ise en uzun vadeli tahvilin getirisi alınmıştır.

TRY mn	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Revenue	102,963	159,592	205,874	231,608	259,401	289,232
EBITDA	47,053	67,029	86,467	101,908	114,137	121,478
<i>EBITDA Margin</i>	41%	42%	42%	44%	44%	42%
EBIT	13,586	18,327	23,642	31,230	34,978	33,215
Tax (-)	3,397	4,582	5,911	7,807	8,744	8,304
Effective Tax Rate	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPAT	10,190	13,746	17,732	23,422	26,233	24,911
<i>NOPAT Margin</i>	9.9%	8.6%	8.6%	10.1%	10.1%	8.6%
Depreciation and Amortization (+)	33,467	48,701	62,825	70,678	79,159	88,262
Depreciation/Capex	139%	139%	139%	139%	139%	139%
Net Working Capital (NWC)	-1,467	-2,273	-2,932	-3,299	-3,695	-4,120
NWC / Revenue	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Change in Working Capital (-)	-182	-807	-659	-367	-396	-425
Change in Working Capital / Revenue	-0.18%	-0.51%	-0.32%	-0.16%	-0.15%	-0.15%
Net Income	12,554	11,579	14,937	17,605	19,717	20,985
Net Income / EBITDA	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Net Income Margin	12.2%	7.3%	7.3%	7.6%	7.6%	7.3%
CAPEX / Revenue	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
CAPEX (-)	29,165.38	35,110	45,292	50,954	57,068	63,631
Free Cash Flows	14,673	28,143	35,923	43,513	48,720	49,968

Risk Free Rate	29%	26%	23%	20%	18%	16%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Risk Premium	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Cost of Equity	39%	36%	33%	30%	28%	26%
Cost of Debt After Tax	29%	27%	25%	23%	21%	20%
Equity Percentage	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Debt Percentage	35%	35%	35%	35%	35%	35%
WACC	35.5%	32.5%	29.9%	27.6%	25.6%	23.7%

Present Value Calculation

Discount Factor	0.96	0.74	0.58	0.46	0.37
Discounted Cash Flows (1 year forward)	26,973	26,497	25,149	22,426	18,590

PV of Free Cash Flows (1 year forward)	165,315
Terminal Growth Rate	8.0%
Terminal Value	575,503.14
Exit Multiple: Terminal Value to FCF	10.56
PV of Terminal Value (1 year forward)	102,986
Net Debt	25,236
Fair Value	243,066
Number of shares outstanding	2,200
Estimated Stock Price, 12-month target (TRY)	146.4
Current Stock Price (TRY)	82.1
Potential	78%

Global çarpan tarafına baktığımızda ise Turkcell oldukça cazip görünüyor. FD/ FAVÖK 2024 için %46, F/K'ya göre ise %38 iskontolu fiyattan işlem görmektedir.

Şirket Adı	Piyasa Değeri	F/K	F/K (T)	FD/FAVÖK	FD/FAVÖK (T)
Turkcell İletişim Hizmetleri A	₺ 180,950,000,000.00	9.89	6.55	3.06	2.24
Turk Telekomunikasyon AS	₺ 141,680,000,000.00	10.24	6.10	3.97	2.68
United Internet AG	₺ 152,827,919,439.22	10.55	9.59	5.77	5.34
Orange Polska SA	₺ 86,152,062,559.83	11.43	11.00	5.25	4.84
1&1 AG	₺ 100,026,668,755.36	9.17	8.87	5.33	4.90
SES SA	₺ 71,333,215,158.56	10.12	9.99	3.45	3.38
NOS SGPS SA	₺ 58,643,595,833.27	11.37	10.67	4.54	4.52
Proximus SADP	₺ 82,421,907,267.33	6.48	6.69	3.37	3.34
Freenet AG	₺ 106,792,938,810.25	10.96	10.17	7.14	6.87
Hellenic Telecommunications Or	₺ 204,281,803,637.38	10.86	9.95	4.76	4.66
Telia Co AB	₺ 296,342,726,244.87	16.47	13.91	6.38	6.15
Tele2 AB	₺ 215,130,063,391.87	17.36	16.51	8.34	8.08
Vodafone Group PLC	₺ 751,044,272,545.40	8.96	7.52	6.01	5.95
Swisscom AG	₺ 912,156,240,075.97	15.15	15.48	7.24	7.07
BT Group PLC	₺ 423,856,520,118.11	5.53	5.59	3.81	3.77
Elisa Oyj	₺ 246,032,984,365.98	17.60	16.84	10.73	10.34
Telekom Austria AG	₺ 188,011,918,004.99	8.75	7.93	3.90	3.77
Telefonica SA	₺ 854,485,220,813.86	13.03	12.21	5.61	5.55
Orange SA	₺ 963,902,109,555.60	9.61	8.69	5.41	5.25
Koninklijke KPN NV	₺ 461,430,131,032.25	15.57	14.37	7.73	7.51
Telenor ASA	₺ 546,185,483,818.35	13.96	15.59	7.65	7.46
VEON Ltd	₺ 58,161,141,187.61	4.16	3.44	2.48	2.33
Orange Belgium SA	₺ 33,413,659,915.97	14.99	13.44	6.78	6.56
Deutsche Telekom AG	₺ 3,759,393,265,196.93	12.23	10.86	6.13	5.81
Ortalama		11.43	10.50	5.62	5.35
İskonto Oranı		14%	38%	46%	58%

Kaynak: Bloomberg

D. Finansal Tablolar

Özet Bilanço Verileri

	2023/12	2022/12
Dönen Varlıklar	102,546.23	77,312.58
Nakit ve Benzerleri	49,978.72	42,776.16
Stoklar	540.51	494.99
Ticari Alacaklar	11,097.02	11,108.18
Duran Varlıklar	144,537.10	157,676.60
Maddi Duran Varlıklar	66,650.25	71,494.40
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58,511.40	61,498.74
Aktifler	247,083.33	234,989.18
Kısa Vadeli Borçlar	57,727.72	48,476.00
Uzun Vadeli Borçlar	67,120.74	77,135.24
Toplam Borç	124,848.46	125,611.24
Net Borç	25,235.67	38,079.21
Sermaye	2,200.00	2,200.00
Özkaynaklar	122,247.82	109,371.52

Özet Gelir Tablosu

	2023/12	2022/12
Net Satışlar	102,962.78	90,206.31
Yurt İçi Satış	91,952.84	77,951.75
Yurt Dışı Satış	2,625.69	2,673.06
Diğer Satışlar	8,384.25	9,581.50
Satışların Maliyeti	82,240.26	80,360.68
Brüt Kâr	22,698.15	11,805.92
Faaliyet Giderleri	9,111.86	7,172.20
Esas Faaliyet Kârı	13,586.29	4,633.71
Amortisman	33,467.15	35,195.01
FAVÖK	47,053.43	39,828.72
Vergi Öncesi Kâr	5,886.68	3,251.22
Ana Ortaklık Net Kâr	12,554.00	6,880.44

Kaynak: Finnet

Oran Analizi		
	2023/12	2022/12
<i>Likidite</i>		
Cari Oran	1.78	1.59
Likit Oran	1.39	1.50
<i>Değerleme</i>		
F/K	14.29	12.11
PD/DD	1.47	0.76
FD/FAVÖK	4.35	3.05
<i>Karlılık</i>		
Özsermaye Karlılığı	10.84	10.43
Aktif Karlılık	5.21	4.50
Brüt Kâr Marjı	22.05	13.09
Net Kâr Marjı	12.19	7.63
Favök Marjı	45.70	44.15
<i>Büyüme</i>		
Net Kâr Büyüme	82.46	36.76
Favök Büyüme	18.14	161.26
Özsermaye Büyüme	11.77	384.76
Aktif Büyüme	5.15	232.46
<i>Faaliyet Etkinliği</i>		
Stok Devir Hızı	160.35	192.24
Alacak Devir Hızı	10.03	12.71
Ticari Borç Devir Hızı	6.08	8.97

Kaynak: Finnet

E. Sorumluluk Reddi Beyanı

Bu raporda yer alan içerik, bilgi, fiyat verileri ve grafikler ile yorumlar, yatırım kararına temel teşkil edecek şekilde, doğruluk ve geçerlilik açısından herhangi bir garanti verilmeden, iyi niyetle ve yalnızca bilgi edinme amacıyla mevcut kaynaklardan derlenmiştir. Müşterilerin burada yer alan bilgileri, herhangi bir ticari faaliyete girişmeden önce birçok girdi ve değerlendirmeden yalnızca biri olarak kullanmaları tavsiye edilir.

Bu raporda yer alan yorum ve tavsiyeler özel yatırım tavsiyesi, danışmanlık hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp genel yatırım tavsiyesi kapsamındadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kuruluşların SPK mevzuatı gereği bu hizmeti vermeye yetkili kuruluşlarla iletişime geçmeleri gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlardan, portföy yönetim şirketlerinden, mevduat dışı bankalardan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde alınabilmektedir.

Genel bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu rapor, kişiselleştirilmiş yorum ve tavsiyeler içermediğinden müşterinin mali durumu, risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Herhangi bir menkul kıymetin veya diğer yatırımların satın alınması veya satılması için bir izahname, teklif belgesi veya talep teşkil etmez. Bu raporda yer alabilecek yüksek riskli yatırım ürünleri kaldıraç, piyasa, politik, ekonomik ve kur risklerinden dolayı ana para kaybına neden olabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeniz beklentilerinizi karşılayan sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca bu raporda bahsedilen ürünler belirli yargı bölgelerinde satışa sunulmayabilir.

Pardus Portföy, geniş bir faaliyet yelpazesine sahip bir finans grubunun bağlı kuruluşu olarak, yürürlükteki yasal hükümler ve iç yönergeler çerçevesinde çözümlenen çıkar çatışmalarıyla karşı karşıya kalabilir. Pardus Portföy veya Güler Holding'in iştirakleri, gerek kendi hesabına gerekse müşterileri hesabına bu belgede belirtilen görüşlere aykırı işlemlerde bulunabilir. Pardus Portföy, ekteki bilgi ve tavsiyeleri, önceden herhangi bir ihtara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın, her zaman değiştirebilir ve/veya ortadan kaldıracaktır. Pardus Portföy'ün bu raporda yer alan kapsamlı bilgi, yorum ve tavsiyelere ilişkin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. Hedef fiyatlar bir yıl vade içindir. Aksi belirtilmediği sürece rapor üzerindeki cari hisse fiyatı üzerinden yüzde onluk kayıpta zarar kesilmelidir.

Pardus Portföy ve çalışanları, bilgi, görüş ve yorumlara dayanılarak alınan karar ve işlemler nedeniyle ilişkili kişilerin veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği maddi ve manevi zararlardan, kar mahrumiyetinden, doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan sorumlu değildir.

Bu rapor yalnızca hedeflenen alıcıların kullanımına yönelik olup, içeriği Pardus Portföy'ün önceden yazılı izni olmadan tamamen veya kısmen çoğaltılamaz, çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya başka kişilere teslim edilemez veya iletilemez. Pardus Portföy, bu raporun kötüye kullanılması veya izinsiz dağıtılması konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Alıcı, bu raporu kabul ederek burada belirtilen şartlara ve sınırlamalara uymayı kabul eder.