

Türk Telekom

02/09/2024

Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 50%

Şirketin 2024 beklentilerini ve enflasyon muhasebesi düzeltmelerini (UMS-29) içeren revize tahminlerimize dayanarak TTKOM için hedef fiyat seviyemizi hisse başına 72,3 TL'ye yükseltiyoruz. 5G ihalesi ve imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi ile ilgili belirsizliklere rağmen, en az dört çeyrek daha devam etmesi beklenen güçlü kazanç ivmesi ve düşük penetrasyon oranlarına sahip fiber pazarındaki lider konumu nedeniyle hisse için olumlu görüşümüzü koruyoruz. Reel ARPU büyümesinin, i) önceki yıllardaki fiyat ayarlamalarının gecikmeli etkisinin nihayet devreye girmesi, ii) toptan internet fiyatlarındaki yukarı yönlü revizyonla desteklenen tarife fiyatlarının daha da artması ve iii) müşteri sözleşme sürelerinin kısalması nedeniyle geniş bant segmentindeki artış sayesinde devam etmesini bekliyoruz. Şirket şu anda 3,9x EV/EBITDA ile işlem görmektedir.

Sabit genişbant iş kolunda iyileşen görünüm. Enflasyonist ortam, genişbant segmentinde mobil tarafa kıyasla daha uzun sözleşme süreleri ve sabit toptan internet fiyatları nedeniyle Türk Telekom'un ARPU büyümesi ve faaliyet marjları üzerinde ekstra bir yük oluşturmuştur. Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) tarafından belirlenen toptan fiyatların uzun süre güncellenmemesi, parçalı sabit internet pazarında rekabeti artırmış ve perakende fiyatları baskılamıştır. Temmuz 2023'te toptan internet fiyatları % 70 oranında artırılmış, bunu diğer İSS'ler tarafından perakende fiyatlarda sektör çapında yapılan ayarlamalar izlemiştir. Bu yıl yine Temmuz ayında %70 oranında bir zam daha yapılmıştır. Bu toptan fiyat ayarlamalarının pazarda daha sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemesini ve yeni fiyat seviyelerinin perakende segmentinde absorbe edilmesiyle TTKOM'un sabit internet ARPU ve karlılığına olumlu katkıda bulunmasını bekliyoruz.

Daha kısa sözleşme süreleri. TTKOM, enflasyonla mücadele etmek ve daha aktif fiyatlandırma stratejisi benimsemek için Aralık 2023'ün başında perakende tarifelerinin sözleşme yapısını 12+12'den 9+9'a çevirmiştir. Sözleşme süreleri Haziran 2024'te 3+12 yapısıyla on beş aya indirilmiştir. Yeni yapı, önümüzdeki dönemde genişbant ARPU büyümesine ek destek sağlayacak ve fiyat geçişkenliğini olumlu yönde etkileyecektir.

2024 beklentileri: Türk Telekom 2024 yılında %36-%38 civarında bir FAVÖK marjı hedeflerken reel olarak %11-%13 arasında bir ciro büyümesi (UFRYK hariç) beklemektedir. Şirket ayrıca, 2023 yılında %25,7 olan yatırım harcamalarının satışlara oranının %27 ile %28 arasında olmasını öngörmektedir. Sabit ses segmenti hariç tüm iş kollarında abone bazındaki büyümenin devam etmesi, dinamik fiyatlandırma politikası, güçlü üst paket satışı ve yeniden sözleşme yapma performansı sayesinde ciro büyümesinin devam etmesi beklenmektedir. Yönetim, veri ve hız talebindeki güçlü trendlerin 2024 yılında da devam etmesini beklemektedir. Marjdaki iyileşmenin, gelir gelişimindeki ivmenin korunması ve faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki iyileşmeden kaynaklanması öngörülmektedir. Yatırım harcamaları bütçesi, sabit ve mobil iş kollarında planlanan erişim ve kapasite yatırımlarının yanı sıra yeni veri merkezleri ve güneş enerjisi santralleri (GES) için beklenen harcamaları içermektedir. Yeni veri merkezi ve GES yatırımlarına ek olarak daha yüksek hacimli FTTH dönüşüm ve yeni fiber erişim projeleri, geçen yıla göre yatırım harcaması yoğunluğu oranında beklenen artışın ana itici güçleri olarak kabul edilebilir. Güçlü 1Ç24 sonuçları ve 2Ç24 beklentilerine dayanarak, şirket'in yılı hedeflerinin üst bandına yakın bir seviyede tamamlanmasını beklemekteyiz.

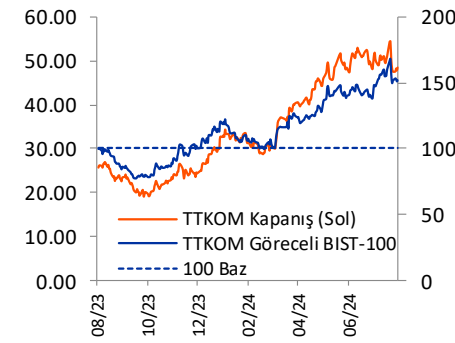
Önümüzdeki dönemde yatırım harcamalarının yoğunluğu artacaktır. Türk Telekom, telekomünikasyon hizmetlerinin yürütülmesini düzenleyen ve Şubat 2026'da sona erecek olan imtiyaz sözleşmesinin uzatılması için 2023 yılı başında BTK'ya başvurmuştur. Konuyla ilgili olarak Ulaştırma ve Altyapı Bakanı ise, imtiyaz sözleşmesinin bu yıl içinde uzatılabileceğini açıklamıştır. Konuya ilişkin olası çözümün hisse senedi üzerindeki yükün azalmasına destek olması beklenirken, anlaşma şartları ve ödeme miktarı henüz netlik kazanmış değildir. 5G ihalesinin 2025 yılında yapılması planlanırken, ihale takviminin 2024 yılında açıklanması beklenmektedir. Yaklaşık 800mn ABD Doları olan 4.5G teknolojisine benzer bir lisans ödemesi yapılacağını varsaymaktayız.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	48.36
12 Aylık Hedef Fiyat*	72.33
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	72.33
Piyasa Değeri (mn)	169,260
Halka Açık PD (mn)	22,529
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1101.4
Hisse sayısı (Adet mn)	3,500
Takas Saklama Oranı (%)	13
Yabancı Oranı (%)	23

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	0.8	98.5	83.9
ABD \$	-2.1	72.3	44.1
BIST-100 Relatif	10.0	50.8	47.9

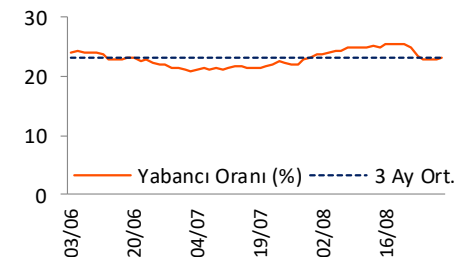
Çarpanlar (\$)	2023	2024	2025
F/K	7.4	30.7	39.6
PD/DD	1.3	1.3	1.4
FD/FAVÖK	5.1	3.9	3.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 19.11 54.30

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 23.20



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Buğra Tanes

btanes@isyatirim.com.tr

+90 212 350 27 12

Turk Telekom

Gelir Tablosu (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Büyüme & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	131,617	144,266	162,117	170,379	171,323	Büyüme					
Brüt Kar (Zarar)	30,260	31,491	35,382	39,023	40,429	Büyüme					
Operasyonel Giderler	-30,659	-35,568	-27,287	-28,282	-28,182	Net Satışlar	-	9.6%	12.4%	5.1%	0.6%
Esas Faaliyet Karı	-399	-4,077	8,096	10,741	12,247	Faaliyet Karı	-	n.a	n.a	33%	14%
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-1,558	-2,919	-1,809	-1,901	-1,912	FAVÖK	-	1%	31%	9%	3%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	Net Kar	-	90%	-76%	-22%	-36%
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	7,102	6,670	5,902	5,926	5,713	Operasyonel Performans					
Net Finansman Gelir (Gideri)	6,245	5,822	-4,555	-8,740	-12,002	Brüt Marj	23.0%	21.8%	21.8%	22.9%	23.6%
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	14,001	6,187	7,059	5,472	3,505	Faaliyet Kar Marjı	-0.3%	-2.8%	5.0%	6.3%	7.1%
Vergi Giderleri (Gelirleri)	913	-18,707	1,059	821	526	FAVÖK Marjı	35.4%	32.6%	38.0%	39.3%	40.1%
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Efektif Vergi Oranı	-9.4%	435.4%	-15.0%	-12.0%	-10.1%
Net Kar	13,088	24,895	6,000	4,651	2,979	Net Kar Marjı	9.9%	17.3%	3.7%	2.7%	1.7%
Düzeltilmiş Net Kar	13,088	24,895	6,000	4,651	2,979	Özkaynak Karlılığı	-	19.3%	4.2%	3.4%	2.3%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	46,130	69,794	52,440	55,404	56,011	Aktif Karlılığı	-	9.1%	2.0%	1.4%	0.9%
FAVÖK	46,644	47,010	61,594	66,966	68,784	Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	67.1%	57.3%	58.9%	52.7%
						Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	34.9%	29.1%	28.0%	30.8%	31.4%
						Serbest Nakit Akışı / Satışlar	3.0%	4.1%	7.8%	9.4%	8.1%

Bilanço (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Rasyo Analizi	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	63,275	69,462	90,284	101,494	113,085	Düzeltilmiş F / K (x)	14.1	7.4	30.7	39.6	a.d
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,160	19,571	31,018	38,055	46,622	FD / FAVÖK (x)	5.1	5.1	3.9	3.6	3.5
Ticari Alacaklar	20,781	19,212	55	29,045	32,446	FD / Satışlar (x)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4
Stoklar	2,011	1,906	1,906	1,716	2,119	PD / Defter Değeri (x)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
Diğer Dönen Varlıklar	12,772	11,655	17,064	17,277	17,163	Hisse Başına Kazanç (₺)	3.74	7.11	1.71	1.33	0.85
Duran Varlıklar	206,443	210,936	231,047	225,102	217,879	Hisse Başına Temettü (₺)	2.04	n.m	n.m	0.43	0.42
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	104	252	252	227	208	Temettü Verimi	10.0%	0%	0%	0.7%	0.6%
Maddi Duran Varlıklar	109,145	109,423	130,137	127,203	125,604	Net Borç (Nakit) (m n ₺)	87,306	75,295	136,886	146,177	151,733
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	84,600	79,704	76,345	74,259	73,262	Net Borç / FAVÖK (x)	1.87	1.60	2.22	2.18	2.21
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	949	320	391	352	322	Net Borç / Özsermaye (x)	0.75	0.53	0.96	1.11	1.24
Toplam Varlıklar	269,718	280,398	321,330	326,596	330,964	İş Yatırım - Enflasyon Tahmini	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Kısa Vadeli Yükümlülükler	62,997	81,468	68,523	73,867	86,774	Enflasyon (Yıl sonu)	64%	65%	44%	25%	19%
Finansal Borçlar	29,228	48,065	68,523	73,867	86,774						
Ticari Borçlar	22,522	20,303	21,726	24,419	25,231						
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	412	698	698	628	575						
Uzun Vadeli Yükümlülükler	90,384	57,392	110,139	120,911	121,854						
Finansal Borçlar	70,238	46,801	99,381	110,364	111,582						
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	138	138	138	124	114						
Özkaynaklar	116,337	141,538	142,669	131,818	122,336						
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	116,337	141,538	142,669	131,818	122,336						
Rezerv ve Diğer Kalemler	3,915	4,206	4,206	3,785	3,466						
Dönem Net Karı (Zararı)	13,088	24,895	6,000	4,651	2,979						
Azınlık Payları	0	0	0	0	0						
Toplam Kaynaklar	269,718	280,398	321,330	326,596	330,964						

Nakit Akımı (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	45,923	42,010	45,472	52,492	53,792
Düzeltilme Öncesi Kar	9,950	23,647	6,000	4,651	2,979
Amortisman & İtfa Payları	47,043	51,087	53,499	56,225	56,537
İşletme Sermayesindeki Değ.	-8,968	-7,881	-3,180	-3,045	-3,653
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-2,791	-26,018	-15,760	-10,252	-6,922
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-41,972	-36,036	-38,175	-82,683	-110,280
Sabit Sermaye Yatırımları	-34,525	-37,013	-38,175	-82,683	-110,280
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-1,129	71	0	0	0
Serbest Nakit Akım	3,951	5,974	12,699	16,020	13,888
Finansman Faal. Kay. Nakit	-9,694	9,699	19,442	-1,560	14,833
Finansal Borçlardaki Değişim	6,460	6,050	9,047	8,603	23,644
Temettü Ödemeleri	-14,603	0	0	-7,976	-13,084
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	1,102	18,374	130,19	-1,594	7,924
Net Nakit Değişimi	-16,539	6,999	20,470	13,240	14,508

*Tüm rakamlar UMS-29'a uygun olarak ve TL'nin Aralık 2024'teki satın alma gücüne göre yeniden düzenlenmiştir.

*Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Turk Telekom

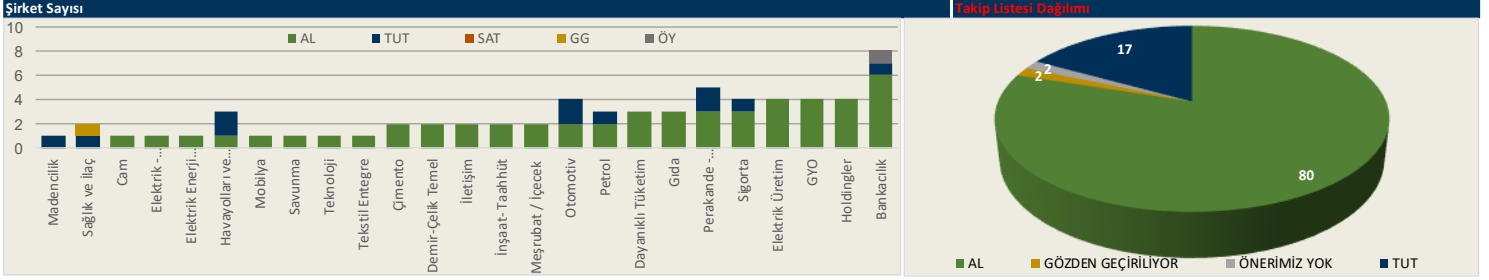
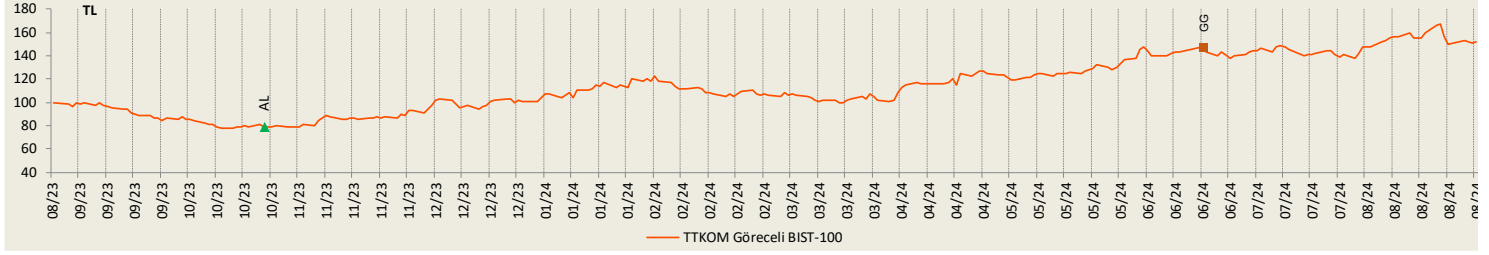
Lisans ödemeleri dışında, şirketin mevcut fiber altyapısı ve hükümetin 5G geçişi için yerel teknoloji tedariki konusundaki hassasiyeti göz önüne alındığında, şirketin operasyonel yatırım harcaması marjı üzerinde ani bir baskı oluşmasını beklemiyoruz.

Şirket, 2027 yılına kadar toplam 406 mgw kapasiteye ulaşmayı hedefleyerek GES'e yatırım yapmaya başlamıştır. Bu kapasite, şirketin 2023 yılındaki elektrik tüketiminin %65'ine karşılık gelmektedir. Şirketin 2024-2027 yılları arasında bu alanda toplam 600 milyon ABD doları yatırım yapacağını tahmin ediyoruz. SSP yatırımlarının 2025 yılından itibaren kademeli olarak elektrik maliyetlerini düşürmesi (2023FY'de toplam faaliyet giderleri içindeki payı %7-8) beklenmektedir. Tam katkı 2027'den sonra görülecektir.

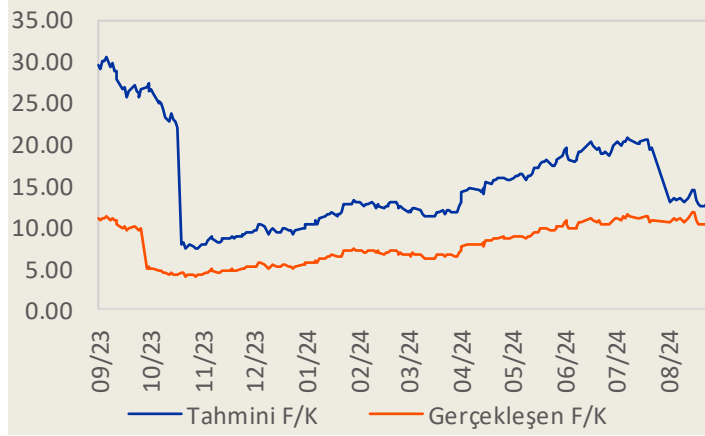
Riskler: Şirket için potansiyel risk faktörleri i) tarifelerdeki fiyat artışlarının enflasyonun önemli ölçüde altında kalması, ii) sektördeki rasyonel olmayan rekabet ortamı, iii) döviz kurlarındaki oynaklık ve TL'deki keskin değer kaybının çoğunlukla döviz cinsinden olan yatırım harcamalarında artışa yol açması, iv) önümüzdeki yıllarda 4.5G-5G lisansları ve imtiyaz yenilemeleri için beklenenden daha yüksek ödemeler yapılmasıdır.

Türk Telekom

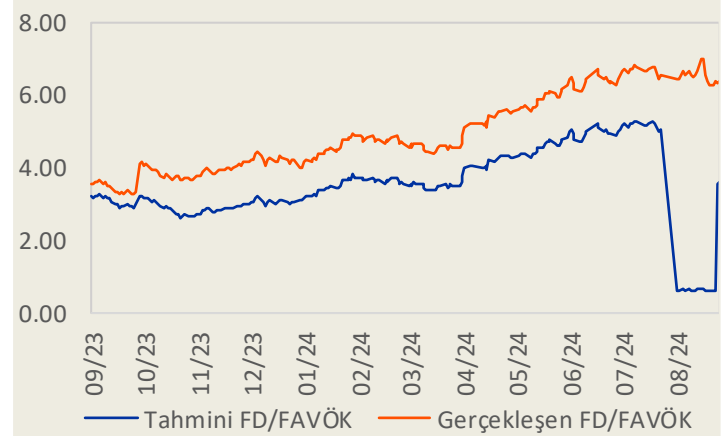
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



This report has been prepared by "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş." (İş Investment) solely for the information of clients of İş Investment. Opinions and estimates contained in this material are not under the scope of investment advisory services. Investment advisory services are given according to the investment advisory contract, signed between the intermediary institutions, portfolio management companies, investment banks and the clients. Opinions and recommendations contained in this report reflect the personal views of the analysts who supplied them. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Investors must make their decisions based on their specific investment objectives and financial positions and with the assistance of independent advisors, as they believe necessary.

The information presented in this report has been obtained from public institutions, such as Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Market Board of Turkey (CMB), Republic of Turkey, Prime Ministry State Institute of Statistics (SIS), Central Bank of the Republic of Turkey (CBT); various media institutions, and other sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed.

All information in these pages remains the property of İş Investment and as such may not be disseminated, copied, altered or changed in any way, nor may this information be printed for distribution purposes or forwarded as electronic attachments without the prior written permission of İş Investment. (www.isinvestment.com)