

## TÜRK TELEKOM

Tavsiye Yok

## Vergi gelirleri sebebiyle beklentilerin üzerinde net kar...

Analist: Yusuf Karagöz

[yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr](mailto:yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr)

Hakan Aygün

[hakan.avgun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.avgun@akyatirim.com.tr)

**Türk Telekom (TTKOM T1; Tavsiye Yok)** 4Ç23'te UMS29 öncesi finansallarında beklentilerin oldukça üzerinde 2,097 milyon TL net kar açıkladı (Ak Yatırım: 1,350 milyon TL, RT Cons: 1,475 milyon TL). Şirket 4Ç23'te temel olarak varlıkların yeniden değerlendirilmesi ve Ar-Ge teşviklerinin etkisiyle 1.680mn TL net vergi geliri kaydetti. Ertelenmiş vergi geliri, beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kar üzerinde ana etken oldu. Şirket ayrıca, beklentilerin %3 altında gerçekleşen satış gelirleri sebebiyle beklentilerin hafif altında FAVÖK elde etti.

**Yönetim beklentileri:** TTKOM FY23 sonuçları yönetim beklentilerinin biraz üzerinde gerçekleşti. Yönetim, FY24'te %42 yıl sonu enflasyon beklentisinin üzerinden (TCELL'in %37'sine kıyasla) UMS29 sonrası %11-13 ciro büyümesi (FY23'te %10 ve TCELL'in yüksek tek haneli rakamına kıyasla), %36-38 FAVÖK marjı (FY23'te %32,6'ya kıyasla) ve %27-28 yatırım harcamaları/satışlar (FY23'te %25,7'ye kıyasla) oranı beklemektedir.

**Yorum:** Tahminlere yakın operasyonel sonuçlara ve şahin yönetim beklentilerine piyasanın olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Mobil segmentten daha uzun kontrat sürelerine sahip sabit genişbant ağırlığı nedeniyle TTKOM için operasyonel performansın toparlanması diğer telekom şirketlerine göre daha uzun zaman alsa da, şirketlerin yönetim beklentilerinin de işaret ettiği gibi TTKOM için kar büyümelerinin daha yüksek olacağına inanıyoruz. ARPU'ların fiyat ayarlamaları ile güçlü bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna ve parasal sıkılaşma temasının reel büyümenin önünü açarak telekom şirketlerini ön plana çıkaracağına inanıyoruz. Ayrıca, TTKOM'un daha yüksek büyüme potansiyeli (düşük onlu yüzdelere karşı düşük tek haneli), daha yüksek ROIC (orta onlu yüzdelere karşı orta tek haneli yüzdelere), daha yüksek kazanç momentumu ve cazip ileriye dönük çarpanları sebebiyle uluslararası benzerlerine karşı öne çıkacağına inanıyoruz.

Çeyrek Özet		Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	4Ç23	4Ç22	y/y	3Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	25,708	15,287	68%	22,362	15%	26,525	26,661	-3%
FAVÖK	8,501	5,594	52%	7,979	7%	8,866	8,906	-4%
FAVÖK Marjı	33.1%	36.6%	-350 bps	35.7%	-260 bps	33.4%	33.4%	-30 bps
Net Kar	2,097	1,011	107%	4,504	-53%	1,475	1,350	42%

Bloomberg Kodu	TTKOM T1
Tavsiye	Yok
Hedef Fiyat, TL	n.a.
Güncel Fiyat, TL	37.20
Getiri Potansiyeli	n.a.
Halka Açıklık Oranı	13%
Piyasa Değeri, mn TL	130,200
Firma Değeri, mn TL	174,660

Finansal Veriler	2020	2021	2022	2023
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	28,289	34,273	48,042	81,271
FAVÖK, mn TL	12,895	15,384	17,908	27,297
Net Kâr, mn TL	3,178	5,761	4,135	6,645

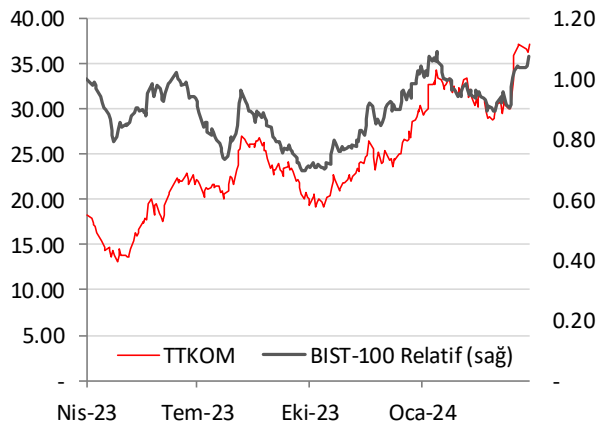
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	16,227	22,107	31,915	44,460
Net Borç/FAVÖK	1.3	1.4	1.8	1.6

<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	45.6%	44.9%	37.3%	33.6%
Net Marj	11.2%	16.8%	8.6%	8.2%
Temettü Verimi	2.3%	6.9%	12.3%	n.a.

<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	19.6%	21.2%	40.2%	69.2%
FAVÖK, y/y	16.3%	19.3%	16.4%	52.4%
Net Kâr, y/y	32.0%	81.3%	-28.2%	60.7%

Değerleme Verisi	2020	2021	2022	2023
F/K	8.2	4.7	9.7	19.6
FD/FAVÖK	3.3	3.2	4.0	6.4
FD/Ciro	1.5	1.4	1.5	2.1

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	27.8%	24.4%	95.0%	52.7%
BİST-100 Relatif	18.4%	4.8%	3.5%	19.7%
AOİH, mn TL	912	1,061	1,453	1,106



\* Yukarıdaki tablo enflasyon düzeltmesi içermemektedir.

**Diğer detaylar:**

**4Ç23'te operasyonel kârlılık marjlarındaki y/y daralmaya rağmen, UMS29 öncesi kârlılık 1,6 milyar TL'lik net vergi geliri sayesinde yıllık bazda %107 arttı.** FAVÖK marjı 4Ç22'ye kıyasla 4Ç23'te 350 baz puan daralarak %33,1'e geriledi. Depremle ve başka sebeplerden kaynaklı tek seferlik giderler hariç tutulduğunda, FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe kıyasla 120 baz puan genişleyerek %35,9'a yükseldi. 2016 yılı hariç bakıldığında, yıllık FAVÖK marjı enflasyonun seyri ve tek seferlik giderlerin etkisiyle %33.6 ile son 10 yıldaki en düşük seviyesini gördü. Satış gelirleri 4Ç23'te y/y %68 ve ç/ç %15 büyüdü (TCELL y/y %81, ç/ç %12). Gelirlerdeki yıllık %69'luk büyümenin 2023 TÜFE ortalaması olan %54,86'nın üzerinde gerçekleşmesine rağmen, maliyet baskıları nedeniyle zayıflayan operasyonel performans ile operasyonel kar artışı (tek seferlik gelirler dahil) %41,6 olarak gerçekleşti.

**UMS29 sonrası net kar 2023 yılında %138 artış ile 16,4 milyar TL olarak gerçekleşti.** Net kardaki artış üzerinde 13,2 milyar TL'lik vergi geliri etkili oldu. FAVÖK 32,6 milyar TL olarak gerçekleşti ve reel olarak yıllık bazda sadece %1 büyüdü. Satış gelirleri 100 milyar TL'ye ulaşarak yıllık %10 reel gelir büyüme kaydetti. Mobil gelirler %3/%15 abone/ARPU büyümesi ile yıllık bazda %20 artarken, sabit genişbant gelirleri %3/%-1 abone/ARPU büyümesi ile yıllık bazda %3 daraldı. Şirket operasyonlarında 29,1 milyar TL nakit akışı yaratırken, operasyonel nakit akışı marjı fiyat ayarlamalarının ARPU seviyesi üzerindeki gecikmeli etkisi ve maliyet baskıları nedeniyle en az son 10 yılın en kötü seviyesi olan %29'a geriledi. Serbest nakit akışı, 2022 yılında 2,7 milyar TL iken 2023 yılında 4,1 milyar TL'ye yükseldi. Serbest nakit akışı marjı 2022 yılındaki %3,0 seviyesinden 2023 yılında %4,1'e yükseldi ancak 10 yıllık ortalama seviyesi olan %14'ün hala çok gerisinde kaldı. Net borç pozisyonu, temel olarak 9 milyar TL'lik yatırım harcamaları nedeniyle 4Ç23'te %5 artarak 44,5 milyar TL'ye yükseldi. Net borcun FAVÖK'e oranı 3Ç23'teki 1,7x seviyesinden 1,4x'e geriledi.

**Çarpanlar:** IAS29'un operasyonel karlılığın iyileşmesi üzerindeki gölgeleyici etkisine rağmen, hisse S12A FD/FAVÖK 5,4x ile işlem görmektedir ve GOÜ'deki emsallerine göre iskontoya işaret etmemektedir. Hissenin YBG performansı %53 ile BIST100'den %20 daha iyi olmasına rağmen, çarpanlar iyileşen karlılıkla normalleşti.

Yıllık Özet - UMS29 Öncesi			
TRY mn	Özet Finansallar		
	12A23	12A22	y/y
Net Satış	81,271	48,042	69%
FAVÖK	27,297	19,148	43%
FAVÖK marjı	33.6%	39.9%	-630 bps
Net Kar	6,645	4,315	54%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Yıllık Özet - UMS29 Sonrası			
TRY mn	Özet Finansallar		
	12A23	12A22	y/y
Net Satış	100,185	91,401	10%
FAVÖK	32,646	32,392	1%
FAVÖK marjı	32.6%	35.4%	-280 bps
Net Kar	16,422	6,910	138%
OCF	29,174	31,891	-9%
FCF	4,148	2,744	51%
Net Debt / (Cash)	44,460	52,587	-15%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım



	2022/12M	2022/12M	2023/12M
<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>Düzeltilmemiş</b>		
<b>Sürdürülen Faaliyetler</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>100,184.7</b>	<b>91,400.9</b>	<b>100,184.7</b>
Satışların Maliyeti (-)	(78,315.9)	(70,387.1)	(78,315.9)
<b>Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>21,868.7</b>	<b>21,013.8</b>	<b>21,868.7</b>
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>21,868.7</b>	<b>21,013.8</b>	<b>21,868.7</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(10,383.1)	(9,017.5)	(10,383.1)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(13,021.8)	(11,305.9)	(13,021.8)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(1,295.1)	(967.5)	(1,295.1)
Diğer Faaliyet Gelirleri	3,075.3	1,473.3	3,075.3
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(5,102.2)	(2,555.4)	(5,102.2)
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>(4,858.3)</b>	<b>(1,359.2)</b>	<b>(4,858.3)</b>
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	4,245.7	4,565.9	4,245.7
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4,679.7	5,067.9	4,679.7
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(47.5)	(136.1)	(47.5)
Diğer Gelir ve Giderler	(386.5)	(366.0)	(386.5)
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>(612.6)</b>	<b>3,206.6</b>	<b>(612.6)</b>
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	12,098.2	6,650.9	12,098.2
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	(8,055.5)	(2,314.1)	(8,055.5)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	<b>3,430.2</b>	<b>7,543.5</b>	<b>3,430.2</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)</b>	<b>12,991.3</b>	<b>(633.9)</b>	<b>12,991.3</b>
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(271.7)	(688.3)	(271.7)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	13,263.0	54.4	13,263.0
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>16,421.6</b>	<b>6,909.6</b>	<b>16,421.6</b>
<b>Dönem Kar/Zararının Dağılımı</b>			
Ana Ortaklık Payları	16,421.6	6,909.6	16,421.6
Azınlık Payları		-	-

BİLANÇO	Düzeltilmemiş		
	2022/12M	2022/12M	2023/12M
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>26,187.7</b>	<b>43,941.1</b>	<b>48,237.8</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,124.9	8,444.4	13,591.0
Finansal Yatırımlar	4,880.8	8,042.3	7,828.3
Ticari Alacaklar	8,758.2	14,431.1	13,341.8
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	-	-	38.4
Diğer Alacaklar	161.9	259.4	261.1
Stoklar	682.7	1,396.6	1,323.7
Diğer Dönen Varlıklar	5,146.7	8,609.8	7,833.0
(Ara Toplam)	26,150.3	43,482.4	47,779.1
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	37.4	458.6	458.6
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>54,544.0</b>	<b>143,363.0</b>	<b>146,483.1</b>
Ticari Alacaklar	185.7	306.0	243.5
Diğer Alacaklar	74.0	121.9	78.5
Finansal Yatırımlar	24.6	72.1	174.9
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	13.8	120.1	102.2
Maddi Duran Varlıklar	29,950.0	75,794.8	75,987.9
Şerefiye	44.9	486.6	486.6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	17,728.9	58,263.3	54,863.2
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4,417.8	1,719.5	8,797.2
Diğer Duran Varlıklar	267.9	536.9	144.0
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>80,731.7</b>	<b>187,304.1</b>	<b>194,720.9</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>26,366.2</b>	<b>43,748.0</b>	<b>56,575.0</b>
Finansal Borçlar	12,318.3	20,297.3	33,378.7
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-
Ticari Borçlar	9,468.5	15,640.4	14,099.0
Diğer Borçlar	1,814.6	2,990.0	3,233.4
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	67.5	111.3	17.5
Borç Karşılıkları	769.8	1,268.5	1,604.7
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	917.8	1,515.7	2,129.4
(Ara Toplam)	26,366.2	43,748.0	56,575.0
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>34,395.2</b>	<b>62,766.7</b>	<b>39,855.7</b>
Finansal Borçlar	29,602.0	48,776.1	32,500.7
Diğer Borçlar	58.1	95.8	95.9
Uzun vadeli karşılıklar	2,455.7	4,046.4	4,067.9
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	287.9	6,539.2	226.4
<b>Özkaynaklar</b>	<b>19,970.3</b>	<b>80,789.4</b>	<b>98,290.2</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>19,970.3</b>	<b>80,789.4</b>	<b>98,290.2</b>
Ödenmiş Sermaye	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	391.9	2,718.9	2,920.7
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	5,378.8	22,524.1	29,231.8
Dönem Net Kar/Zararı	4,134.8	6,909.6	16,421.6
Yabancı Para Çevrim Farkları	2,167.2	3,178.1	3,223.2
Diğer Özsermaye Kalemleri	4,397.6	41,958.8	42,992.9
<b>Azınlık Payları</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>80,731.7</b>	<b>187,304.1</b>	<b>194,720.9</b>

NAKİT AKIM	2022/12M	2022/12M	2023/12M
<b>İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit</b>	<b>17,390.7</b>	<b>31,891.3</b>	<b>29,173.7</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Kar</b>	<b>4,134.8</b>	<b>6,909.6</b>	<b>16,421.6</b>
<b>Düzeltilmeler:</b>	<b>14,740.7</b>	<b>32,997.9</b>	<b>20,820.7</b>
Amortisman & İtfa Payları	8,084.5	32,669.0	35,477.1
Karşılıklardaki Değişim	1,177.9	2,267.1	3,411.9
Diğer Gelir/ Gider	5,478.2	(1,938.2)	(18,068.2)
<b>İşletme Sermayesinde Değişikler Öncesi Faaliyet Karı (+)</b>	<b>18,875.5</b>	<b>39,907.5</b>	<b>37,242.3</b>
<b>İşletme Sermayesindeki Değişiklikler</b>	<b>(487.2)</b>	<b>(6,227.7)</b>	<b>(5,472.7)</b>
<b>Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit (+)</b>	<b>18,388.3</b>	<b>33,679.7</b>	<b>31,769.6</b>
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(997.6)	(1,788.4)	(2,595.9)
Sabit Sermaye Yatırımları	(12,662.2)	(21,356.0)	(25,074.4)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(3,479.1)	(7,791.2)	49.0
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit</b>	<b>(16,141.3)</b>	<b>(29,147.2)</b>	<b>(25,025.3)</b>
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>1,249.4</b>	<b>2,744.1</b>	<b>4,148.4</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,247.0	4,486.1	4,201.5
Temettü Ödemeleri	(4,954.6)	(10,140.8)	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(742.3)	(1,077.4)	2,534.3
<b>Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit</b>	<b>(4,449.9)</b>	<b>(6,732.1)</b>	<b>6,735.8</b>
<b>Yabancı Para Çevrim Fark. Etkisinden Önce Nakit Ve Nakit Benz. Net Artış/Azalış</b>	<b>(3,200.5)</b>	<b>(3,988.0)</b>	<b>10,884.2</b>
Yabancı Para Çevrim Fark. Nakit Ve Nakit Benz. Üzerindeki Etkisi	307.9	(7,497.4)	(6,024.1)
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>(2,892.6)</b>	<b>(11,485.4)</b>	<b>4,860.1</b>
<b>Dönem Başı Nakit Değerler</b>	<b>6,344.9</b>	<b>17,173.8</b>	<b>5,688.4</b>
<b>Dönem Sonu Nakit</b>	<b>3,452.3</b>	<b>5,688.4</b>	<b>10,548.5</b>

Kaynak: Rasyonet



## 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 dayanak 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.