

TURKCELL

Endeks Üzeri Getiri

Güçlü büyüme ve yatırım getirisi beklentilerine rağmen iskontolu...

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
 Ezgi Yılmaz
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

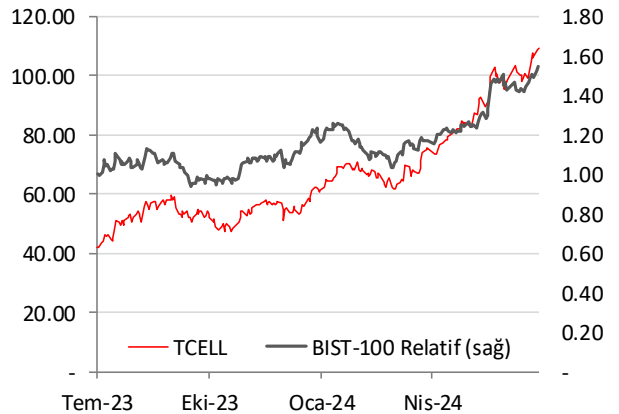
Turkcell'i (TCELL TI) araştırma kapsamımıza yeniden aldık, modelimize küçük değişiklikler yaptık ve DCF bazlı 12 aylık HF'mizi 149TL olarak güncelliyoruz, bu da %36 yukarı potansiyele işaret ediyor. Turkcell için "Endeks Üzeri Getiri" notumuzu koruyoruz. Turkcell, mobil ve sabit geniş banttan dijital ve teknoloji hizmetlerine kadar uzanan önde gelen bir telekom ve teknoloji hizmetleri sağlayıcısıdır. TCELL hisseleri, 2024 yılında benzerlerinin %8,2'lik yatırım getirisine kıyasla %11,1'lik yatırım getirisine rağmen, 2024T/2025T 4,3x ve 3,0x FD/FAVÖK ile sırasıyla %17 ve %39 iskontolu işlem görüyor. Turkcell'i beğenmemizin temel sebepleri, **i) TÜFE artışlarına karşı proaktif fiyatlandırma sayesinde 2024 yılında ARPU'ların ve gelirlerin çift haneli yıllık reel büyümesi, ii) ek satış fırsatlarını güçlendiren artan veri tüketim talebini yakalamak için frekans yoğunluğu ile Türkiye'de en iyi konumlanan operatör olması, iii) Türkiye'nin nüfus dinamikleri ve altyapı genişlemesine bağlı olarak sürekli büyüyen kullanıcı tabanı, iv) rakiplerin daha uzun sözleşme süreleri sunduğu ve daha az sıklıkta fiyat artışları yaptığı sabit genişbant segmentine kıyasla enflasyona karşı daha iyi korunma sağlayan Mobil ve Techfi segmentinin konsolide gelirlerin yaklaşık %73'ünü oluşturması, v) satış maliyetlerinin %40'ının gelirlerin sabit bir yüzdesine bağlı olmasının Şirket'e sürdürülebilir operasyonel kar marjı sağlaması, vi) Düşük kaldıraçlı bilanço ve parasal sıkılaştırma kaynaklı esnek borç profili, vii) USD bazlı CAPEX ve TL bazlı gelirler sebebiyle TL reel değerlenirken artan nakit yaratma kabiliyeti.**

Ayrıca, **viii) Yurt dışı yerleşik yatırımcılara ait TCELL hisselerinin son 10 yılın en düşük seviyesine yakın olması ve tarihi yüksek seviyelerine doğru ilerleme potansiyeline sahip olması, ix) Son 7 yılın ortalaması c%66 olan ve ödeme tarihi itibarıyla yıllık %4,1 civarında getiri sağlayan istikrarlı temettü ödeme politikası, x) BIST100 içerisinde 2023 finansallarına göre son 5 yılda pozitif SNA üreten şirketler arasında en yüksek SNA getirisine sahip 6. Şirket olması, xi) Haziran itibarıyla bankalar hariç en likit 10 hisse arasında olması, diğer öne çıkan sebepler arasında yer alıyor.**

2024 ve 2025 yıllarında, önceki yıllarda TÜFE'yi geride bırakan istikrarlı fiyat artışları ve bunun sözleşme yenileme dönemleri nedeniyle büyüme üzerindeki gecikmeli etkisi nedeniyle sırasıyla %11 ve %6'lık reel büyüme bekliyoruz. Operasyonel giderlerin Satışlara oranında yıllık 140 baz puan artışa rağmen, gelir artışı sebebiyle 2024'te FAVÖK marjının yıllık 600 baz puan genişleyerek %44,5'e ulaşmasını bekliyoruz. 2024 yılı için %23 operasyonel, %9 operasyonel olmayan Sermaye Harcaması varsaydık ve yıldan yıla düşürerek, GSMA Intelligence'ın AB operatörlerine yönelik beklentilerine paralel sırasıyla %18 ve %7'e getirdik. Ayrıca, 5G ihalesi için 2025'te 1,7 milyar USD ve lisans yenilemeleri için 2029'da 2,6 milyar USD toplu nakit çıkışı varsaydık. Yasal otorite henüz resmi bir yol haritası açıklamadı. TY varsayımlarımız, 5,1x FD/FAVÖK çarpanına karşılık geliyor.

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	149.00 (önceki 144.00)
Güncel Fiyat, TL	109.40
Getiri Potansiyeli	36%
Halka Açıklık Oranı	54%
Piyasa Değeri, mn TL	240,680
Firma Değeri, mn TL	281,642

Finansal Veriler	2022	2023	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	93,487	107,116	169,873	225,045
FAVÖK, mn TL	39,829	47,053	75,547	98,873
Net Kâr, mn TL	6,880	12,554	25,937	43,645
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	23,110	25,236	22,610	97,158
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.5	0.3	1.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	42.6%	43.9%	44.5%	43.9%
Net Marj	7.4%	11.7%	15.3%	19.4%
Temettü Verimi	2.5%	2.3%	2.6%	5.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	160.3%	14.6%	58.6%	32.5%
FAVÖK, y/y	161.3%	18.1%	60.6%	30.9%
Net Kâr, y/y	36.8%	82.5%	106.6%	68.3%
Değerleme Verisi				
F/K	7.2	7.7	9.3	5.5
FD/FAVÖK	1.9	2.6	3.5	3.4
FD/Ciro	0.8	1.2	1.6	1.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	12.1%	45.0%	179.0%	95.0%
BİST-100 Relatif	5.3%	31.8%	59.9%	34.9%
AOİH, mn TL	2,254	2,357	2,142	2,198



* Tahmin rakamlarımıza UMS-29 uygulandı.

İÇERİK

FİNANSALLAR.....	3
YATIRIM TEMASI.....	4
RİSKLER	7
DEĞERLEME.....	8
TEMETTÜ PERFORMANSI	12
BORÇLULUK & LİKİDİTE YAPISI.....	12
KAR DEĞERLENDİRMESİ	13
ŞİRKET GÖRÜNÜMÜ	14
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ.....	16

FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	93.5	107.1	169.9	225.0	271.8
Brüt Kar	11.8	22.7	50.1	69.9	94.6
Operasyonel Giderler	-7.2	-9.1	-16.8	-19.8	-23.9
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0.5	1.5	2.3	2.7	3.0
Faaliyet Karı	4.6	13.6	33.3	50.1	70.7
FAVÖK	39.8	47.1	75.5	98.9	114.8
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	18.9	9.9	2.6	3.0	3.4
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-11.1	-0.1	-1.3	-4.7	-7.0
Finansal Gelir / (Gider)	-16.9	-21.3	-4.0	-2.9	-3.1
Parasal Kazanç / (Kayıp)	7.8	3.8	2.0	7.8	9.3
Vergi Öncesi Kar	3.3	5.9	32.6	53.4	73.3
Vergi Geliri / (Gideri)	2.8	4.7	-6.6	-9.7	-13.5
Azınlık Payları	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Kar	6.9	12.5	25.9	43.6	59.8
Hisse Başı Net Kar	3.1	5.7	11.8	19.8	27.2
Hisse Başı Temettü	1.1	2.9	5.6	8.5	12.3
Temettü Dağıtım Oranı	36%	50%	47%	43%	45%
Bilanço (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	77.3	102.5	129.5	89.1	113.1
Nakit ve Nakit Benzerleri	50.7	58.8	81.6	23.6	31.7
Ticari Alacaklar	16.5	16.9	29.6	41.1	51.6
Stoklar	0.5	0.5	0.7	0.9	1.0
KV Avans Ödemeleri	3.1	3.2	5.6	7.7	9.7
Diğer Dönen Varlıklar	6.5	23.0	11.9	15.7	19.0
Duran Varlıklar	157.7	144.5	223.1	376.9	471.0
Maddi Duran Varlıklar	71.5	66.7	133.7	216.8	303.4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61.1	58.1	58.8	119.2	118.0
Diğer Duran Varlıklar	25.1	19.8	30.6	40.9	49.5
Toplam Varlıklar	235.0	247.1	352.6	466.0	584.1
Kısa Vadeli Yükümlülükler	48.5	57.7	72.2	90.7	107.8
Finansal Borçlar	27.6	26.1	32.4	37.5	43.3
Ticari Borçlar	12.9	14.2	24.8	34.4	43.2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.0	17.4	15.0	18.7	21.3
Uzun Vadeli Yükümlülükler	77.1	67.1	86.6	102.9	119.9
Finansal Borçlar	61.2	57.9	71.8	83.2	96.0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.9	9.2	14.7	19.6	23.9
Özkaynaklar	109.4	122.2	193.8	272.4	356.4
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	109.4	122.2	193.9	272.4	356.4
Ödenmiş Sermaye	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Rezerv ve Diğer Kalemler	29.8	32.9	47.4	58.6	72.0
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	70.5	74.6	118.3	168.0	222.4
Dönem Net Karı / (Zararı)	6.9	12.6	25.9	43.6	59.8
Toplam Kaynaklar	235.0	247.1	352.6	466.0	584.1

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	46.3	47.6	57.6	77.3	96.2
Düzeltilme Öncesi Kar	6.9	12.6	25.9	43.6	59.8
Amortisman ve İtfa Payları	35.2	33.5	42.2	48.8	44.1
İşletme Sermayesindeki Değişim	-2.6	-2.4	2.7	2.6	2.7
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	6.8	4.0	-13.3	-17.7	-10.4
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-26.7	-24.0	-47.1	-130.4	-75.9
Sabit Sermaye Yatırımları	-16.4	-26.5	-49.3	-133.1	-78.9
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-10.3	2.4	2.3	2.7	3.0
Serbest Nakit Akımı	19.6	23.6	10.5	-53.1	20.3
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	3.4	6.8	12.2	-4.9	-12.2
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	14.0	27.6	22.8	-58.0	8.1
Büyüme	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	n.a.	14.6%	58.6%	32.5%	20.8%
Brüt Kar	n.a.	14.6%	10.9%	6.0%	6.0%
Operasyonel Giderler	n.a.	92.3%	120.8%	39.4%	35.4%
Faaliyet Karı	n.a.	27.0%	84.3%	17.8%	20.8%
FAVÖK	n.a.	193.2%	145.4%	50.3%	41.2%
Net Kar	n.a.	18.1%	60.6%	30.9%	16.1%
	n.a.	82.5%	106.6%	68.3%	37.1%
Karlılık	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	12.6%	21.2%	29.5%	31.0%	34.8%
Operasyonel Gider Marjı	7.7%	8.5%	9.9%	8.8%	8.8%
Faaliyet Kar Marjı	5.0%	12.7%	19.6%	22.3%	26.0%
FAVÖK Marjı	42.6%	43.9%	44.5%	43.9%	42.2%
Net Kar Marjı	7.4%	11.7%	15.3%	19.4%	22.0%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	6.3%	10.8%	16.4%	18.7%	19.0%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	4.4%	11.4%	13.6%	12.6%	12.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	49.5%	44.4%	33.9%	34.4%	35.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	20.9%	22.0%	6.2%	-23.6%	7.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	116.2%	101.1%	76.2%	78.2%	83.8%
Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T	2026T
F / K	7.2	7.7	6.6	3.9	2.9
FD / FAVÖK	2.2	2.6	2.6	2.7	2.4
FD / Satış	0.9	1.1	1.1	1.2	1.0
Temettü Verimi	4.8%	2.6%	3.7%	7.2%	11.0%
Borçluluk	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç (Nakit)	38	25	23	97	108
Net Borç / FAVÖK	1.0	0.5	0.3	1.0	0.9
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	-0.3	-0.6	-8.4	-17.1	-22.8

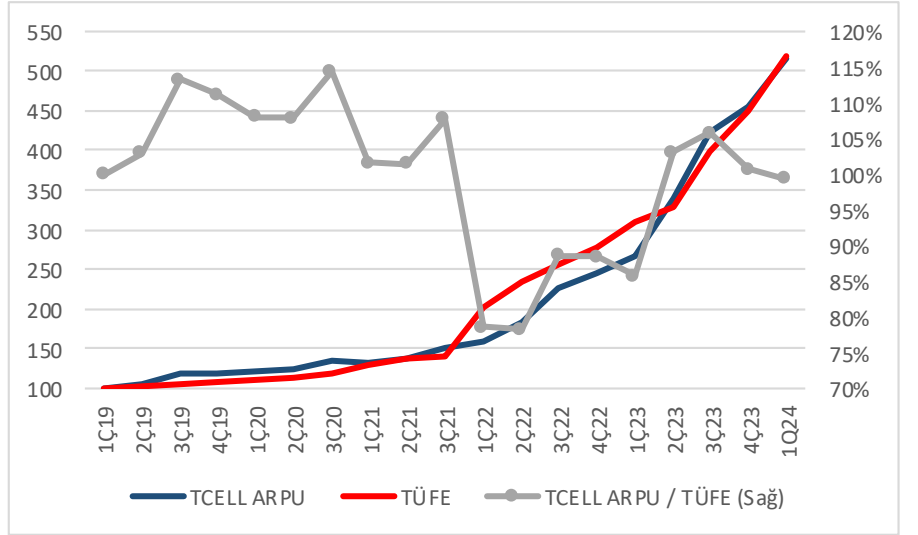
* Tahmin rakamlarımıza UMS-29 uygulandı.

YATIRIM TEMASI

i) Proaktif fiyatlandırmaya bağlı ARPU'larda ve gelirlerde çift haneli reel büyüme

Turkcell, son 5 yılda TÜFE'de çift haneli yıllık artışlara rağmen, ARPU'larını TÜFE trendine uyacak şekilde büyümeyi başardı. 1Ç19 itibarıyla TÜFE ve mobil ARPU seviyesi (M2M hariç) 100'e endekslendiğinde, ARPU ve TÜFE 1Ç24'ü sırasıyla 516 ve 519 olarak kapattı. TCELL, yeni faturalı mobil müşterilerine Nisan 2023'te c%14, Ağustos 2023'te c%29, Ekim 2023'te c%20 ve Ocak 2024'te c%23 fiyat artışları uyguladı ve bu da yıllık %117'ye varan fiyat artışları uygulayarak Nisan 2024 itibarıyla yıllık TÜFE'yi yaklaşık %27,6 oranında geride bıraktı. Fiyat ayarlamalarının gelirler üzerindeki etkisi, müşterilerin farklı sözleşme yenileme dönemleri nedeniyle zaman gecikmesiyle birlikte gelir. Şirket ayrıca Temmuz 2024'te %25 fiyat artışı uyguladı. TÜFE'yi geride bırakarak uygulanan üç aylık fiyat artışları ve sözleşme yenileme dönemlerindeki farklılıklar nedeniyle yapılan fiyat düzenlemelerinin gecikmeli etkisi göz önüne alındığında, 2024 yılında da reel ARPU büyümesinin düşük onlu yüzdeler ile devam etmesini bekliyoruz.

Şekil 1: TCELL Mobil ARPU ile TÜFE Karşılaştırması (2019=100)



Kaynak: Turkcell, Ak Yatırım Araştırma

ii) Artan veri kullanımının satışları desteklemesi

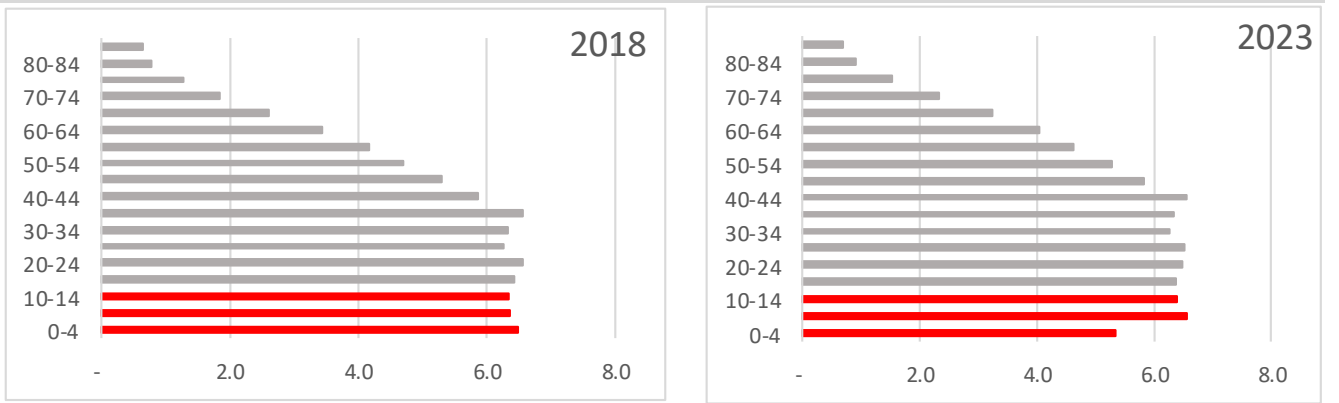
BTK'ya göre, kullanıcı başına mobil veri kullanımı ve sabit genişbant veri kullanımı, 2018 ile 2023 yılları arasında sırasıyla %29 ve %22 gibi etkileyici YBBO'lar ile büyüdü. OECD verilerine göre Türkiye, son 5 yılda kullanıcı başına mobil veri kullanım artışının en yüksek olduğu 7. ülke oldu. IoT, VR, AI, web3.0 gibi yükselen trendler, yaşlıların internete artan ilgisi ve çocukların internete daha erken başlayan ilgisi, eğitimdeki reformlar, yayıncılık, e-ticaret, haberler ve sosyal paylaşımların artan popülaritesi, veri tüketimindeki artışın ana itici güçleridir. Hem interneti kullanma nedenlerinin sayısı hem de bu nedenlerle

harcanan zaman yıldan yıla sürekli olarak artmaktadır. Veriye dayalı teknolojilerin, Telekomünikasyon şirketleri için ek satış fırsatları yaratan veri trafiğindeki artışı desteklemeye devam etmesini ve reel ARPU büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Turkcell'in 1.6Gbps ile şebeke hızında Avrupa'nın en hızlı mobil operatörü olduğu ve Şirket'in Türkiye'nin en geniş frekans bantlarına sahip olduğu (GSA, 2022) göz önüne alındığında, Turkcell'in daha düşük kalite iyileştirme harcaması ihtiyacı ve daha iyi kurulmuş altyapı ile artan bağlantı ihtiyaçlarını karşılamak için Türkiye'nin en hazır ve en iyi konumdaki oyuncusu olduğuna inanıyoruz. Avrupa'nın en hızlı mobil operatörü olmasına ve Batı Avrupa ülkelerinin medyan kullanımından %9 daha fazla veri kullanımına (OECD, 2022) rağmen, Turkcell'in ARPU'ları Batı Avrupa ortalamalarının %27'si kadardır ve bu da diğer faktörler dikkate alınmadan reel ARPU büyümesi için büyük bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Parasal sıkılaştırma sonrasında ekonomik görünümde gözlenen iyileşmenin ve kişi başı GSYH büyümesindeki ivmelenmenin ARPU büyümesindeki potansiyeli açığa çıkarabileceği görüşündeyiz.

iii) Nüfus dinamikleri ve altyapı genişlemesine bağlı olarak sürekli büyüyen kullanıcı tabanı

Tarihsel olarak, nüfus artışı ve yaşlıların ve genç yetişkinlerin adaptasyonu, kullanıcı tabanının büyümesine yardımcı oldu. Türkiye nüfusunun 2023'te 85,4 milyondan 2030 ve 2040'ta sırasıyla 93,3 milyon ve 103,3 milyona yükselmesi ve YBBO'ların sırasıyla %1,3 ve %1,1 olması bekleniyor (TÜİK). Aşağıda verilen Türkiye nüfus piramidi ve ortalama yaşam süresinin pozitif eğimi göz önüne alındığında, kullanıcı tabanının istikrarlı büyüme yoluna devam edeceğine inanıyoruz. Artan konut sayısı ve tekil yaşamı destekleyen diğer sosyal dinamikler, sabit GB kullanıcı tabanını desteklemektedir. Sabit GB segmenti ve mobil segmentin kullanıcı tabanı, son 3 yılda sırasıyla %5,5 ve %4,0 gibi büyüme oranlarına sahipti. Pandeminin ve göçmenlerle ilgili faturalı kullanıcı büyümesinin geçmiş büyümeler üzerindeki etkisi göz önünde bulundurularak, önümüzdeki 5 yıl yıllık konsolide kullanıcı tabanı büyümesinin yaklaşık %2 olacağını ve uzun vadede yıldan yıla %1'e düşeceğini tahmin ettik.

Şekil 2 : Türkiye Popülasyon Piramidi (mn kişi)



Kaynak: TurkStat, Ak Yatırım Araştırma

iv) Enflasyona karşı daha iyi koruma sağlayan Mobil ve Techfin alt segmentlerinin benzer şirketlere kıyasla ciroda daha fazla paya sahip olması

TTKOM'un sabit genişbantta pazar segmenti hakimiyeti nedeniyle, fiyat artışlarında genellikle diğer sabit genişbant operatörleri TTKOM'u takip etmektedir. Sabit genişbant segmentinde takipçi konumuna sahip olmasına rağmen, TTKOM'un 9+9 aylık sözleşmelerine kıyasla TCELL şu anda müşterilerine sadece 12 aylık sözleşmeler sunmaktadır. 1Ç24 itibarıyla 12 aylık sözleşmeler, TCELL'in fiber sözleşmelerinin yaklaşık %74'ünü oluşturmaktadır. Daha kısa sözleşme sürelerinin, fiyat ayarlamalarının daha uzun sözleşme dönemlerinden daha erken uygulanmasını sağlayarak enflasyona karşı bir koruma oluşturduğuna inanıyoruz. Öte yandan TCELL, mobil segmentte pazar lideri olarak daha proaktif bir fiyatlandırma politikası izlemektedir. Fiyat artışlarının daha sık görülmesi ve sözleşme sürelerinin kısılması nedeniyle, mobil segment gelirleri enflasyona yönelik yukarı yönlü risklere karşı daha dirençlidir. Ek olarak, ödeme hizmetleri doğal olarak enflasyona karşı korunmaktadır. Mobil ve Techfin segmentleri, TTKOM'un c38'ine kıyasla TCELL'in konsolide 2023 gelirlerinin %73'ünü oluşturuyor.

v) Ciroya oranlı maliyet yapısının sürdürülebilir marjları desteklemesi

Hazine hisseleri ve küresel hizmetler fonu gibi gelirlerin bir yüzdesine bağlı maliyetler, D&A hariç TCELL'in maliyet tabanının yaklaşık %40'ını oluşturmaktadır. Buna ek olarak, amortisman ve itfa payı, genellikle telekomünikasyon şirketi yönetimleri tarafından gelirlerin bir yüzdesi olarak izlenen ve bütçelenen sermaye harcamalarının bir fonksiyonudur. Bu nedenle, TCELL'in brüt kar marjı çoğunlukla üst düzey büyümeye esnek değildir ve bunun tersi de Şirket'in makroekonomik gerilemelere karşı daha dirençli olması gibi bir avantaj sağlar.

vi) Düşük kaldıraçlı bilanço ve esnek borçluluk yapısı

1Ç24 itibarıyla TCELL, 33,4 milyar TL net borç pozisyonu ile düşük bir kaldıraçta sahip olup, küresel emsallerinin 2,3 katı ve TTKOM'un 1,1 katı FAVÖK'e kıyasla 0,6 kat yıllık FAVÖK'e karşılık gelmektedir. Kısa vadeli finansal borçlar, toplam finansal yükümlülükler içinde sadece %34'ünü oluştururken, TTKOM'ların bu oran %68'dir. Ukrayna operasyonlarının 525 milyon USD tutarında bir EV ile satışının tamamlanması, TCELL'in net nakit pozisyonunu daha da güçlendirecektir. Şirket yönetimi, faiz yükünü daha da karşılamaya yardımcı olacağına inandığımız carry trade avantajlarının artırılması üzerine net döviz pozisyonunu 200 milyon USD tutarındaki uzun pozisyonundan 200 milyon USD tutarındaki kısa pozisyona taşıyacağını açıklamıştır. Esnek borç profili açısından TCELL'i destekliyoruz ve lisans yenilemeleri ve altyapı yatırımları yoluyla sıklığını daha da güçlendirme fırsatı sunduğuna inanıyoruz. Ayrıca, sabit genişbant pazar yapısında yaşanabilecek herhangi bir değişikliğe

en hazır şirket olarak görüyoruz ve bu durum şu anda birçok ülkeden farklı. TTKOM, düzenleyici otorite tarafından atanan yerleşik sabit hat operatörü rolüne sahiptir ve bu nedenle sabit genişbant yatırımlarında önceliğe sahiptir. Nitekim TTKOM'un şu anda 15,2 milyon sabit BB kullanıcısı varken, TCELL sayısı 3,1 milyon. Mevcut imtiyaz yapısındaki herhangi bir değişiklik, TCELL'in pazardaki konumunu güçlendirebilir.

vii) USD bazlı CAPEX ve TL bazlı gelirler sebebiyle TL reel değerlenirken artan nakit yaratma kabiliyeti

Makroekonomi ekibimiz, 2024 yılında TL'nin reel olarak değer kazanacağını, yıl sonu TÜFE'nin USD/TL'deki %24'lük değişime karşılık %43,5 olacağını tahmin ediyor. Telekomünikasyon sektörü için lisans yenilemeleri, imtiyaz sözleşmeleri ve diğer CAPEX'ler çoğunlukla sabit para cinsinden, gelirler ise çoğunlukla TL cinsinden ifade edilmektedir. Bu nedenle, Türk telekomünikasyon şirketlerinin 2024 yılında nakit yaratma konusunda geçmiş yıllara göre daha iyi bir konuma sahip olacağına ve diğer sektörlerle karşı öne çıkacağına inanıyoruz.

RİSKLER

Düzenleyici riskler... Devlet düzenlemeleri, spektrum tahsisindeki değişiklikler, imtiyaz koşulları, gizlilik yasaları veya ağ tarafsızlığı kuralları gibi operasyonları ve karlılığı etkileyebilir.

Makroekonomik riskler... Maliyetlerin çoğu gelirlerin yüzde birine bağlı olsa da, enflasyona yönelik yukarı yönlü riskler reel gelir artışını ve karlılığı engelleyecektir. TL'nin sabit para birimleri karşısında değer kaybetmesi, genellikle USD veya EUR cinsinden belirtilen lisans yenilemeleri ve açık artırmalar gibi yatırım harcamaları için ödenen tutarı artırarak nakit yaratma kabiliyetini de olumsuz etkileyecektir.

Popülasyon dinamiklerinde değişiklik riski... Telekomünikasyon şirketlerinin büyüme oranları, benimsenme doğal sınırlarına yaklaşacağı için gelecekte bugünkünden daha fazla nüfus dinamiklerine bağlı olacaktır. Bu nedenle, bir pandemi, göç veya satın alma gücündeki keskin düşüşün neden olduğu herhangi bir sosyal dinamik, büyüme tahminlerini etkileyecektir.

Yıkıcı doğa olayları... Doğal felaketler, mevcut altyapıyı veya hizmetleri anında kullanılmaz hale getirebilir ve rekabetçi kalabilmek için yatırım gerektirir.

Pazar doygunluğu... Türk telekomünikasyon pazarında, olgun bir pazar olarak, doygunluk nedeniyle büyüme fırsatları sınırlıdır. Bu nedenle, operatörlerin techfin veya veri koruma veya coğrafi genişleme gibi yeni hizmetler yoluyla büyüme arayışına girmeleri gerekir.

DEĞERLEME

Turkcell için UMS29 öncesi finansallara dayalı TL bazlı İNA değerlememiz, 12A 149 TL/hisse hedef fiyat sağlıyor ve bu da son kapanış fiyatına göre %36 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.

TCELL hisseleri, 2024 yılında %8,2'lik emsallerine kıyasla %11,1'lik yatırım getirisine rağmen, 2024T/2025T FD/FAVÖK'te 4,3x, %17'ye tekabül eden 3,0x ve emsallerine göre %36 iskontolu işlem görüyor.

İNA Projeksiyonu... Lisansların çoğunlukla 25 yıl süreli olması ve TCELL'in mevcut lisans yenilemelerinin 2029 yılında gerçekleşecek olması nedeniyle, 2037 yılına kadar ortalama olarak normalleştirilmiş bir SNA marjına sahip olacak şekilde projeksiyon yaptık. Uç Değerimiz, 2037'de küresel emsallerine yakın olarak 5,1x ileri FD/FAVÖK çarpanına karşılık geliyor.

Şekil 3: İNA, 2024T-2037T, milyar TL, UMS29 öncesi

İNA Kalemleri, milyar TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Net Satışlar	151	210	263	307	358	412	469	531	596	668	747	836	936	1,049
büyüme, %	75%	39%	26%	17%	17%	15%	14%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Operasyonel Kar	32	50	72	88	112	120	149	167	185	204	226	250	277	308
Marj, %	21.2%	23.7%	27.4%	28.5%	31.3%	29.0%	31.8%	31.4%	31.0%	30.6%	30.2%	29.9%	29.6%	29.3%
Amortisman	30	39	39	45	46	62	61	71	81	93	107	122	138	157
FAVÖK	62	89	111	132	158	181	211	237	266	298	332	371	415	465
Marj, %	40.7%	42.3%	42.1%	43.1%	44.0%	44.0%	44.9%	44.7%	44.6%	44.6%	44.5%	44.4%	44.4%	44.3%
Vergi	(8.0)	(12.4)	(18.0)	(21.9)	(28.0)	(29.9)	(37.4)	(41.7)	(46.2)	(51.1)	(56.4)	(62.5)	(69.3)	(76.9)
Efektif Vergi Oranı, %	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
İşletme Sermayesi Değişimi	3	3	3	2	2	3	3	3	3	4	4	5	5	6
Op. Yatırım Harc. + Lisanslar	(35.7)	(114.2)	(55.2)	(61.4)	(68.0)	(249.2)	(84.5)	(95.5)	(107.4)	(120.2)	(134.4)	(150.5)	(168.5)	(188.8)
Marj, %	-24%	-55%	-21%	-20%	-19%	-60%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%	-18%
Op. Olmayan Yatırım Harc.	(13.6)	(18.9)	(23.7)	(24.6)	(28.6)	(33.0)	(32.8)	(37.2)	(41.8)	(46.7)	(52.3)	(58.5)	(65.5)	(73.4)
Marj, %	-9%	-9%	-9%	-8%	-8%	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
SNA	6.9	(54.2)	16.6	26.6	35.5	(127.9)	58.8	66.1	74.2	83.1	93.2	104.6	117.2	131.4
Marj, %	5%	-26%	6%	9%	10%	-31%	13%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	13%
İndirim Oranı	1.17	1.45	1.79	2.21	2.73	3.38	4.17	5.15	5.95	6.88	7.95	9.18	10.61	12.26
SNA Toplam Bugünkü Değeri	61													
Uç Büyüme	10%													
Uç Değer	213													
2037E FD/FAVÖK	5.1x													
TV as of VoOP, %	78%													
Net Borç (Nakit)	25													
Katılım Payları	11													
Hedef Piyasa Değeri	241													
Ödenmiş Sermaye	2.2													
Hedef Fiyat (TL)	149													
Son Kapanış Fiyatı (TL)	109													
Yukarı Potansiyel (%)	37%													

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

2024/2025 yıllarında, TÜFE'yi geride bırakan sürekli üç aylık fiyat artışları ve sözleşme yenileme dönemleri nedeniyle kümülatif gecikmeli etkisi üzerine sırasıyla %75/%39 nominal üst düzey büyüme bekliyoruz. FAVÖK marjının 2023'te %40,9'dan 2025'te %42,3'e hafif bir şekilde genişlemesini bekliyoruz. Güçlü büyümeye rağmen, FAVÖK marjı genişlemesi, OPEX'in Satışlara oranındaki artış ve hazine paylarının düşük tabanları nedeniyle sınırlı kaldı. 2024 için %23 operasyonel, %9 operasyonel olmayan CAPEX varsaydık ve GSMA Intelligence'ın AB operatörlerine yönelik beklentilerine paralel olarak yıldan yıla sırasıyla %18 ve %7 olan tarihi ortalamalarına doğru düşürdük.

Gelir Projeksiyonu... 2024, 2025 ve 2026'da sırasıyla %11, %6 ve %6 reel gelir artışı öngördük ve bu artışın büyük ölçüde 2022'de kaybedilen geliri karşılayacak fiyat ayarlamalarından kaynaklanacağını tahmin ettik. 2027 ve sonrasında, gerçek gelir artışımız büyük ölçüde kullanıcı tabanı büyümesinden kaynaklanıyor. Nihai büyümesi için, %15,5'lik AOSM'ye kıyasla %10'luk bir oran belirledik, bu da makro ekiplerimizin terminal GSYİH büyüme beklentisinin yaklaşık %3 altında.

Şekil 4: Satış Projeksiyonu, 2024T-2026T, milyar TL

Ciro Segmenti	2023	2024T	2025T	2026T
Mobil	57	108	153	192
Sabit Genişbant	6	11	16	21
Diğer (Cihaz, Çağrı Merkezi vb.)	11	16	19	21
TCELL Türkiye	74	134	188	235
Turkcell Uluslararası	2	4	5	6
Techfin	4	5	7	11
Diğer	6	9	10	12
Konsolide Satışlar	86	151	210	264

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Marj Projeksiyonları... Operasyonel kaldıraçla 2023'te %41 olan FAVÖK marjının 2027'de %44,2'ye ulaşmasını bekliyoruz. Geçmiş yıllardaki ücret düzenlemeleri sebebiyle ücretler mevcut durumda gelirler içerisinde daha yüksek bir pay alıyor. 2024 ve sonrasında ücretlerin satışlara oranının düşeceğine inanıyoruz. Yönetim, 2024 yılında %42 FAVÖK marjı bekliyor. Şirket tanımlı FAVÖK'ün bizim tanımımızdan biraz farklı olduğunu lütfen unutmayın (bkz. Şirketin 1Ç24 Basın Bülteni s.14).

İşletme Sermayesi ve CAPEX Projeksiyonları... Lisans yenilemeleri ve 5G ihaleleri dışında, CAPEX/Satış oranının 2024'te %23,7 operasyonel CAPEX ile zirve yapmasını bekliyoruz, bu da yönetim rehberliğinden yalnızca 70 baz puan daha yüksek. 4.5G ihalesinin miktarı göz önüne alındığında, 2025 yılında yapılması beklenen 5G ihalesi için 1.7 milyar USD tutarında bir toplu ödeme belirledik. Meşru otorite henüz 5G için resmi bir yol haritası açıklamadı. Önceki miktarları göz önüne alındığında, 2029'da yapılması beklenen 2G, 3G ve 4.5G lisanslarının yenilenmesi için de 2,6 milyar USD

öngördük. 2024 yılında enerji yatırımları ve artan fiberizasyon ile CAPEX'in Satışlara oranının %31'e ulaşmasını bekliyoruz. Lisans ücretleri hariç tutulduğunda, sabit BB segmentindeki altyapı yatırımlarının azalması nedeniyle, GSMA istihbaratının AB operatörlerine yönelik beklentilerine paralel olarak, CAPEX/Sales oranının 2024'te %32'den yıl bazında %25'e düşmesini bekliyoruz.

AOSM Varsayımları... AOSM'yi 2024T ile 2031T arasında %23,5, 2032E ve sonrasında %15,5 olarak hesaplıyoruz. Bu dönemler için Risksiz Getiri Oranını sırasıyla %20 ve %12, Borçlanma Maliyetini ise sırasıyla %21 ve %13 olarak alıyoruz. Terminal büyüme için %10 kullanıyoruz. BIST30'a karşı 0,95x'lik 3 yıllık Şirket betasını dahil ediyoruz.

Şekil 5: Sermaye Maliyeti (TRY)

	2024T-2031T	2032T-Sonrası
AOSM	23.5%	15.5%
Risksiz Getiri Oranı	20%	12%
Hisse Risk Primi	5.50%	5.50%
Beta	0.95	0.95
Özkaynak Maliyeti	25.40%	17.40%
Borç Maliyeti	21%	13%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	15.75%	9.75%
Borç Oranı	40%	40%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Benzer Şirket Çarpanları... Tahminlerimize göre, TCELL hisseleri 2024T/2025T sırasıyla 4,2x ve 2,9x FD/FAVÖK çarpanları ile emsallerine göre sırasıyla %17 ve %36 iskontolu olarak işlem görüyor. Şirket, %8,2'lik emsallerine kıyasla %11,1'lik bir sermaye getirisine sahip olduğu için TCELL'in emsallerine göre primi bile hak ettiğine inanıyoruz.

Şekil 6: Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanları (x)

Şirket	Ticker	Ülke	PD (USDmn)	Cari	2024T	2025T	ROIC (%)	Tah. Büyüme (%)
Mobile Telesystems	MTSS RM	Rusya	6,790	4.03	n.a.	n.a.	13.67	n.a.
Telekom Austria Ag	TKA AV	Avusturya	6,541	3.72	4.24	4.08	10.25	2.16
Tele2 Ab-B Shs	TEL2B SS	İsveç	6,946	7.50	8.43	8.16	7.42	2.37
Vodafone Group Plc	VOD LN	İngiltere	23,687	4.78	5.87	5.74	2.06	-17.67
Rostelecom Pjsc	RTKM RM	Rusya	3,625	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Turk Telekom	TTKOM TI	Türkiye	5,045	4.12	4.62	3.24	8.50	n.a.
Orange Polska Sa	OPL PW	Polonya	2,578	4.47	5.13	4.67	4.65	-1.55
Telefonica Brasil S.A.	VIVT3 BZ	Brezilya	13,825	4.50	3.93	3.73	8.16	50.24
Emirates Integrated Telco	DU UH	BAE	7,034	6.04	4.11	4.02	18.90	1.62
Magyar Telekom	MTELEKOM HB	Macaristan	2,737	4.17	4.24	3.73	11.34	n.a.
Mtn Nigeria Comm.	MTNN NL	Nijerya	2,764	5.88	5.48	4.90	23.41	n.a.
Oman Telecom	OTEL OM	Oman	1,948	5.27	4.98	4.86	7.99	n.a.
Mobile Telecom	ZAIN KK	Kuveyt	6,279	5.81	5.35	5.07	9.39	5.23
Mobile Telecom	ZAINKSA AB	Suudi Arabistan	2,808	10.63	5.83	5.59	5.30	7.02
Hellenic Telecom	HTO GA	Yunanistan	6,172	4.36	4.58	4.47	18.52	1.95
Saudi Telecom Co	STCAB	Suudi Arabistan	50,113	7.88	7.01	6.75	11.80	6.12
Safaricom Plc	SAFCOM KN	Kenya	5,332	5.88	4.94	4.39	10.58	n.a.
Telecom Egypt	ETEL EY	Mısır	1,118	5.26	4.30	3.90	11.42	15.07
Vodacom Group Ltd	VOD SJ	Güney Afrika	10,418	4.28	4.22	3.94	13.16	0.55
Deutsche Telekom Ag-Reg	DTE GR	Almanya	124,893	7.29	6.34	5.98	4.66	2.97
Koninklijke Kpn Nv	KPN NA	Hollanda	15,073	7.84	8.04	7.79	9.68	3.27
Telenor Asa	TEL NO	Norveç	16,037	7.06	7.30	7.17	-12.47	0.67
Telefonica Sa	TEF SM	İspanya	24,290	5.53	4.98	4.94	3.66	-0.62
Telecom Italia Spa	TIT IM	İtalya	5,282	5.78	5.88	5.73	-5.44	0.56
At&T Inc	T US	ABD	134,512	5.95	6.64	6.52	7.10	0.15
Telus Corp	T CN	Kanada	22,510	8.56	7.82	7.45	3.47	1.94
Elisa Oyj	ELISA FH	Finlandiya	7,587	10.49	10.75	10.35	14.12	0.82
Bt Group Plc	BT/A LN	İngiltere	17,610	3.69	4.22	4.15	3.38	-0.21
T-Mobile Us Inc	TMUS US	ABD	206,610	10.29	9.97	9.39	5.85	2.09
		Medyan	6.868	5.78	5.24	4.92	8.16	n.m.
		TCELL	6.547	3.73	4.14	2.87	13.52	74.97

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

TEMETTÜ PERFORMANSI

Turkcell, 2023 yılına kadar 7 yıl üst üste yaklaşık %66 ödeme oranıyla temettü ödedi ve ödeme tarihi itibarıyla ortalama %4,1 civarında getiri sağladı. Şirket, 2024 yılında %50 ödeme oranı üzerinden 6,3 milyar TL nakit temettü dağıtacağını ve duyuru tarihi itibarıyla %4,0 getiri sağlayacağını duyurdu. Ayrıca, temettü politikası olarak Şirket, dağıtılabilir karın en az %50'sinin nakit temettü ödemesi olarak ödenmesini hedeflemektedir. Böylece, 2024'ten itibaren %50 temettü ödeme oranını belirledik. Bununla birlikte, 2G, 3G ve 4.5G lisans yenilemeleri için nakit pozisyonunu güçlendirmek amacıyla 2029'un temettü ödemelerinde bir istisna olacağına inanıyoruz.

Şekil 7: Temettü Performansı (milyar TL)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Temettü	3.0	1.9	1.0	0.8	2.6	1.3	2.3	6.3	12.3	18.8	27.2	34.4	0.0	42.9
Ödeme Oranı	192%	93%	46%	25%	61%	25%	20%	34%	50%	50%	50%	50%	0%	50%
Temettü Verimi	10.2%	7.4%	3.6%	2.3%	7.5%	3.2%	1.9%	2.9%	5.6%	8.6%	12.4%	15.7%	0.0%	19.6%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

BORÇLULUK & LİKİDİTE YAPISI

1Ç24 itibarıyla Turkcell'in yaklaşık 3,0 milyar USD borcu bulunmakta olup, bunun %76'sı rezerv para cinsinden, ayrıca 1,8 milyar USD nakit, %85'i nakit para cinsinden, ve 0,7 milyar USD türev portföyü bulunmaktadır. Böylece Şirket, 1Ç24 sonu itibarıyla yaklaşık 0,2 milyar USD civarında döviz uzun pozisyonda bulunuyor. YE23'ten sonra faizlerin yükselmesiyle TL vadeli mevduatlar daha avantajlı hale geldi. Bu nedenle, yönetimin 1Ç24 analist toplantısında belirttiği gibi, ilerleyen dönemlerde Şirket'in TL uzun pozisyona sahip olmasını bekliyoruz. Hesaplamalarımıza göre, Şirket'in mevcut borcunun vadesi ortalama 4,4 yıl içinde dolacak. 1Ç24 itibarıyla Net borç/FAVÖK 0,6x seviyesinde. Net Borç/FAVÖK'ün 5G ihaleleri ve lisans yenilemeleri nedeniyle 2025 ve 2029'da sırasıyla 1,0x ve 1,4x ulaşmasını, ardından uzun vadede 0,5x ile 1,4x arasında olmasını bekliyoruz.

Şekil 8: Borçluluk Yapısı

Tür	Para Birimi	Faiz Türü	Vade	Faiz Oranı	Net Tutar (TLmn)	Yıl
Unsecured bank borrowings	EUR	Floating	2024-2028	Euribor +2.00% - Euribor+4.00%	31.7	5.0
Unsecured bank borrowings	TL	Fixed	2024-2025	11.5% - 59.0%	13.5	2.0
Unsecured bank borrowings	USD	Floating	2024-2028	SOFR 2.2%	5.0	5.0
Unsecured bank borrowings	USD	Fixed	2024-2033	1.5%-3.8%	4.2	10.0
Unsecured bank borrowings	TL	Fixed	2024	43.5%-47.0%	5.1	1.0
Unsecured bank borrowings	CNY	Fixed	2024-2028	5.2%-5.5%	2.2	5.0
Issued debt instruments	USD	Fixed	2024-2028	5.80%	31.7	5.0
Others	--	--	--	--	4.6	1.0

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

KAR DEĞERLENDİRMESİ

2023 Sonuçları: Ukrayna operasyonları hariç tutulduğunda, Şirket, 2022 yılındaki 6,0 milyar TL'den 2023 yılında 10,6 milyar TL'ye yükselen UMS 29 sonrası net kar bildirdi. 1 milyar TL daha yüksek net döviz zararı ve 4 milyar TL daha az parasal kazanç sağlamasına rağmen, 7 milyar TL'lik daha iyi operasyonel performans, 1,8 milyar TL'lik ertelenmiş vergi geliri ve TOGG'dan elde edilen 1 milyar TL'lik kazanç sayesinde reel olarak %75 büyüdü. Şirket, durdurulan operasyonlarda ayrı bir hat olarak Ukrayna operasyonlarından elde edilen kazançları, 2022 yılında 0,85 milyar TL olan net kazancı 2023 yılında 1,97 milyar TL'ye yükselterek açıklamıştır. 2023 gelirleri, reel olarak yıllık %14,6 artışla 107,1 milyar TR olarak gerçekleşti ve son dört çeyrekte yıllık %18,4 mobil ARPU reel büyümesinden ve faturalı mobil abone tabanındaki yaklaşık 1,6 milyon net eklemekten yararlandı. FAVÖK yıllık %20 artışla 36,6 milyar TL'den 43,9 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 180 baz puan artarak %39,2'den %41,0'a yükseldi.

1Ç24 Sonuçları: Operasyonel performansta sürekli iyileşme... Turkcell, UMS29 düzenlemelerine göre finansal sonuçlarını açıkladı; Bu nedenle, tüm finansal karşılaştırmalar gerçek anlamdadır. TCELL için fikir birliği tahmini yoktur. Şirket, 1Ç23'teki 270 milyon TL'lik net zararın ardından toparlanarak (UMS29 düzeltilmiş) 1Ç24'te 2,6 milyar TL net kar açıkladı. Net kardaki toparlanma, 1Ç23'e göre daha iyi operasyonel performans ve 1 milyar TL daha az vergi gideri ile ilgilidir. 1Ç24'te ciro, rasyonel fiyat artışları ve ek satış çabalarıyla yıllık bazda %12 büyüyerek 30,8 milyar TL'ye ulaştı. Mobil harmanlanmış ARPU (M2M hariç) nominal olarak 1Ç23'teki 100 TL'den nominal olarak %95 büyüyerek 196 TL'ye yükseldi. Mobil ARPU büyümesi, TÜFE'deki yıllık bazda %17'lik sağlam bir artışı geride bıraktı. OPEX'teki %23'lük artışa rağmen, FAVÖK 1Ç24'te yıllık %12'lik sağlam gelir büyümesinin öncülük ettiği operasyonel kaldıraç sayesinde %20 artışla 13,7 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK marjı 1Ç24'te %41,4'ten %44,4'e yıllık bazda 3 puan genişledi.

Öngörüler revize edildi: Yönetim, 2024'te yüksek tek haneli rehberliğini düşük çift haneliye revize etti. Yönetim, %42 FAVÖK marjı ve %23 Operasyonel CAPEX Satışlar üzerinden rehberliğini korudu. (Şirket tanımlı FAVÖK'ün bizim tanımımızdan biraz farklı olduğunu lütfen unutmayın (bkz. Şirketin 1Ç24 PR'ı s.14)

Yorum: Turkcell'in ARPU büyümesini, Şirket'in gelecekteki reel gelir büyümesi ve FVÖK marjı genişlemesinin umut verici bir göstergesi olarak görüyoruz.

ŞİRKET GÖRÜNÜMÜ

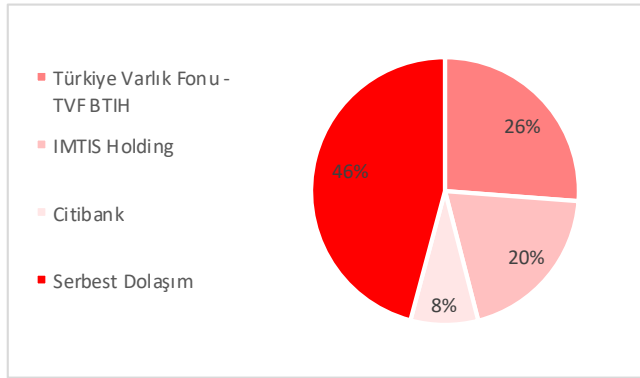
1994 yılında kurulan ve merkezi İstanbul'da bulunan Turkcell İletişim Hizmetleri (TCELL TI), entegre telekomünikasyon ve teknoloji hizmetleri lider sağlayıcısıdır. Turkcell, mobil iletişim, geniş bant internet, dijital TV ve kurumsal çözümler dahil olmak üzere kapsamlı bir hizmet yelpazesi sunarak Türkiye'nin telekomünikasyon sektöründe önemli bir oyuncu olarak ortaya çıkmıştır. Şirket, Türkiye'nin yanı sıra Ukrayna, Beyaz Rusya ve Kuzey Kıbrıs'ta uluslararası faaliyet göstermektedir. Ukrayna operasyonları şu anda durdurulan operasyonlar olarak sınıflandırılıyor. Şirket hisseleri 2000 yılından bu yana BİST'te işlem görmektedir.

Turkcell, Türkiye'nin en büyük mobil ağını işletiyor, 4.5G ile geniş kapsama alanı ve yüksek hızlı bağlantı sağlıyor. 5G'deki gelişmelere geçişe hazırlanıyor. Şirket ayrıca, çeşitli bağlantı ihtiyaçlarını karşılamak için tasarlanmış rekabetçi paketler sunarak konutlara internet hizmetleri de sunmaktadır.

Turkcell, temel hizmetlerine ek olarak, bulut ve veri merkezi hizmetleri, IoT çözümleri ve dijital içerik platformları gibi dijital hizmetleri kapsayacak şekilde hizmetlerini çeşitlendirerek, giderek dijitalleşen bir ortamda tüketicilerin ve işletmelerin artan taleplerini karşılamaktadır.

Aralık 2023'te Şirket, Ukrayna operasyonlarının (Lifecell LLC, LLC Global Bilgi ve LLC Ukrtower) hisselerinin tamamının, tüm hak ve borçları ile birlikte NJJ Capital'e satışı için bir anlaşma imzaladıklarını duyurdu. İlgili satış işlemi, 1Ç24 itibarıyla TCELL'in son mCap'inin c8'ine ve net borcun %51'ine karşılık gelen 525 milyon ABD Doları tutarındaki FD üzerinden gerçekleşecektir.

Şekil 9: Ortaklık Yapısı (%)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Şirket hisselerinin %54'ü halka açık olup, bunun %8'lik kısmı NYSE'de işlem görmektedir. Devlete ait bir kuruluş olarak Türkiye Varlık Fonu, Turkcell'de önemli bir hisseye sahiptir ve Türkiye'nin telekomünikasyon

sektöründe hükümetin çıkarlarını ve stratejik uyumunu temsil etmektedir. TVF BTIH, Yönetim Kurulu atamalarının oy haklarının %57,8'ine sahiptir.

Dr. Ali Taha Koç, Şirketin CEO'sudur. Intel'de 61 patent geliştirdiği ve uluslararası projeleri yönettiği deneyimlere sahip bir mühendistir. 2014 yılından bu yana, Türkiye'de Başbakanlık ve Bilgi Teknolojileri Başkanlığı'na danışmanlık yaparak önemli roller üstlendi. 2018 yılında Bilkent Üniversitesi'nde öğretim görevlisi ve pilot lisansı ile Cumhurbaşkanlığı Dijital Dönüşüm Ofisi'ne atandı.

Kamil Kalyon, CPA, Şirketin CFO'sudur. Kariyerine E&Y Türkiye'de başlamış ve daha sonra OMV Petrol Ofisi'ne Vergi Direktörü olarak geçmiştir. 2016 yılında Turkcell Grubu'na katıldıktan sonra finans alanında kilit görevlerde bulundu ve 2023 yılından bu yana Finanstan Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak görev yapıyor.

Şekil 10: Büyük İştirak ve Ortaklıklar

Şirket Adı	Faaliyet Konusu	Sahiplik (%)
Kıbrıs Mobile	Telekom	100%
Turkcell Global	Müşteri İlişkileri Yönetimi	99.99%
Turktell Information Serv.	BT & Katma Değerli GSM Hizmetleri	100%
Superonline	Telekom, TV yayıncılığı	100%
Global Tower	Telekom Altyapısı	100%
LLC Lifecell	Telekom	100%
Turkcell Ödeme	Ödeme Hizmetleri	100%
Paycell LLC	Ödeme Hizmetleri	100%
Belarus Telekom	Telekom	100%
Turkcell Finansman	Tüketici Finansmanı	100%
BiP	Dijital Hizmetler	100%
TOGG	Elektrikli Araçlar	23%
Turkcell Dijital Sigorta	Dijital Sigortacılık	100%

Kaynak: Company, Ak Yatırım Araştırma

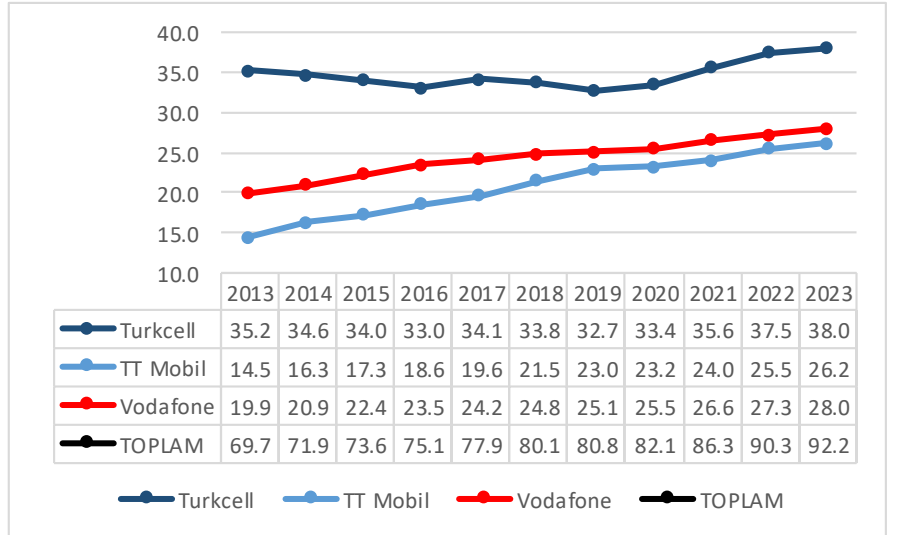
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

2023 yılında telekomünikasyon hizmet sağlayıcılarının net satışları yıllık %72,5 büyüme ile 225 milyar TL'ye ulaştı ve yıllık TÜFE'yi 760 baz puan geride bıraktı (BTK, 2023). 2022 yılında 12 ay ile 24 ay arasında değişen sözleşme dönemleri nedeniyle sektörün yıllık net satış büyümesi ortalama TÜFE'nin %31 gibi büyük bir oranda altında gerçekleşmişti. Telekomünikasyon şirketleri ağırlıklı olarak ses, mobil ve sabit genişbant hizmetleri sunmakta olup, TCELL, TTKOM ve Vodafone sektörün en büyük oyuncularındır. Bu 3 şirket 2023 yılında 170 milyar TL net satış gerçekleştirdi. Bu 3 şirket dışında, Türkiye'de ağırlıklı olarak internet hizmetleri sunan ve 2023 yılında 54 milyar TL civarında gelire sahip olan yaklaşık 463 elektronik haberleşme şirketi bulunmaktadır.

MOBİL SEGMENT GÖRÜNÜMÜ

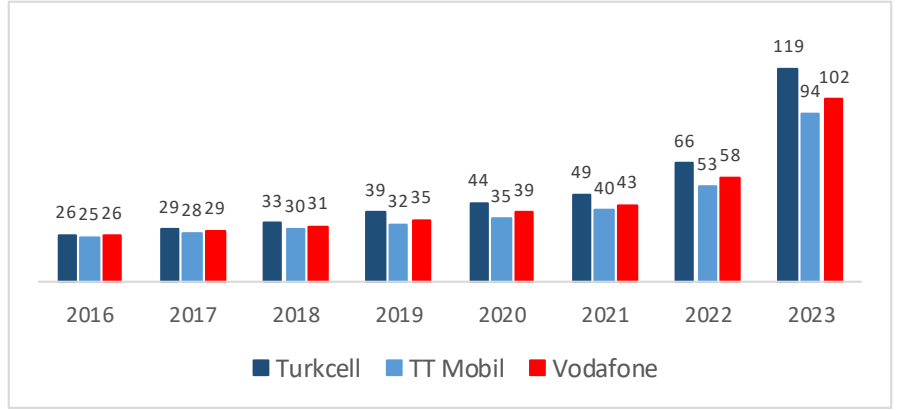
Türkiye'de 2023 Aralık sonu itibarıyla makineler arası (M2M) aboneler de dahil olmak üzere 92,2 milyon mobil abone bulunuyor ve bu oran %108'lik nüfus penetrasyonuna tekabül ediyor. M2M hariç tutulduğunda ve mobil araçların 9+ yaş bireyler tarafından kullanıldığı varsayıldığında, mobil penetrasyon 2023 yılı sonu itibarıyla %113'e ulaştı. GSMA Intelligence verilerine göre, AB ülkelerinin medyanı %135 civarında olduğu düşünüldüğünde, Türkiye'nin mobil penetrasyonu %108 ile potansiyelinin oldukça altında. Temmuz 2009'da başlatılan 3G hizmeti, Mart 2016 sonu itibarıyla 66 milyon aboneye ulaştı, ancak Nisan 2016'da 4.5G'nin piyasaya sürülmesiyle 3G'den 4.5G aboneliklerine hızlı bir geçiş yaşandı. Aralık 2023 sonunda 3G abone sayısı 5 milyon, 4.5G abone sayısı ise 85 milyona ulaştı.

Şekil 11: Operatörlerin Mobil Kullanıcı Sayısı (mn)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

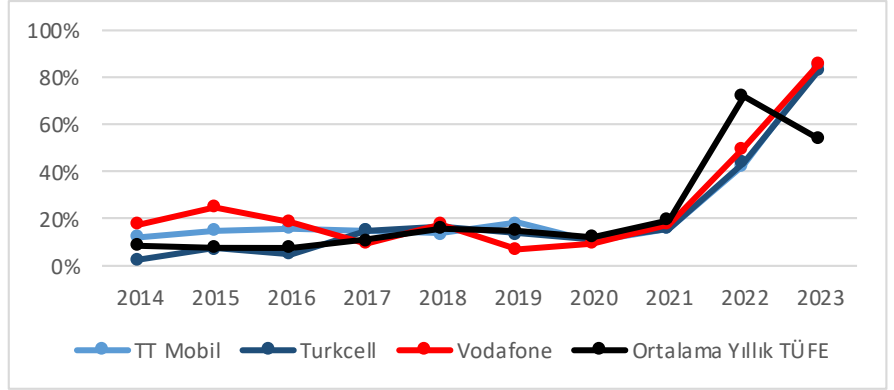
Turkcell, 38 milyon mobil kullanıcısıyla on yılı aşkın süredir kullanıcı tabanında aslan payına sahip. Ancak Şirket, son 20 yılda toplam mobil kullanıcı sayısı içindeki payını koruyamadı. Türkiye pazarına 2005 yılında Telsim'i satın alarak giren Vodafone, pazardaki ilk on yıl içinde mobil kullanıcı sayısında %30 pazar payı elde etti ve bu payın büyük bir kısmı TCELL'in payından alındı. 2015 yılından sonra Turkcell'in mobil kullanıcı oranı 2023 yılında %48'den %41'e düşmeye devam ederken, TTKOM payını %23'ten %28'e yükseltti. Rekabetçi fiyatlandırma stratejilerinin ve mobil paketlerdeki özel tekliflerin operatörlerin kullanıcı tabanlarını değiştirdiğine inanıyoruz. Ayrıca, 2008 yılı sonlarında uygulanmaya başlanan telefon numarası değiştirmeden operatör değiştirme seçeneğinin getirilmesi ve operatör değiştirme kolaylığı pazar paylarının değişimi üzerinde etkili oldu. 2008 yılındaki ilk uygulamasından bu yana, yaklaşık 177 milyon numara taşıma başvurusu yapıldı.

Şekil 13: Mobil Karma ARPU (TL)

Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

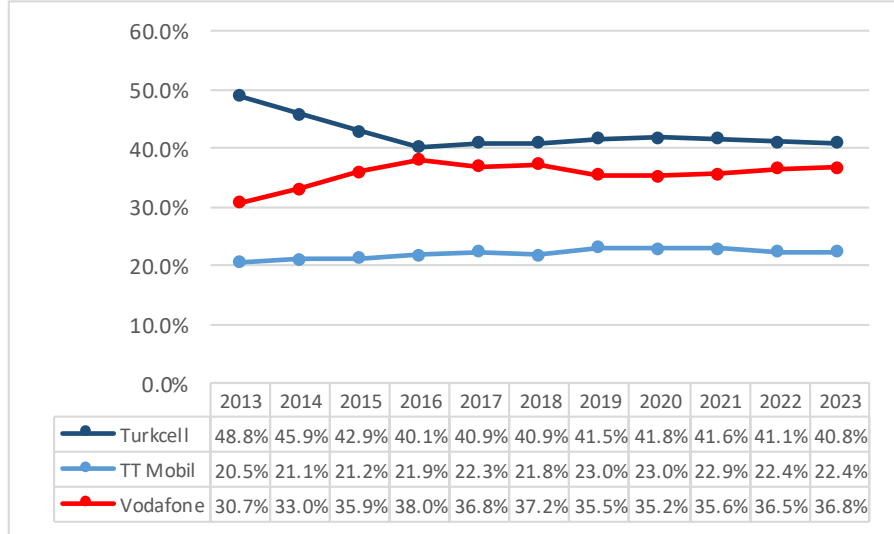
Turkcell, 1.6Gbps ile şebeke hızında Avrupa'nın en hızlı mobil operatörüdür ve Türkiye'nin en geniş frekans bantlarına sahip şirkettir (GSA, 2022). Şirket, sunduğu daha iyi bağlantı kalitesi sayesinde son 8 yılda müşterilerinden diğer operatörlere göre %4 ile %22 arasında daha yüksek fiyatlar talep etti. Mobil segmentinde pazar lideri olan Turkcell, artan enflasyon ortamında diğer operatörlere göre daha çevik bir fiyatlandırma stratejisine sahip. Ancak, diğer operatörlerin fiyat ayarlamalarını takip etmesi ile farkın diğer operatörler lehine daralacağına inanıyoruz.

Şekil 14: Net Satış Büyümesi (y/y, %)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 15: Operatörlerin Ciroya Göre Pazar Payları (%)

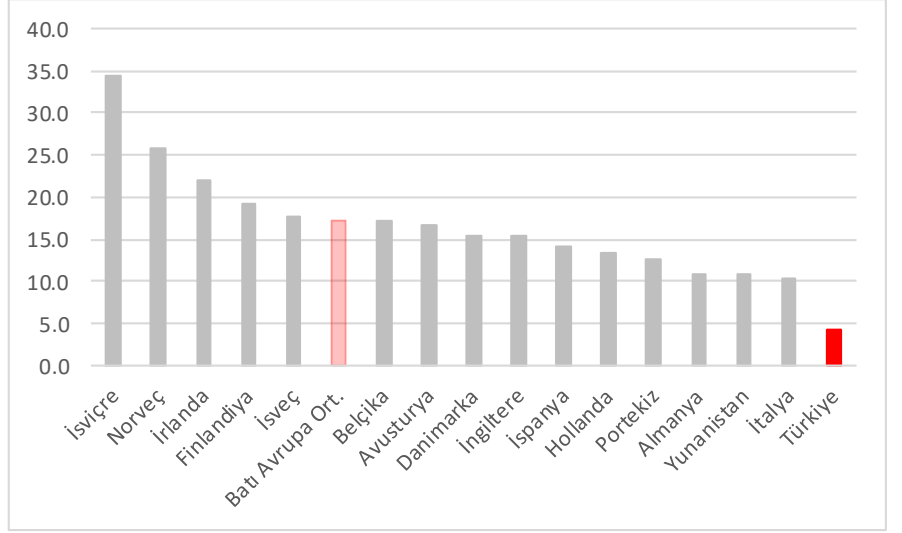


Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

TCELL, son 10 yılda mobil segment kullanıcılarında yaklaşık %10 pazar payı kaybetmesine rağmen, mobil segment gelirlerinde %41'lik pay ile lider konumunu korumaktadır. Bu kaybın büyük bir kısmını Vodafone kazandı. Türkiye'deki ilk 8 yılında 2013 yılına kadar daha rekabetçi bir fiyatlandırma uygulayan Vodafone, 2013-2015 yılları arasında kullanıcı tabanından pay kaybetmeden ARPU'sunu artırarak payını %30,7'den neredeyse %36'ya yükseltti. Vodafone'un pay almak için sınırsız sosyal medya paketleri sunması, genç neslin operatörler arası tercihlerinde önemli bir etki yarattı. Diğer taraftan, TTKOM, emsallerine göre daha düşük ARPU büyümesi ile kullanıcı tabanındaki payını %7 oranında artırmasına rağmen, mobil segmentte gelirlere göre 3. sırada yer almaya devam etmektedir.

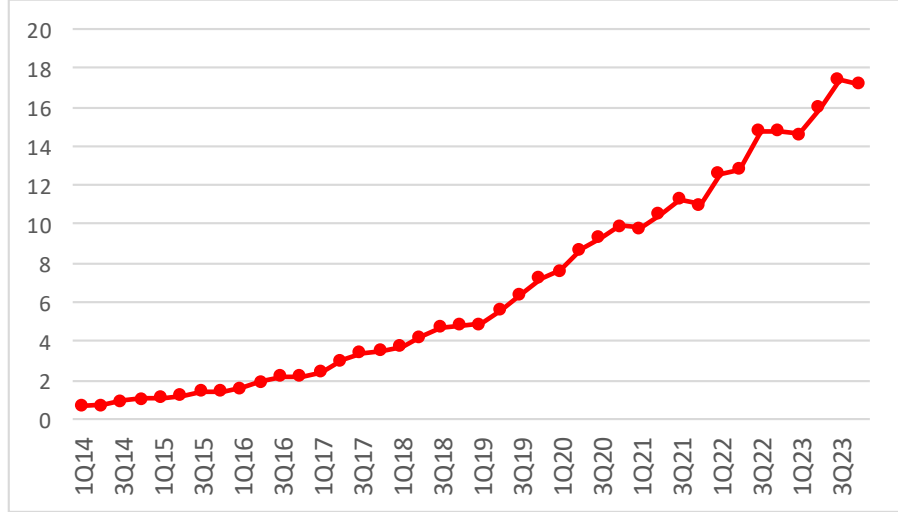
Kullanıcı başına ortalama mobil veri kullanımı 2018'de c5GB'den 2023'te c17 GB'ye fırladı. Artan bağlantı ihtiyaçlarına rağmen, Türkiye'deki ortalama mobil ARPU hala Avrupa ortalamalarına kıyasla çok daha düşük. 2023 yılı itibariyle Batı Avrupa'daki ülkelerin ortalama ARPU'su 17,2 Avro civarındayken, Türkiye'de sadece 4,3 Avro'dur.

Şekil 16 : Ülkelere Göre Mobil ARPU, 2023 (EUR)



Kaynak: GSMA Intelligence, BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 17: Mobil Data Kullanımı (GB)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

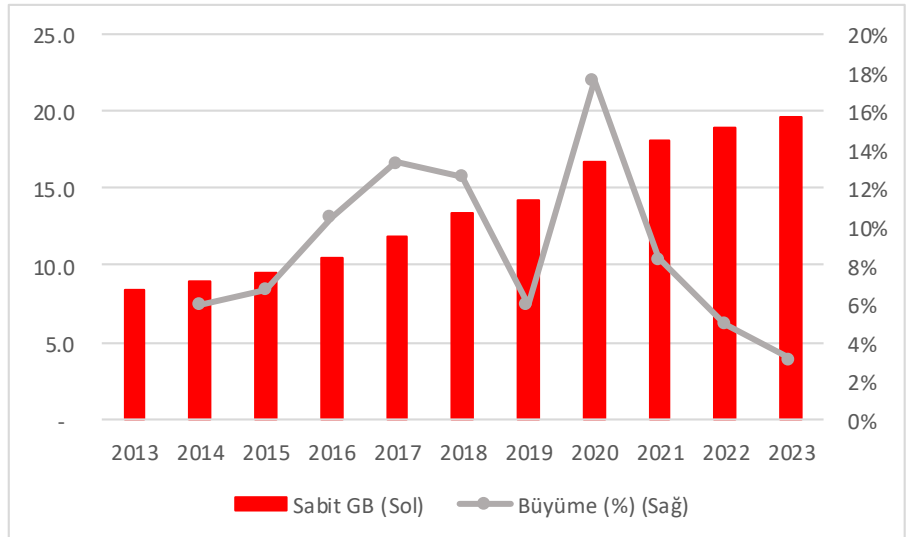
SABİT GENİŞBANT SEGMENT GÖRÜNÜMÜ

Sabit genişbant kullanıcı sayısı 2018'de 13,4 milyon iken, 2023'te %7,9'luk bir YBBO ile 19,6 milyona ulaştı. Sabit genişbant kullanıcı kitlesi büyümesinin ana itici güçleri, operatörlerin iletişim altyapısı yatırımları sayesinde ulaşılan hane sayısındaki ve özellikle video akışı ile VoIP'de veri kullanımındaki artıştır. Türkiye, sabit genişbant aboneliklerinde OECD ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ülkeler arasında yer almaktadır. 2022 yılında OECD'de sabit genişbant abonelik sayısı ortalama %1,7 artarken, Türkiye %2,3'lük abone tabanı büyümesi ile OECD ortalamasının üzerine çıktı. Türkiye'de sabit GB yaygınlığı, daha hızlı büyümesine rağmen, 2023 yıl sonu itibarıyla %23'lük penetrasyon oranı ile OECD ortalaması olan %34,9'un hala çok uzağında. Türkiye için sabit GB büyümesinin önündeki başlıca engeller, banliyö ve kırsal alanlardaki düzensiz kapsama alanı, giriş seviyesindeki kullanıcılar arasında düşük talep ve geçiş hakkı düzenlemesinin uygulanmasındaki zorluklardır.

19,6 milyon sabit genişbant kullanıcısının 6,8 milyonu fiber kullanıcısı, 5,5 milyonu ise eve kadar fiber (FFTH) müşterileridir. Fiber kablo uzunluğu son 5 yılda yıllık %8-%11 oranında arttı. xDSL kullanıcıları, yaklaşık 10,8 milyon kullanıcıyla hala segmentin büyük çoğunluğunu oluşturuyor. Fiber dönüşümü, müşteri deneyimini iyileştirmeye ve operatörler için gelir artışı sağlamaya devam ediyor.

2022 yılında, yukarıda da belirtildiği üzere, 12 ay ile 24 ay arasında değişen uzun sözleşme dönemleri nedeniyle, sektörün yıllık net satış büyümesi 2022 yılında ortalama TÜFE'nin %31 gibi ciddi bir oranda altında kaldı. Hizmet sağlayıcıları, sözleşme sürelerini kısaltmaya başladı ve müşterilerini sözleşme yenilemeleri için proaktif bir şekilde yönlendirdi. Yerleşik Şirket TTKOM, sözleşmelerini 12+12 ay yerine 9+9 ay ile sınırlamaya başladı. 1Ç24 itibarıyla, TCELL'in 12 ay vadeli sözleşmeleri, 1Ç23'teki %41'e kıyasla toplam konut sabit GB sözleşmelerinin %74'ünü oluşturmaktadır.

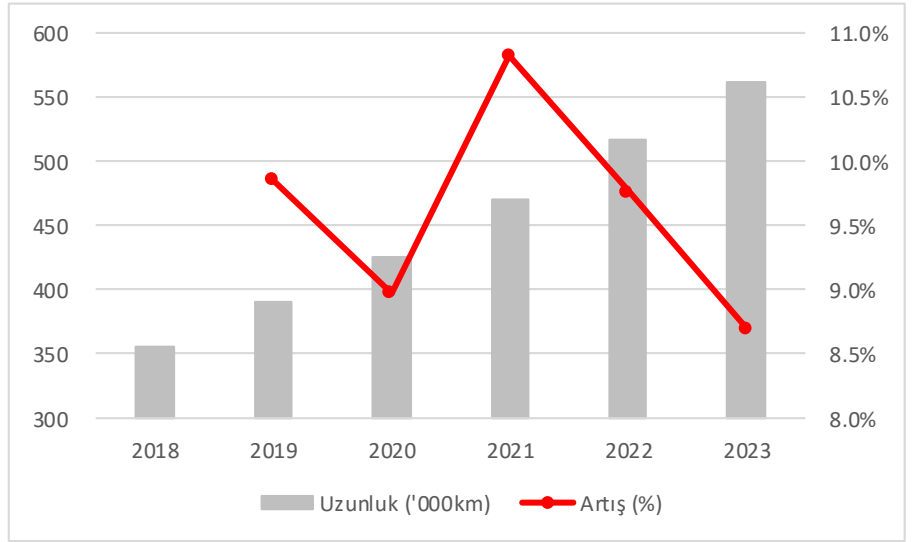
Şekil 18: Sabit Genişbant Kullanıcı Sayısı ve Yıllık Büyüme Oranları (mn, %)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

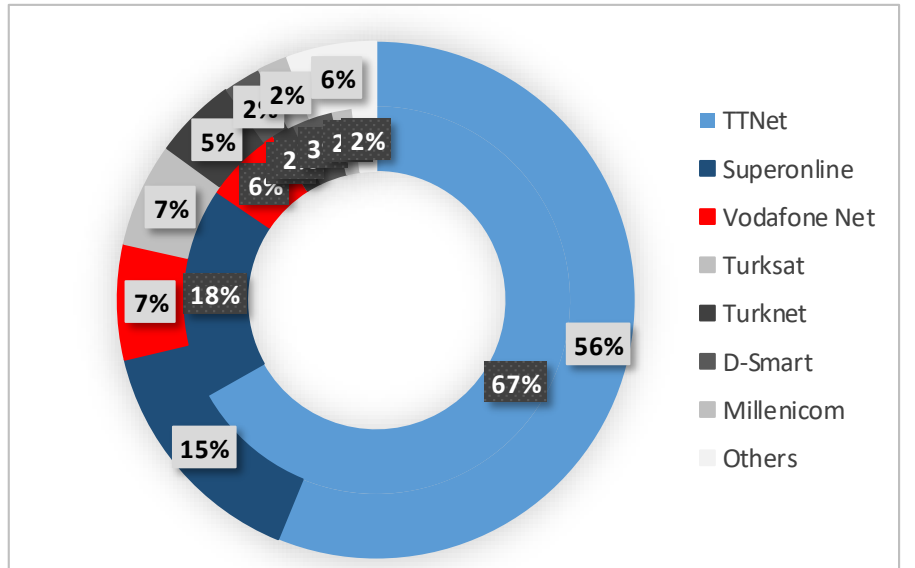
Türkiye'nin sabit genişbant segmentinde yerleşik olarak atanan TTKOM, 2023 yılı sonu itibarıyla kullanıcı tabanında %56 pay ile aslan payına sahiptir. 2018 yılı ile kıyaslandığında TTKOM son 5 yılda yaklaşık %11 pazar payı kaybetti ve TTKOM'un aradaki kaybının büyük bir kısmını Türksat ve Turknet kazandı. 2023 yılı sonu itibarıyla Fiber uzunluğu, son 5 yılda yaklaşık %10 YBBO ile 562.000 km'ye ulaştı. Yerleşik Şirket 437.000 km uzunluğa ulaştı.

Şekil 19: Fiber Uzunluğu ('000 km)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

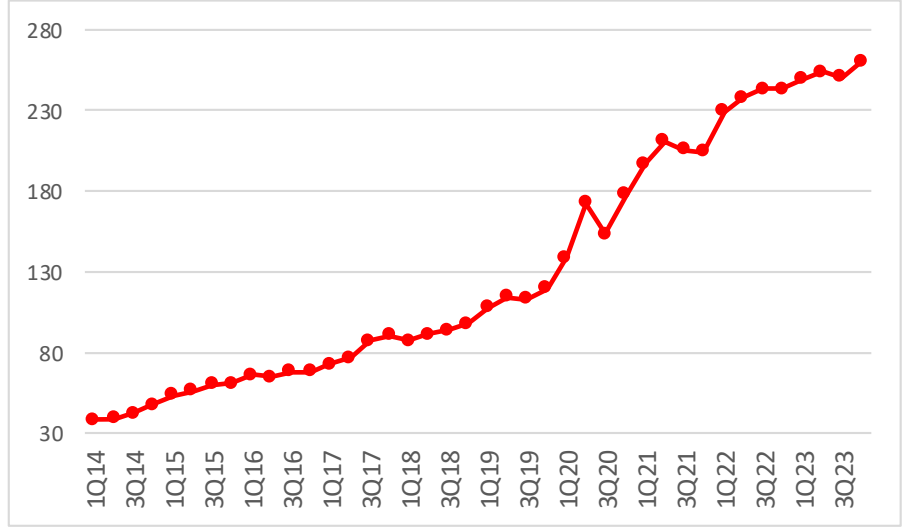
Şekil 20: Kullanıcı Sayısına Göre Pazar Payları (% , 2018 İç Grafik, 2023 Dış Grafik)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Kullanıcı başına ortalama sabit BB veri kullanımı, 2018 ile 2023 arasında %22 YBBO ile yaklaşık 97GB'den c260GB'ye hızla yükseldi.

Şekil 21: Ortalama Sabit Genişbant Veri Kullanımı (GB)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgiler dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023