

# Türk Telekom

## İvmelenen abone alımları ve istikrarlı büyüme

R. Fulin Önder  
Analist  
fonder@sekeryatirim.com

Türk Telekom 3Ç17'de, finansal giderleri ve mobil segmentinde hızlı büyümesine bağlanabilecek efektif vergi oranındaki artış nedenleriyle, piyasa ortalama beklentisi olan TL316mn'un (Şeker Yatırım T.: TL352mn) altında, ancak geçtiğimiz yılın aynı döneminde elde edilen TL8.7mn net karın oldukça üzerinde, TL293mn tutarında net kar açıklamıştır. Türk Telekom'un konsolide satış gelirleri beklentiler paralelinde, ve %36.1 olarak hesapladığımız konsolide FAVÖK marjı ise, beklentiler ortalamasına benzemekle birlikte, hafif, 0.2 y.p. altında gerçekleşmiştir. TL'nin 3Ç17'de USD ve EUR karşısında görece olarak değer kaybı nedeniyle, Türk Telekom'un 3Ç17'de kur farkı giderleri kaydedebileceği genel olarak beklenmekteydi. Bu dönemde, Grup'un beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş olan finansal giderlerine rağmen, geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla görece olarak oldukça düşük gerçekleşmiş olan efektif vergi oranının etkisiyle, net karlılığındaki artış, satış gelirleri ve operasyonel karlılığındaki istikrarlı artışın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Grup'un 3Ç17'deki kuvvetli operasyonel performansının yatırımcılar tarafından takdir edilebileceğini düşünmekteyiz.

**Abone alımları oldukça kuvvetlenirken, satış gelirleri ve FAVÖK'te istikrarlı artış devam etmiştir -** Türk Telekom, 3Ç17'de mobil, genişbant ve de sabit hat abone alımlarını belirgin bir ölçekte arttırmıştır. Bunun yanında, bu hizmetlerden elde edilen abone başı aylık gelirler de mobil ve genişbant'ta sırasıyla yıllık %10.9 ve %3.5 artış gösterebilmiş, sabit hatta ise azalış trendi yavaşlayarak %-1.3 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle, Grup'un 3Ç17'de yıllık %10.1 ve çeyreklik %0.7 yükselişle TL4,532mn'a ulaşan satış gelirleri, piyasa ortalama beklentisi olan TL4,547mn'a paralel gerçekleşmiştir (Şeker Yatırım T.: TL4,537mn). Grup'un mobil ve genişbant gelirleri, bu dönemde sırasıyla yıllık %15.3 ve %14.2 oranlarında artış göstermiştir. Sabit hat ses hizmetlerinden elde edilen gelirlerdeki azalış ise, yavaşlayarak yıllık %5.5 olarak gerçekleşmiştir. Türk Telekom'un konsolide FAVÖK'ü, hesaplamalarımıza göre 3Ç17'de yıllık %14.8 oranında artarak TL1,637mn'a ulaşmıştır. Grup, bu dönemde, büyük ölçüde kur farkı giderleri kaynaklı TL505mn tutarında net finansal gider kaydetmiştir (3Ç16: TL518mn). Efektif vergi oranının görece olarak daha düşük gerçekleşmiş olması (%35.4; 3Q16: %93.7) ile de, Türk Telekom, 3Ç17'de TL293mn tutarında net kar açıklamıştır.

**Türk Telekom için pay başına TL8.20 olan hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi sürdürmekteyiz -** Türk Telekom, 3Ç17 sonuçlarının açıklanmasının ardından, 2017 yılı için beklentilerinde herhangi bir değişiklik öngörmemiştir. Grup'un 4Ç17'de yatırımlarını arttırmasını, ve hızlanan abone alımları ile ticari giderlerinin artabileceğini beklemekte, ancak yıl sonu hedeflerine ulaşabileceğini öngörmekteyiz. Böylelikle, Grup payları için TL8.20 olan hedef fiyatımızı yinelemekteyiz. Türk Telekom payları, tahminlerimize göre 2017T 5.5x ve 14.6x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler. Yurt dışı eşlenikleri ise, 2017T 6.0x ve 16.1x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla işlem görmektedirler.

	2015	2016	9A 2016	9A 2017	2017T	2018T
F/K	25.84	a.d.	13.09	a.d.	14.64	9.25
FD/FAVÖK	6.85	6.48	6.81	5.63	5.5	5.01
FD/Satışlar	2.41	2.17	2.22	1.99	1.94	1.75
PD/DD	4.46	6.58	4.75	4.80	4.33	3.47
Net Satışlar (TL Mn)	14,523	16,109	11,859	13,340	17,964	19,926
Net Kar (TL Mn)	907	(724)	664	1,249	1,509	2,400
Hisse Başına Kar (TL)	0.26	(0.21)	0.19	0.36	0.43	0.69

AL  
Hedef Fiyat: TL 8.20

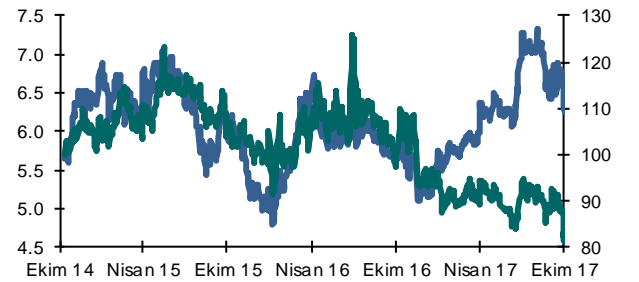
	TL	US\$
Fiyat	6.37	1.71
BİST 100	108,355	29,043
US\$ (MB Alış):	3.73	
52 Hafta Yüksek:	7.32	2.13
52 Hafta Düşük:	5.10	1.35
Bloomberg/Reuters Kodu:	TTKOM.TI / TTKOM.IS	

	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3,500	
Piyasa Değeri (TL Mn):	22,295	5,976
Halka Açık PD (TL Mn):	2,898	777

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-0.6	8.5	20.6
US\$ Getiri (%):	-6.2	-10.2	14.8
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-8.7	-25.0	-15.9
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	21.4		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	6.0		

Beta	0.85
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.28
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.24

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



— Hisse Fiyatı (TL) — BİST 100 Relatif

**Satışlarda süregelen artış** - Türk Telekom'un 3Ç17 konsolide satış gelirleri, önceki yılın aynı dönemine göre %10.1 oranında artarak, beklentiler dahilinde, TL4,532mn olarak gerçekleşmiştir. Grup'un konsolide satış gelirlerindeki bu artış, 2017 yılında mobil ve genişbant segmentlerindeki yıllık %15.3 ve %14.2 oranlarındaki büyümeler ile gerçekleşmiştir. İnşaat faaliyetlerinden elde edilen TL112mn gelirlerin etkisi hariç tutulduğunda, Türk Telekom'un 3Ç17 satış gelirlerinde, önceki yılın aynı dönemine göre %12.1 oranında artış gerçekleşmiştir.

- **Mobil abone alımlarında belirgin artış gerçekleşirken, abone başı elde edilen aylık gelirler artan data kullanımı ve faturalı hatlara dönüşüm etkisiyle çift haneli oranda büyümeye devam etti** - Türk Telekom, 3Ç17'de mobil abone alımlarını belirgin ölçüde hızlandırmıştır: Grup, bu dönemde net 414bin mobil abone alımı gerçekleştirmiştir (2Ç17: 50bin). Böylelikle, toplam mobil abone sayısı 3Ç17 sonunda 19.2mn'a ulaşmıştır. Bu dönemde de faturalı abone dönüşümü süreci devam etmiş, faturalı abone sayısında 237bin kadar artış kaydedilebilmiştir; bu abonelerin toplam aboneler içerisindeki payı, %54.2'ye yükselmiştir (2Ç17: %53.7, 3Ç16: %51.6). Böylece, yükselen akıllı telefon penetrasyonu, LTE kullanımının yaygınlaşması ve artan mobil data kullanımının da etkisiyle, Grup'un mobil abone başı elde ettiği aylık gelirleri, 3Ç17'de %10.9 oranında artarak TL 28.8'e ulaşmıştır. Bu dönemde faturalı hatlardan abone başı elde edilen aylık gelirler, yıllık bazda %8.7 artarak TL 36.8 olarak gerçekleşirken, ön ödemeli hat aboneleri başına elde edilen aylık gelirler de yıllık bazda %9.7 artışla TL 18.5 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle, 3Ç17'de Türk Telekom'un mobil gelirleri, yıllık %15.3 artarak TL1,716mn olarak gerçekleşmiş, ve Grup'un konsolide gelirlerinin %37.9'unu oluşturmuştur.
- **Genişbant abone alımları da hızlanmış, bunun yanında abone başı elde edilen gelirler büyümeye devam etmiştir** - Türk Telekom'un 3Ç17'de, okula dönüş sezonunun etkisi ve yeni giriş seviyesi tarifesinin etkisiyle genişbant abone sayısındaki artış da hızlanarak net 289bin olarak gerçekleşmiştir (2Ç17: 188bin). Toplam genişbant abone sayısı, 3Ç17 sonunda 9.4mn'a ulaşmıştır. Genişbant abonelerinden elde edilen abone başı aylık gelirler de, yıllık %3.5 oranında artmaya devam ederek TL44.1 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle, Grup'un genişbant gelirleri, abone edinimleri ve abone başına elde edilen aylık gelirlerdeki artışlar sonucunda yıllık bazda %14.2 büyüyerek TL1,220mn olarak gerçekleşmiş ve Grup konsolide satış gelirlerinin %26.9'unu oluşturmuştur.
- **Sabit hat aboneliklerindeki azalış trendi tersine dönmüştür** - Türk Telekom, 3Ç17'de, yeni giriş seviyesi genişbant tarifesinin getirmiş olduğu çapraz satış olanakları ve tarife düzenlemelerinin etkileriyle, sabit hat aboneliklerinde de net 186bin artış kaydetmiştir. Bu segmentte abone başı elde edilen aylık gelirler yıllık %1.3 azalarak TL 23.1 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle Grup'un konsolide satış gelirlerinin %14.4'ünü oluşturan sabit hat ses gelirlerinden elde etmiş olduğu gelirlerdeki azalış yavaşlayarak yıllık %5.5 olarak gerçekleşmiş, Grup, 3Ç17'de bu segmentten TL 651mn gelir elde etmiştir.
- Kurumsal veri hizmetlerinden elde edilen gelirler, önceki yılın aynı dönemine göre %15.2 artarak TL387mn'a ulaşmış, uluslararası satışlardan elde edilen gelirler ise yıllık bazda %28.8 oranında artarak TL188mn olarak gerçekleşmiştir. Grup'un yurt içi ara bağlantı ve diğer GSM operatörlerinden elde edilen ve benzeri gelirlerinden oluşan diğer gelirleri, 3Ç17'de %19.4 oranında artış göstererek TL258mn olarak gerçekleşmiştir. Türk Telekom'un inşaat faaliyetlerinden elde edilen gelirleri ise 3Ç17'de geçtiğimiz yılın aynı döneminin %36.0 altında, TL112mn olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle Grup'un toplam gelirleri %10.1 oranında artarak TL4,532mn'a ulaşmıştır.

**FAVÖK yıllık %15 oranında artarken, FAVÖK marjı 1.5 y.p. yükselmiştir** - Türk Telekom'un 3Ç17 FAVÖK marjı, daha kuvvetli abone alımları neticesinde, ticari giderlerinde gerçekleşen yıllık %21.4 artış ve ağ ve teknoloji giderlerindeki yıllık %16.5 artışa rağmen, personel giderlerinin artış göstermemiş olması, ve iş akışlarının düzenlenmesi maliyet önemleri ile, önceki yılın aynı dönemine göre 1.5 y.p. yükselerek hesaplamalarımıza göre %36.1 olarak gerçekleşmiştir. Grup, bu dönemde yıllık %14.8 oranında artışla TL1,637mn tutarında konsolide FAVÖK elde etmiştir.

**Türk Telekom'un 3Ç17 net karı, görece olarak yüksek efektif vergi oranının etkisiyle net karlılık açısından zayıf bir dönem olan 3Ç16'nın 33.8x katında, TL293mn olarak gerçekleşmiştir -** Türk Telekom, bu dönemde, bilançosundaki USD 2.8milyar ve EUR 1.1milyar açık pozisyonuna bağlı olarak, TL'nin bu para birimleri karşısında değer kaybı nedeniyle, büyük ölçüde kur farkı giderlerinden kaynaklanan TL505mn tutarında net finansal gider kaydetmiştir. Grup, bu dönemde, TL160mn tutarında vergi gideri kaydetmiş, efektif vergi oranı %35.4'e gerilemiştir (3Ç16: %93.7). Bunların sonucunda, olumlu operasyonel performansı ile birlikte Türk Telekom, 3Ç17'de, önceki yılın aynı döneminin 33.8x katında, TL293mn tutarında net kar açıklamıştır. Grup'un konsolide net borcu bu dönem sonunda TL12.6milyar olarak 2Ç17 sonuna benzer seviyede gerçekleşirken, net borç/FAVÖK oranı 1.96x'ya gerilemiştir (2Ç17 sonu: 2.04x). Türk Telekom, bu dönemde, satış gelirlerinin %12'sine karşılık gelen, TL 554mn tutarında yatırım harcaması gerçekleştirmiştir (9A17: %11.2, 2017T: %19-%20).

**Tablo 1: Özet Gelir Tablosu**

Milyon TL	9A16	9A17	Yıllık	3Ç16	3Ç17	Yıllık	2Ç17	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>11,859</b>	<b>13,340</b>	<b>12.5%</b>	<b>4,118</b>	<b>4,532</b>	<b>10.1%</b>	<b>4,501</b>	<b>0.7%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>5,301</b>	<b>6,063</b>	<b>14.4%</b>	<b>1,808</b>	<b>2,096</b>	<b>15.9%</b>	<b>2,062</b>	<b>1.6%</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>44.7%</i>	<i>45.4%</i>		<i>43.9%</i>	<i>46.3%</i>		<i>45.8%</i>	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>1,910</b>	<b>2,617</b>	<b>37.0%</b>	<b>723</b>	<b>931</b>	<b>28.7%</b>	<b>900</b>	<b>3.4%</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>16.1%</i>	<i>19.6%</i>		<i>17.6%</i>	<i>20.5%</i>		<i>20.0%</i>	
<b>FAVÖK</b>	<b>3,961</b>	<b>4,774</b>	<b>20.5%</b>	<b>1,426</b>	<b>1,637</b>	<b>14.8%</b>	<b>1,629</b>	<b>0.5%</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>33.4%</i>	<i>35.8%</i>		<i>34.6%</i>	<i>36.1%</i>		<i>36.2%</i>	
<b>Net Kar</b>	<b>664</b>	<b>1,249</b>	<b>88.1%</b>	<b>9</b>	<b>293</b>	<b>3279.6%</b>	<b>890</b>	<b>-67.0%</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>5.6%</i>	<i>9.4%</i>		<i>0.2%</i>	<i>6.5%</i>		<i>19.8%</i>	

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

**Türk Telekom için pay başına TL 8.20 hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz -** Türk Telekom'un 3Ç17 operasyonel performansını, tüm segmentlerde abone alımlarını kuvvetlendirmiş ve bu genişlemeyi abone başı elde edilen aylık gelirler ile dengeleyebilmiş olması, bunun yanında, faaliyet giderlerinde etkisi süregelen önlemler ile, satış gelirleri ve operasyonel karlılığındaki istikrarlı büyümesini vurgulamış olması nedenleriyle oldukça başarılı bulmaktayız. Grup, 3Ç17 sonuçlarının açıklanmasının ardından yılsonu için beklentilerinde herhangi bir değişiklik öngörüsü paylaşmamıştır. Türk Telekom'un 4Ç17'de yatırım giderlerinin artabileceğini ve kuvvetlenen abone alımlarının da etkisiyle, ticari giderlerinin artış göstermeye devam edebileceğini öngörmekteyiz; ancak yine de, 2017 yılı hedeflerine ulaşabileceğini tahmin etmekteyiz. Grup'un 2017 yılında TL18.0milyar'a ulaşan satış gelirleri, TL6.4milyar'a yakın FAVÖK elde edebileceğini tahmin etmekteyiz. Grup'un net karı, halihazırdaki USD ve EUR açık pozisyonları itibariyle, döviz kurlarının hareketlerine maruz kalmaya devam edecektir; yılsonu için 3.75 olan USD/TRY ve 1.11 olan EUR/USD tahminlerimiz ile, Türk Telekom'un 2017 yılında TRY1.5milyar'a ulaşan net kar elde edebileceğini, süregelen kar payı dağıtım politikasına bağlı olarak Grup'un kar payı veriminin %6 civarında gerçekleşebileceğini hesaplamaktayız. Türk Telekom payları, TL'nin değer kaybının Grup net karlılığı üzerindeki olası etkisi ve ana ortağı OTAŞ'ın borç ödeme durumu ile ilgili algı nedenleriyle, son 3 ayda BIST100'ün %10 altında performans göstermişlerdir. OTAŞ'ın borç durumu ile ilgili önümüzdeki dönemlerde gerçekleşebilecek olumlu yöndeki gelişmelerin, Grup payları üzerindeki olumsuz algıyı bertaraf edebileceğini düşünmekteyiz. Grup payları için "AL" tavsiyemizi sürdürmekteyiz.

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2015/12	2016/12	9A 2016	9A 2017	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	8,538	8,686	8,734	8,339	(4.5)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8,262	8,386	8,083	8,193	1.4
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	532	567	571	658	15.1
Ticari Alacaklar	3,801	4,145	4,120	4,752	15.3
Hazır Değerler	2,838	3,016	3,150	2,761	(12.4)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	1,803	2,074	1,931	1,816	(6.0)
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>25,774</b>	<b>26,874</b>	<b>26,590</b>	<b>26,519</b>	<b>(0.3)</b>
Uzun Vadeli Borçlar	9,179	13,053	11,198	13,430	19.9
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,049	2,083	2,134	1,803	(15.5)
Kısa Vadeli Borçlar	4,317	3,821	4,146	3,907	(5.8)
Ticari Yükümlülükler	4,236	4,531	4,420	2,730	(38.2)
Toplam Yükümlülükler	20,781	23,488	21,897	21,870	(0.1)
Toplam Özsermaye	4,993	3,387	4,693	4,649	(0.9)
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>25,774</b>	<b>26,874</b>	<b>26,590</b>	<b>26,519</b>	<b>(0.3)</b>

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2015/12	2016/12	9A 2016	9A 2017	%Değ
Net Satışlar	14,523	16,109	11,859	13,340	12.5
SMM	7,566	8,978	6,558	7,277	11.0
Brüt Kar	6,957	7,130	5,301	6,063	14.4
Faaliyet Giderleri	4,092	4,539	3,391	3,446	1.6
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	2,866	2,592	1,910	2,617	37.0
Net Diğer Gelir/Gid.	174	(5,581)	(89)	(1,615)	1,723.7
Finansman Gelir/(Gid.)	(1,904)	(2,593)	(735)	(825)	12.1
Ana Ortaklık Dışı Kar/(Zarar)	-	-	-	-	-
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,261</b>	<b>(397)</b>	<b>1,126</b>	<b>1,827</b>	<b>62.2</b>
Vergi	398	328	462	578	25.0
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>863</b>	<b>(724)</b>	<b>664</b>	<b>1,249</b>	<b>88.1</b>
Azınlık Payları	(45)	-	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	907	(724)	664	1,249	88.1

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

	2015/12	2016/12	9A 2016	9A 2017
Özsermaye Karlılığı	15.3%	-17.3%	39.4%	-3.0%
Aktif Karlılığı	3.8%	-2.8%	7.1%	-0.5%
Brüt Kar Marjı	47.9%	44.3%	44.7%	45.4%
Net Kar Marjı	6.2%	-4.5%	5.6%	9.4%
FAVÖK Marjı	35.1%	33.4%	33.4%	35.8%
U.V. Borçlar/Özsermaye	183.8%	385.4%	238.6%	288.9%

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

## Şeker Yatırım

**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](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)**