

## TURKCELL

## Endeks Üzeri Getiri

**Net kar beklentilerin üzerinde & yıl sonu beklentilerinde yukarı yönlü revizyon**

Analist: Kayahan Azmi Demirak

[kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr](mailto:kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr)

**Turkcell (TCELL)** 3Ç23'te tahminlerin oldukça ölçüde üzerinde, 5.478 milyon TL net kar açıkladı (Ak Yatırım: 2,229mn TL, Piyasa: 3,892mn TL). Tahminimizdeki sapmanın ana nedeni, Şirket'in 3,5 milyar TL'lik deprem bağışı taahhüdünün tamamı için karşılık ayırarak gelir tablosundan geçireceği varsayımımızdı. Buna ek olarak, %2,3'lük efektif vergi oranı, %15,0'lik ilk tahminimizden daha düşük gerçekleşti. Diğer yandan bu etkiler hariç bakıldığında da, 3Ç23 net karı, temel olarak net finansal giderlerin beklentilerin altında kalması nedeniyle, tahminlerimizin yaklaşık %40 üzerinde gerçekleşti. Operasyonel sonuçlar ise beklentilere paralel gerçekleşti.

**2023 beklentileri yukarı yönlü revize edildi:** Turkcell yönetimi yaklaşık %73 gelir büyümesi (önceki: %71), yaklaşık 39,0 milyar TL FAVÖK (önceki: 37,0 milyar TL) ve %22 operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranı (değişmedi) öngörüyor. Bu da 2023 yılı için önceki beklentilere kıyasla yaklaşık 1,8 milyar TL daha yüksek serbest nakit akışı anlamına geliyor. Yılsonu FAVÖK beklentisine bağış giderleri dahil değildir. Bağışın kalan yarısı için ikinci ödeme 2024'ün ilk çeyreğinde yapılacak.

**Telekonferansta öne çıkan noktalar:** Yönetim, ileriye dönük enflasyonist fiyatlandırma stratejisini sürdürmeyi planlıyor. 2024 yılında, son iki yıldaki güçlü fiber yatırımlarından değer yaratılmasına daha fazla odaklanılacak. Yönetim, şirketin altındaki değerli şirketlerin değerlendirilmesine yönelik fırsatları incelemeye devam ediyor. Uluslararası operasyonlar, doğru koşullar ve değerlendirme altında, potansiyel bir satış için yakın vadeli aday olabilir.

**Yorum ve Derecelendirme:** Beklentilerin üzerinde gelen 2Ç23 sonuçlarına ve yukarı revize edilen 2023 beklentilerine olumlu piyasa tepkisi öngörüyoruz. Tahminlerimizi i) daha yüksek ARPU büyümesi (ii) revize 2023 beklentileri ve iii) güçlü performans gösteren uluslararası operasyonları yansıtarak revize ettik. Buna göre, hisse başına 12 aylık hedef fiyatımızı 86,0 TL'den 93,0TL'ye revize ettik ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruduk. Hisse 2024T 4,6x F/K ve 2,6x FD/FAVÖK ile uluslararası benzerlerine göre %48 ve %40 iskonto ile işlem görüyor.

## Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	25,993	14,662	77%	21,651	20%	26,099	26,415	0%
FAVÖK	11,314	5,990	89%	9,523	19%	11,209	11,263	1%
FAVÖK Marjı	43.5%	40.9%	267 bps	44.0%	-46 bps	42.9%	42.6%	58 bps
Net Kar	5,478	2,396	129%	3,161	73%	3,892	2,229	41%

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	93.00
Güncel Fiyat, TL	53.10
Getiri Potansiyeli	75%
Halka Açıklık Oranı	54%
Piyasa Değeri, mn TL	116,820
Firma Değeri, mn TL	148,773

## Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro, mn TL	53,878	93,471	146,810	204,719
FAVÖK, mn TL	22,160	39,024	60,633	85,368
Net Kâr, mn TL	11,053	15,477	25,662	35,044

## Borçluluk

Net Borç, mn TL	23,110	30,233	38,815	49,940
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.8	0.6	0.6

## Kârlılık

FAVÖK Marjı	41.1%	41.8%	41.3%	41.7%
Net Marj	20.5%	16.6%	17.5%	17.1%
Temettü Verimi	2.5%	1.9%	6.6%	11.0%

## Büyüme

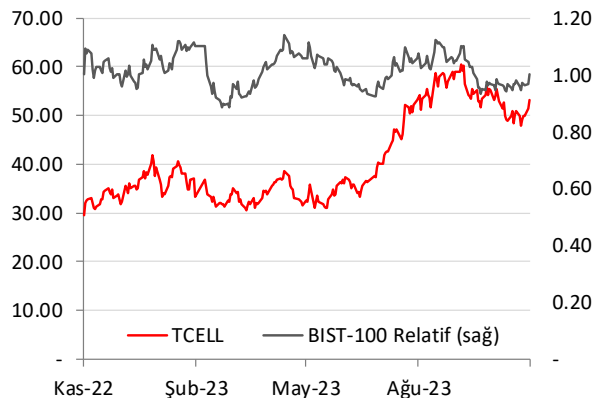
Ciro, y/y	50.0%	73.5%	57.1%	39.4%
FAVÖK, y/y	45.4%	76.1%	55.4%	40.8%
Net Kâr, y/y	119.7%	40.0%	65.8%	36.6%

## Değerleme Verisi

	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	4.5	7.5	4.6	3.3
FD/FAVÖK	3.3	3.8	2.6	2.0
FD/Ciro	1.4	1.6	1.1	0.8

## Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.9%	-0.2%	84.8%	40.2%
BİST-100 Relatif	3.7%	-5.0%	2.0%	-1.6%
AOİH, mn TL	1,416	2,052	1,874	1,761



Piyasa verileri 7 Kasım 2023 tarihlidir.

**3Ç23 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

**Güçlü abone başına gelir (ARPU) artışı:** 3Ç23 gelirleri yıllık %77 artışla 25,99 milyar TL olarak gerçekleşti (Ak Yatırım: 26,42 milyar TL, Piyasa: 26,10 milyar TL). TR'nin lider tüketici segmentindeki (gelirlerin %58'i) gelir büyümesi, kademeli fiyat ayarlamaları ve son dört çeyrekte faturalı mobil abone bazında yaklaşık 1,7 milyon net abone kazanımını yansıtan yıllık %87'lik karma mobil ARPU büyümesinden faydalanarak, yıllık %90 seviyesinde gerçekleşti.

**EBITDA marjı beklentilerin üstünde:** 3Ç23 FAVÖK (Şirket tanımlı) 11,31 milyar TL (yıllık +%89) ile tahminlere paralel gerçekleşti (Ak Yatırım: 11,26 milyar TL, RT Cons: 11,21 milyar TL). Ücret artışlarının olumsuz etkisine rağmen, gelirlere oranı azalan azalan enerji giderleri ve ara bağlantı giderleri marjları destekledi.

**Nakit üretimi güçlü kalmaya devam etti:** Net borç (kira yükümlülükleri ve finansal varlıklar dahil), deprem bağışları için nakit çıkışına rağmen bir önceki çeyreğe göre neredeyse sabit kalarak 28,1 TL milyar TL oldu. Net borcun FAVÖK'e oranı 2Ç22'deki 1,0x seviyesinden 3Ç23'te 0,8x seviyesine geriledi.

**Tahminlerde Revizyonlar**

	Yeni			Eski		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	93,471	146,810	204,719	92,684	142,525	198,275
% büyüme	73.5%	57.1%	39.4%	72.0%	53.8%	39.1%
FAVÖK	39,024	60,633	85,368	37,491	58,150	81,293
FAVÖK Marjı	41.8%	41.3%	41.7%	40.5%	40.8%	41.0%
Net Kar	15,477	25,662	35,044	11,186	21,688	27,363
% büyüme	40.0%	65.8%	36.6%	1.2%	93.9%	26.2%
<b>Önceki Tahminlere Göre Değişim</b>						
Net Satışlar	0.8%	3.0%	3.3%			
FAVÖK	4.1%	4.3%	5.0%			
Net Kar	38.4%	18.3%	28.1%			
Hedef Fiyat		93.0			86.0	
Hedef Fiyat Değişimi		8.1%				

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	14,662	16,044	17,276	21,651	25,993	37,835	64,920
Brüt Kar	4,810	5,593	5,749	8,377	10,360	11,497	24,487
Operasyonel Giderler	1,077	1,373	1,472	1,630	2,294	2,846	5,396
Faaliyet Karı	3,733	4,220	4,277	6,748	8,066	8,651	19,091
FAVÖK	5,990	6,672	6,759	9,523	11,314	15,322	27,595
Operasyonel Olmayan Gelir/ (Gider)	-836	-2,312	-721	-3,091	-2,434	-3,023	-6,247
Vergi Öncesi Kar	2,897	1,908	3,556	3,656	5,632	5,628	12,844
Vergi Geliri / (Gideri)	-501	4,087	-740	-496	-155	-571	-1,391
Vergi Sonrası Net Kar	2,396	5,995	2,816	3,160	5,477	5,057	11,453
Azınlık Payları	0	-1	0	-1	-2	0	-3
Net Kar	2,396	5,996	2,817	3,161	5,478	5,057	11,456
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>9A22</b>	<b>9A23</b>
Satış Gelirleri	56.7%	57.4%	61.5%	73.5%	77.3%	47.1%	71.6%
Operasyonel Giderler	66.0%	60.9%	74.4%	76.4%	112.9%	54.3%	89.6%

Faaliyet Karı	64.0%	88.1%	88.2%	155.1%	116.1%	50.4%	120.7%
FAVÖK	46.3%	55.8%	54.5%	92.9%	88.9%	39.8%	80.1%
Net Kar	67.6%	333.1%	250.8%	70.1%	128.7%	38.7%	126.5%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Brüt Kar Marjı	32.8%	34.9%	33.3%	38.7%	39.9%	30.4%	37.7%
Operasyonel Gider Marjı	7.3%	8.6%	8.5%	7.5%	8.8%	7.5%	8.3%
Faaliyet Kar Marjı	25.5%	26.3%	24.8%	31.2%	31.0%	22.9%	29.4%
FAVÖK Marjı	40.9%	41.6%	39.1%	44.0%	43.5%	40.50%	42.51%
Efektif Vergi Oranı	17.3%	-214.2%	20.8%	13.6%	2.8%	10.1%	10.8%
Net Kar Marjı	16.3%	37.4%	16.3%	14.6%	21.1%	13.4%	17.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	60.1%	50.3%	19.0%	64.7%	46.3%	45.1%	45.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	23.8%	13.6%	-4.2%	13.2%	17.4%	8.8%	10.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	147%	121%	49%	147%	106%	111%	106%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	22.2%	34.9%	25.3%	35.0%	20.2%	21.8%	26.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	0.5%	7.1%	-25.9%	1.3%	-9.7%	-11.4%	-10.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>8,819</b>	<b>8,077</b>	<b>3,283</b>	<b>14,011</b>	<b>12,040</b>	<b>17,074</b>	<b>29,335</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	2,396	5,995	2,816	3,160	5,477	5,057	11,453
Amortisman ve İtfa Payları	2,372	2,524	2,683	2,985	3,396	6,765	9,063
İşletme Sermayesindeki Değişim	80	1,133	-4,474	271	-2,509	-4,326	-6,712
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,971	-1,575	2,258	7,595	5,678	9,578	15,530
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-5,336</b>	<b>-5,901</b>	<b>-4,005</b>	<b>-11,162</b>	<b>-7,516</b>	<b>-13,747</b>	<b>-22,683</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,249	-5,607	-4,364	-7,586	-5,244	-8,235	-17,194
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,088	-294	359	-3,576	-2,272	-5,512	-5,489
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>3,482</b>	<b>2,176</b>	<b>-721</b>	<b>2,849</b>	<b>4,524</b>	<b>3,328</b>	<b>6,652</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-1,164</b>	<b>-524</b>	<b>1,653</b>	<b>2,543</b>	<b>2,035</b>	<b>2,284</b>	<b>6,231</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	563	-43	2,461	3,244	2,359	4,932	8,064
Temettü	-1,248	0	0	0	0	-1,248	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-479	-481	-807	-702	-324	-1,400	-1,833
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>2,389</b>	<b>1,617</b>	<b>1,353</b>	<b>7,666</b>	<b>4,046</b>	<b>5,704</b>	<b>13,065</b>

Bilanço (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>43,829</b>	<b>46,807</b>	<b>52,801</b>	<b>69,411</b>	<b>79,212</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	24,344	25,961	27,317	35,030	39,053
Finansal Yatırımlar	4,834	4,784	5,102	10,444	13,402
Ticari Alacaklar	5,999	6,742	9,333	9,824	10,827
Stoklar	329	278	414	502	595
Diğer Dönen Varlıklar	13,156	13,827	15,737	24,055	28,737
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>46,827</b>	<b>54,458</b>	<b>57,042</b>	<b>66,764</b>	<b>69,958</b>
Finansal Yatırımlar	2,461	2,109	2,595	3,075	2,244
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,006	1,123	1,129	1,130	1,185
Maddi Duran Varlıklar	19,593	21,904	23,244	26,323	28,013
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16,194	17,742	18,806	23,169	24,439
Diğer Duran Varlıklar	7,572	11,580	11,268	13,067	14,078
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>90,655</b>	<b>101,265</b>	<b>109,843</b>	<b>136,175</b>	<b>149,170</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>23,447</b>	<b>29,259</b>	<b>33,037</b>	<b>41,439</b>	<b>47,442</b>
Finansal Borçlar	14,221	16,721	19,437	25,268	28,178
Ticari Borçlar	5,360	7,822	8,261	9,477	9,808

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,865	4,716	5,339	6,694	9,456
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>41,677</b>	<b>41,111</b>	<b>42,953</b>	<b>57,200</b>	<b>60,749</b>
Finansal Borçlar	37,700	37,133	39,049	51,930	55,274
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,976	3,978	3,904	5,270	5,475
<b>Özkaynaklar</b>	<b>25,532</b>	<b>30,895</b>	<b>33,853</b>	<b>37,536</b>	<b>40,979</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	25,532	30,891	33,849	37,532	40,973
Azınlık Payları	0	4	4	4	6
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>90,655</b>	<b>101,265</b>	<b>109,843</b>	<b>136,175</b>	<b>149,170</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	57,086	62,767	68,926	84,974	90,853
İşletme Sermayesi	968	-802	1,486	849	1,614
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2.0%	-1.5%	2.5%	1.2%	2.0%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	10,259	8,308	11,884	18,210	20,895
Toplam Borç	51,922	53,854	58,486	77,198	83,452
Net Borç / (Nakit)	22,743	23,110	26,068	31,724	30,997
Net Borç / G12A FAVÖK	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9
Net Borç / Özkaynaklar	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-1,831	-2,974	-1,882	-506	476



## 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.