Türk Telekom

Kur farkı giderleri net karlılığı etkiliyor

R. Fulin Önder
Analist
fonder@sekeryatirim.com

Türk Telekom 4Ç16'da, büyük ölçüde bilançosundaki USD ve EUR açık pozisyonunu ve TL'nin bu para birimleri karşısındaki değer kaybından kaynaklanan kur farkı zararları nedeniyle TL 1,338mn tutarında net zarar açıklamıştır. Türk Telekom'un 4Ç16 net zararı, piyasa ortalama beklentisi olan TL -1,032mn'un ve tahminimiz olan TL -1,034mn'un da altında gerçekleşmiştir. Grup'un faaliyet performansı, genel olarak tahminler dahilinde gerçekleşmiştir; Türk Telekom'un satış gelirleri beklentiler paralelinde, %33.6 olarak hesapladığımız konsolide FAVÖK marjı ise, beklentiler dahilinde olmakla beraber, ortalama beklentinin altında gerçekleşmiştir. Son zamanlardaki kur hareketleri nedeniyle, Türk Telekom'un 4Ç16'da belirgin ölçüde kur farkı zararları kaydedebileceği genel olarak beklenmekteydi. Yine de, Grup'un net zararının beklentilerin altında gerçekleşmesine piyasanın ilk tepkisinin olumsuz olabileceğini düşünmekteyiz.

Satış gelirlerindeki kuvvetli artış 4Ç16'da da devam etmiştir - Türk Telekom'un 4Ç16'da yıllık %9.9 ve çeyreklik %3.2 yükselişle TL 4,250mn'a ulaşan satış gelirleri, piyasa ortalama beklentisi olan TL 4,203mn'a paralel gerçekleşmiştir (Şeker Yatırım T.: TL 4,242mn). Grup'un mobil gelirlerindeki kuvvetli büyüme bu çeyrekte de devam etmiş ve yıllık %19.3 olarak gerçekleşmiş, genişbant gelirlerindeki büyüme ise hızlanarak %16.5'a ulaşmıştır. Sabit hat ses hizmetlerinden elde edilen gelirlerdeki azalma ise, dünyadaki azalış trendine paralel olarak 4Ç16'da yıllık %7.9 olarak gerçekleşmiştir. Türk Telekom'un konsolide FAVÖK'ü hesaplamalarımıza göre 4Ç16'da TL 1,427mn'a ulaşmıştır. Grup, bu dönemde, TL 2,007mn tutarındaki kur farkı ve türev işlemleri zararları kaynaklı TL 2,180mn tutarında net finansal gider kaydetmiştir. Şirket'in net karlılığına önemli etkide bulunan bu giderler ile, Türk Telekom, 4Ç16'da TL 1,388mn tutarında net zarar açıklamıştır.

2017 beklentileri - Türk Telekom, 2017 yılında satış gelirlerinin %8-%9 aralığında büyümesini beklemektedir. Grup, 2017 yılında TL5.8mlyr-TL6.0mlyr aralığında bir FAVÖK elde edebileceğini tahmin etmektedir. Grup, 2017 yılında yatırımlarının TL 3mlyr tutarında gerçekleşebileceğini öngörmektedir.

Türk Telekom için pay başına TL 6.35 hedef değerimizi ve "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz - Türk Telekom için 2017 yılı tahminlerimiz Grup'un henüz paylaşmış olduğu 2017 yılı beklentileri paralelindedir. Tahminlerimizde ancak hafif düzenlemeler ile, satış gelirleri tahminimizi %1 kadar arttırılarak ve FAVÖK beklentimizi %0.5 oranında azaltarak, Grup payları için TL 6.35 hedef fiyatımızı korumaktayız. Türk Telekom payları, tahminlerimize göre 2017T 5.3x ve 12.8x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler. Yurt dışı eşlenikleri ise, 2017T 6.0x ve 14.4x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler.

	2014	2015	2016	2017T	2018T
F/K	9.87	22.51	a.d.	12.83	9.11
FD/FAVÖK	6.58	6.17	5.84	5.32	5.02
FD/Satışlar	2.31	2.17	1.95	1.81	1.71
PD/DD	3.08	3.89	5.74	3.83	3.35
Net Satışlar (TL Mn)	13,602	14,523	16,109	17,397	18,441
Net Kar (TL Mn)	2,007	907	(724)	1,514	2,132
Hisse Başına Kar (TL)	0.57	0.26	(0.21)	0.43	0.61

AL
Hedef Fiyat: TL 6.35

	TL	US$
Fiyat	5.55	1.48
BİST 100	88,249	23,590
US$ (MB Alış):	3.74	
52 Hafta Yüksek:	6.73	2.38
52 Hafta Düşük:	5.10	1.35
Bloomberg/Reuters Kodu:	TTKOM.TI / TTKOM.IS	

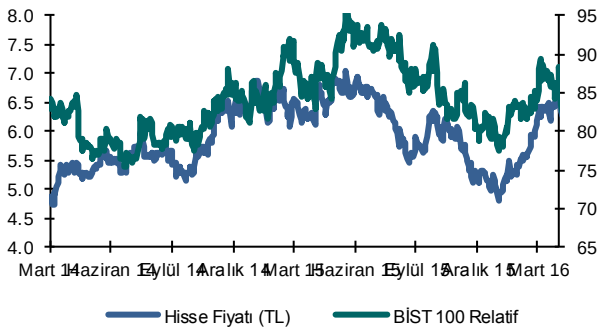
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3,500

	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	19,425	5,192
Halka Açık PD (TL Mn):	2,525	675

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	5.9	5.0	5.1
US$ Getiri (%):	2.6	-17.8	0.1
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-7.5	-14.3	-6.9
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	24.6		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	7.8		

Beta	0.82
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.26
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.23

Ortaklık Yapısı	%
Oger Group	55.0
Hazine	30.0
Halka Açık	15.0
Toplam	100.0



Satışlarda sağlıklı artış devam ediyor - Türk Telekom'un 4Ç16 konsolide satış gelirleri, önceki yılın aynı dönemine göre %9.9 oranında artarak TL 4,250mn olarak gerçekleşmiştir. Açıklanan satış gelirleri, beklentiler paralelindedir. Grup'un konsolide satış gelirlerindeki %9.9 oranındaki artış, mobil segmentte süregelen kuvvetli (yıllık %19.3, önceki çeyreğe göre %2.4) büyüme, ve genişbant gelirlerindeki hızlanan büyüme (yıllık %16.5, önceki çeyreğe göre %7.7) ile gerçekleşmiştir. İnşaat faaliyetlerinden elde edilen TL 78mn tutarında gelirlerin etkisi hariç tutulduğunda, Türk Telekom'un 4Ç16 satış gelirlerinde, önceki yılın aynı dönemine göre %12.5 oranında artış gerçekleşmiştir.

- **Mobil gelirlerdeki kuvvetli artış devam etmiştir -** Türk Telekom'un konsolide satış gelirlerinin %35.9'unu oluşturan mobil satış gelirleri, 4Ç16'da yıllık %19.3 artarak TL 1,524mn olarak gerçekleşmiştir. Grup, 4Ç16 mobil abone sayısında bu dönemde net 0.2mn artış elde etmiştir. Böylelikle Türk Telekom'un toplam mobil abone sayısı 4Ç16 sonunda 18.6mn'a ulaşmıştır. 4Ç16'da faturalı abone dönüşümü süreci devam etmiş, bu dönemde faturalı abone sayısında 0.3mn artış kaydedilmiştir. Faturalı hat abonelerinin toplam aboneler içerisindeki payı bu dönemde %52.7'ye yükselmiştir (3Ç16: %51.6, 4Ç15: %50.3). Ayrıca, bu segmentte abone başı elde edilen aylık gelirler, Nisan 2016'daki LTE lansmanın da etkisiyle ile daha yüksek data paketlerine olan talebin artmasıyla önceki yılın aynı dönemine göre %9.7 oranında artış göstererek TL 26.1 olarak gerçekleşmiştir. Faturalı hatlardan abone başı elde edilen aylık gelirler, 4Ç16'da yıllık bazda %7.4 oranında artarak TL 34.0 olarak gerçekleşirken, ön ödemeli hat aboneleri başına elde edilen aylık gelirler de yıllık bazda %11.6 artışla TL 17.1 olarak gerçekleşmiştir.

- **Genişbant gelirlerindeki büyüme, kuvvetli abone edinimleri ve abone başı gelirlerdeki artış ile hızlanmaya devam etmiştir** - Türk Telekom'un genişbant gelirleri, 4Ç16 konsolide satış gelirlerinin %27.1'ini oluşturmuştur. 4Ç16'da, Grup'un genişbant gelirlerindeki büyüme, abone edinimleri ve abone başına elde edilen aylık gelirlerdeki artışlar neticesinde hızlanarak yıllık bazda %16.5 olarak gerçekleşmiştir. Türk Telekom 4Ç16'da genişbant hizmetlerinden TL 1,150mn tutarında gelir elde etmiştir. Grup, bu dönemde genişbant aboneliklerinde, 262bin artış sağlamıştır. Böylelikle Türk Telekom'un toplam genişbant abone sayısı, 4Ç16 sonunda 8.7mn'a ulaşmıştır. Genişbant abonelerinden elde edilen abone başı aylık gelirler de, yıllık bazda %7.3 oranında artarak TL 44.7'ye ulaşmıştır.

- **Sabit hat ses gelirlerindeki azalış devam etmiştir -** Türk Telekom'un sabit hat ses gelirlerinden elde etmiş olduğu gelirler, 4Ç16'da konsolide gelirlerinin %15.9'unu oluşturmuştur. Bu dönemde sabit hat ses gelirlerinden elde edilen gelirlerdeki azalış yıllık %7.9 oranına gerilemiş, Grup, bu segmentten TL 675mn gelir elde etmiştir. Sabit ses hat aboneliklerinde 4Ç16'da yıllık bazda %7.9 oranında azalış gerçekleşmiş, ve bu segmentte abone başı elde edilen aylık gelirler yıllık olarak %1.1 azalarak TL 23.2 olarak gerçekleşmiştir.

- Kurumsal veri hizmetlerinden elde edilen gelirler, önceki yılın aynı dönemine göre %10.4 oranında artarak TL 340mn'a ulaşmış, uluslararası satışlardan elde edilen gelirler ise yıllık bazda %10.0 oranında azalarak TL 126mn olarak gerçekleşmiştir. Grup'un yurt içi ara bağlantı ve diğer GSM operatörlerinden elde edilen ve benzeri gelirlerinden oluşan diğer gelirleri, 4Ç16'da %35.7 oranında artış göstererek TL 304mn'a ulaşmıştır. Türk Telekom'un inşaat faaliyetlerinden elde edilen gelirleri ise 4Ç16'da %51.9 oranında azalarak TL 78mn olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle Grup'un toplam gelirleri %9.9 oranında artarak TL 4,250mn olarak gerçekleşmiştir.

Operasyonel karlılık - Türk Telekom'un 4Ç16 konsolide FAVÖK marjı, hesaplamalarımıza göre önceki yılın aynı dönemine göre 3.5 y.p. artış göstererek %33.6'ya ulaşmıştır. Grup, bu dönemde hesaplamalarımıza göre TL 1,427mn tutarında konsolide FAVÖK elde etmiştir. Faaliyet giderlerinin detaylarını incelediğimizde, personel giderlerindeki artışın yılın ilk yarısındaki artış oranlarına kıyasla yavaşlayarak yıllık bazda %7.6 oranında gerçekleşmiş olduğunu (3Ç16: yıllık %9.1 artış) gözlemlemekteyiz. Bir defaya mahsus TL 67mn tutarındaki Hazine payı ile ilgili karşılık payları ve TL 146mn tutarındaki Turkcell ile sağlanan sulh sonucu elde edilen faydadan arındırıldığında, faaliyet giderlerindeki artış, %5.8 oranında gerçekleşmiştir.

Türk Telekom, 4Ç16'da, özellikle artan finansman giderleri nedeniyle, TL 1,338mn tutarında net zarar açıklamıştır (3Ç16: TL 8.7mn, 4Ç15: TL 1,039mn). Türk Telekom, bu dönemde, bilançosundaki USD 3.3mlyr ve EUR 1.5mlyr açık pozisyonuna bağlı olarak, TL'nin bu para birimleri karşısında değer kaybının etkisiyle TL 2,007mn'a ulaşan kur farkı ve türev işlemler zararları kaydetmiştir; böylelikle Grup'n finansman giderleri TL 2,180mn'a ulaşmıştır. 4Ç16 net karlılığını büyük ölçüde etkilemiş olan finansal giderlerindeki artış haricinde, bu dönemde net karlılık üzerinde yeni satın alınan spektrum ve ilgili

yatırımlar nedeniyle TL 745mn'a ulaşan amortisman giderlerindeki yıllık bazda %25.9 artışın da etkisi gözlemlenmektedir. Türk Telekom, bu dönemde, vergi öncesi karlılığının düşük gerçekleşmiş olması nedeniyle, TL 134mn tutarında vergi geliri kaydetmiştir (4Ç15: TL232mn). Bunun sonucunda, sağlıklı satış gelirlerindeki artış ve operasyonel performansına rağmen, finansman giderlerindeki artış nedeniyle, TL 1,388mn tutarında net zarar açıklamıştır. Grup'un konsolide net borcu bu dönem sonunda TL12.0mlyr'a ulaşmıştır (3Ç16 sonu: TL 10.5mlyr).

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2015	2015	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	**14,523**	**16,109**	**10.9%**	**3,867**	**4,250**	**9.9%**	**4,118**	**3.2%**
Brüt Kar	**6,957**	**7,130**	**2.5%**	**1,760**	**1,830**	**4.0%**	**1,808**	**1.2%**
Brüt Kar Marjı	*47.9%*	*44.3%*		*45.5%*	*43.1%*		*43.9%*	
Operasyonel Kar	**2,866**	**2,592**	**-9.6%**	**573**	**682**	**19.0%**	**723**	**-5.7%**
Operasyonel Kar Ma	*19.7%*	*16.1%*		*14.8%*	*16.0%*		*17.6%*	
FAVÖK	**5,101**	**5,388**	**5.6%**	**1165**	**1,427**	**22.5%**	**1,426**	**0.1%**
FAVÖK Marjı	*35.1%*	*33.4%*		*30.1%*	*33.6%*		*34.6%*	
Net Kar	**907**	**-724**	**a.d.**	**1,039**	**-1,388**	**a.d.**	**9**	**a.d.**
Net Kar Marjı	*6.2%*	*-4.5%*		*26.9%*	*-32.7%*		*0.2%*	

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

2017 beklentileri - Türk Telekom, 2017 yılında satış gelirlerinin %8-%9 aralığında büyümesini beklemektedir. Grup, 2017 yılında TL5.8mlyr-TL6.0mlyr aralığında bir FAVÖK elde edebileceğini tahmin etmektedir. Grup, 2017 yılında yatırımlarının TL 3mlyr tutarında gerçekleşebileceğini öngörmektedir.

Türk Telekom için pay başına TL 6.35 hedef değerimizi ve "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz - Türk Telekom için 2017 yılı tahminlerimiz Grup'un henüz paylaşmış olduğu 2017 yılı beklentileri paralelindedir. Tahminlerimizde ancak hafif düzenlemeler ile, satış gelirleri tahminimizi %1 kadar arttırılarak ve FAVÖK beklentimizi %0.5 oranında azaltarak, Grup payları için TL 6.35 hedef fiyatımızı korumaktayız. Türk Telekom payları, tahminlerimize göre 2017T 5.3x ve 12.8x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler. Yurt dışı eşlenikleri ise, 2017T 6.0x ve 14.4x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler.

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	8,181	8,538	8,686	1.7%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,838	8,262	8,386	1.5%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	446	532	567	6.5%
Ticari Alacaklar	3,133	3,801	4,145	9.0%
Hazır Değerler	2,538	2,838	3,016	6.3%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	742	1,803	2,074	15.1%
Toplam Aktifler	**19,878**	**25,774**	**26,874**	**4.3%**
Uzun Vadeli Borçlar	8,139	9,179	13,053	42.2%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,209	3,049	2,083	-31.7%
Kısa Vadeli Borçlar	2,677	4,317	3,821	-11.5%
Ticari Yükümlülükler	1,549	4,236	4,531	7.0%
Toplam Yükümlülükler	13,574	20,781	23,488	13.0%
Toplam Özsermaye	6,303	4,993	3,387	-32.2%
Toplam Pasifler	**19,878**	**25,774**	**26,874**	**4.3%**

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	%Değ
Net Satışlar	13,602	14,523	16,109	10.9%
SMM	7,030	7,566	8,978	18.7%
Brüt Kar	6,571	6,957	7,130	2.5%
Faaliyet Giderleri	3,744	4,092	4,539	10.9%
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	2,828	2,866	2,592	-9.6%
Net Diğer Gelir/Gid.	244	174	(5,581)	a.d.
Finansman Gelir/(Gid.)	(548)	(1,904)	(2,593)	36.2%
Ana Ortaklık Dışı Kar/(Zarar)	-	-	-	-
Vergi Öncesi Kar	2,576	1,261	(397)	a.d.
Vergi	607	398	328	-17.7%
Net Kar(Zarar)	**1,969**	**863**	**(724)**	**a.d.**
Azınlık Payları	(38)	(45)	-	a.d.
Ana Ortaklık Payları	2,007	907	(724)	a.d.

***Kaynak**: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma*

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

	2014/12	2015/12	2016/12
Özsermaye Karlılığı	33.9%	15.3%	-17.3%
Aktif Karlılığı	10.3%	3.8%	-2.8%
Brüt Kar Marjı	48.3%	47.9%	44.3%
Net Kar Marjı	14.8%	6.2%	-4.5%
FAVÖK Marjı	35.1%	35.1%	33.4%
U.V. Borçlar/Özsermaye	129.1%	183.8%	385.4%

***Kaynak**: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma*

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL

Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com