Şirket Raporu

TÜRK TELEKOM

Sabit genişbant segmentindeki beklentilerimiz TTKOM'u ön plana çıkarıyor…

8 Nisan 2025

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
Hakan Aygün
hakan.aygun@akyatirim.com.tr

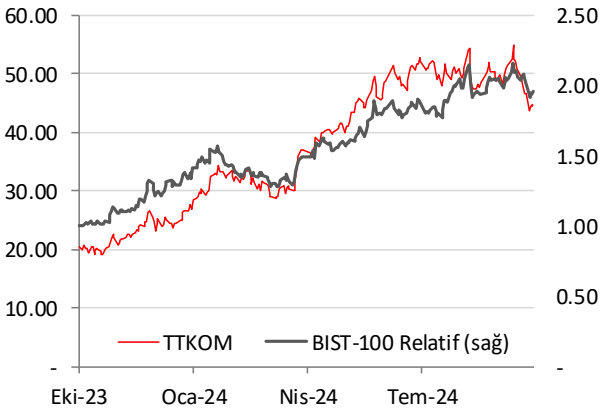
Türk Telekom'u **(TTKOM TI)** "Endeks Üzeri Getiri" notu ve %85 getiri potansiyeline işaret eden İNA bazlı 12A 83 TL/hisse HF ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Türk Telekom, Türkiye'nin ilk ve en büyük entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri sağlayıcısıdır. TTKOM'u beğenmemizin temel sebepleri; **i) güçlü büyüme potansiyeli**, a) son fiyat optimizasyonları ve satış gelirleri üzerindeki gecikmeli etkileri, b) sabit genişbant segmentinde kısalan sözleşme sürelerinin ARPU artışını hızlandırması, c) üst paket satış fırsatlarını güçlendiren artan veri talebi, d) nüfus dinamikleri sayesinde abone bazının istikrarlı büyümesi, f) enflasyonun düşmesiyle reel büyüme için daha istikrarlı faaliyet ortamı oluşması, g) devam eden altyapı genişlemesi ve şebeke iyileştirmeleri, **ii)** sabit genişbant segmentindeki daha yüksek büyüme sayesinde reel büyüme ve iyileşen satış kırılımı ile 3 yıl içinde 900bps **FAVÖK marjı genişleme potansiyeli**, **iii)** önemli ölçüde döviz bazlı CAPEX ve TL bazlı gelirler sebebiyle TL reel değerlenirken **artan nakit yaratma kabiliyeti**, **iv) devam eden borç azaltımı**nın VÖK marjı artışına yol açması, **v)** 2024T/25T 4.0x ve 2,4x FD/FAVÖK ile küresel benzerlerine göre sırasıyla %22 ve %50 iskontoya işaret eden **cazip çarpanları**.

2Y24, 2025 ve 2026'da sırasıyla %11, %16 ve %8 y/y reel ciro büyümesi bekliyoruz. Şirket, sabit GB segmentinde sözleşmeleri Ara23'te 24 aydan (12+12) 18 aya (9+9) ve Haz24'te 15 aya (3+12) indirmeye başladı. Buna ek olarak, Şirket Tem23'te toptan satışlara yaptığı %70'lik fiyat artışının üzerine Tem24'te %70'lik bir fiyat artışı daha uyguladı. Toptan satışların fiyat düzenlemeleri hemen uygulanmakta, ciro etkisi gecikmemektedir.

Öte yandan, imtiyaz belirsizliği halen devam etmektedir. Ancak yönetim, Şirket'in haklarını koruyan makul bir çözüm bulunacağına inanmaktadır. 2026 ve 2027 yıllarında 2 yıl içinde ödenmek üzere 1,5 milyar USD tutarında yenileme ücreti öngördük. Düzenleyici otorite henüz resmi bir yol haritası açıklamamış olsa da, 2025 yılında sona ermesi beklenen yaklaşan 5G ihalesine ilişkin 0,6 milyar USD lisans ücreti öngördük.

TTKOM emsallerine göre daha cazip görünüyor… Türk Telekom'un hakim olduğu sabit genişbant segmentinin, i) mevcut uzun vadeli sözleşmelerin düşük ARPU bazı, ii) sözleşme sürelerinin kısalmasıyla ARPU büyümesinin hızlanması ve iii) toptan satış alt segmentindeki %70'lik fiyat artışı sayesinde mobil segmente kıyasla bir/bir buçuk yıllık vadede daha fazla büyüme alanı sunduğunu düşünüyoruz. Nitekim, 12 aylık sabit bireysel sözleşmelerin halihazırda bileşiminin %78'ini oluşturduğu emsal şirket mobil ağırlıklı bir satış karmasına sahip.

Bloomberg Kodu				TTKOM TI
Tavsiye				Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL				83.00
Güncel Fiyat, TL				44.56
Getiri Potansiyeli				86%
Halka Açıklık Oranı				13%
Piyasa Değeri, mn TL				155,960
Firma Değeri, mn TL				206,961
Finansal Veriler	**2023**	**2024T**	**2025T**	**2026T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	81,271	156,245	227,203	280,590
FAVÖK, mn TL	32,646	59,192	91,765	118,950
Net Kâr, mn TL	6,645	3,698	7,003	15,135
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	44,460	62,466	89,262	112,652
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.1	1.0	0.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	40.2%	37.9%	40.4%	42.4%
Net Marj	8.2%	2.4%	3.1%	5.4%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	69.2%	92.3%	45.4%	23.5%
FAVÖK, y/y	82.3%	81.3%	55.0%	29.6%
Net Kâr, y/y	60.7%	-44.3%	89.4%	116.1%
Değerleme Verisi	**2023**	**2024T**	**2025T**	**2026T**
F/K	10.9	42.2	22.3	10.3
FD/FAVÖK	3.6	3.7	2.7	2.3
FD/Ciro	1.4	1.4	1.1	1.0
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-10.1%	-13.8%	100.7%	82.9%
BİST-100 Relatif	-3.5%	3.3%	89.0%	52.4%
AOİH, mn TL	835	740	971	929



* Tahmin rakamlarımıza UMS-29 uygulandı.

İÇERİK

FİNANSALLAR 3
YATIRIM TEMASI 4
RİSKLER 7
DEĞERLEME 8
TEMETTÜ PERFORMANSI 12
BORÇLULUK & LİKİDİTE YAPISI 12
KAR DEĞERLENDİRMESİ 13
ŞİRKET GÖRÜNÜMÜ 14
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ 16

FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	**91.4**	**100.2**	**156.2**	**227.2**	**280.6**
Satış Maliyetleri ve Operasyonel Giderler	-55.0	-66.7	-97.1	-135.4	-161.6
Faaliyet Karı	**3.7**	**-2.0**	**8.1**	**21.8**	**33.4**
FAVÖK	**36.4**	**33.5**	**59.2**	**91.8**	**118.9**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	0.3	-1.2	-2.6	-3.1	-3.4
Finansal Gelir / (Gider)	-20.0	-17.0	-14.6	-17.0	-13.3
Parasal Kazanç / (Kayıp)	23.5	23.6	17.7	10.7	8.5
Vergi Öncesi Kar	**7.5**	**3.4**	**8.6**	**12.4**	**25.2**
Vergi Geliri / (Gideri)	-0.6	13.0	-4.9	-5.4	-10.0
Net Kar	**6.9**	**16.4**	**3.7**	**7.0**	**15.1**
Hisse Başı Net Kar	2.0	4.7	1.1	2.0	4.3
Hisse Başı Temettü	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0
Temettü Dağıtım Oranı	0%	38%	0%	0%	0%

Bilanço (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	**43.9**	**48.2**	**58.5**	**84.0**	**93.1**
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.5	21.4	13.5	21.3	16.9
Ticari Alacaklar	14.4	13.4	21.1	27.8	32.8
Stoklar	1.4	1.3	1.8	2.3	2.8
KV Avans Ödemeleri	2.3	3.6	6.1	9.3	12.0
Diğer Dönen Varlıklar	9.3	8.6	15.9	23.2	28.6
Duran Varlıklar	**143.4**	**146.5**	**207.4**	**299.8**	**403.4**
Maddi Duran Varlıklar	75.8	76.0	133.4	209.3	292.2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58.3	54.9	51.4	62.3	79.1
Diğer Duran Varlıklar	9.3	15.6	22.6	28.2	32.1
Toplam Varlıklar	**187.3**	**194.7**	**265.9**	**383.7**	**496.5**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**43.7**	**56.6**	**76.5**	**100.8**	**118.3**
Finansal Borçlar	20.3	33.4	45.7	57.4	65.2
Ticari Borçlar	15.6	14.1	17.5	26.7	34.2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.8	9.1	13.3	16.7	19.0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**62.8**	**39.9**	**46.9**	**77.6**	**94.9**
Finansal Borçlar	48.8	32.5	30.3	53.1	64.4
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.0	7.4	16.5	24.5	30.5
Özkaynaklar	**80.8**	**98.3**	**142.5**	**205.4**	**283.2**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	80.8	98.3	142.5	205.4	283.2
Ödenmiş Sermaye	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Rezerv ve Diğer Kalemler	47.9	49.1	75.7	115.8	166.5
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	22.5	29.2	59.6	79.1	98.1
Dönem Net Karı / (Zararı)	6.9	16.4	3.7	7.0	15.1
Toplam Kaynaklar	**187.3**	**194.7**	**265.9**	**383.7**	**496.5**

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	**31.9**	**29.2**	**-11.5**	**-9.4**	**-27.3**
Düzeltme Öncesi Kar	6.9	16.4	3.7	7.0	15.1
Amortisman ve İtfa Payları	32.7	35.5	51.1	70.0	85.6
İşletme Sermayesindeki Değişim	-6.2	-5.5	-1.1	-1.0	-0.9
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1.5	-17.3	-65.2	-85.4	-127.0
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	**-7.8**	**0.0**	**-4.8**	**-9.8**	**-12.2**
Sabit Sermaye Yatırımları	0.0	0.0	-0.9	-5.4	-10.0
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-7.8	0.0	-4.0	-4.5	-2.2
Serbest Nakit Akımı	**24.1**	**29.2**	**-16.3**	**-19.2**	**-39.5**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	**-6.7**	**6.7**	**8.4**	**27.0**	**35.1**
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-4.0	10.9	-7.9	7.7	-4.4

Reel Büyüme	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	n.a.	9.6%	8.1%	16.4%	8.4%
Satış Gelirleri (UFRYK12 hariç)	n.a.	10.5%	9.7%	15.7%	7.7%
SM ve Operasyonel Giderler	n.a.	21.2%	0.9%	11.7%	4.7%
Faaliyet Karı	n.a.	n.m.	n.m.	116.1%	34.5%
FAVÖK	n.a.	-7.9%	22.4%	24.1%	13.7%
Net Kar	n.a.	137.7%	-84.4%	51.6%	89.6%

Karlılık	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Faaliyet Kar Marjı	4.1%	-2.0%	5.2%	9.6%	11.9%
FAVÖK Marjı	39.8%	33.5%	37.9%	40.4%	42.4%
Net Kar Marjı	7.6%	16.4%	2.4%	3.1%	5.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	8.6%	18.3%	3.1%	4.0%	6.2%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	9.5%	32.4%	7.4%	27.1%	30.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	34.9%	29.1%	-7.3%	-4.1%	-9.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	26.4%	29.2%	-10.4%	-8.5%	-14.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	87.6%	87.0%	-19.4%	-10.2%	-22.9%

Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T	2026T
F / K	5.8	4.4	n.m.	20.6	9.5
FD / FAVÖK	2.5	3.5	3.5	2.5	2.2
FD / Satış	1.0	1.2	1.3	1.0	0.9
Temettü Verimi	25.2%	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%

Borçluluk	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç (Nakit)	53	44	62	89	113
Net Borç / FAVÖK (Şirket Tanımlı)	1.27	1.17	0.93	0.86	0.84
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	-0.7	-0.3	-0.8	-1.7	-3.0

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

* Tahmin rakamlarımıza UMS-29 uygulandı.
** 2022 yılı finansalları 2023 yılı fiyatlarıyla gösterildi.

YATIRIM TEMASI

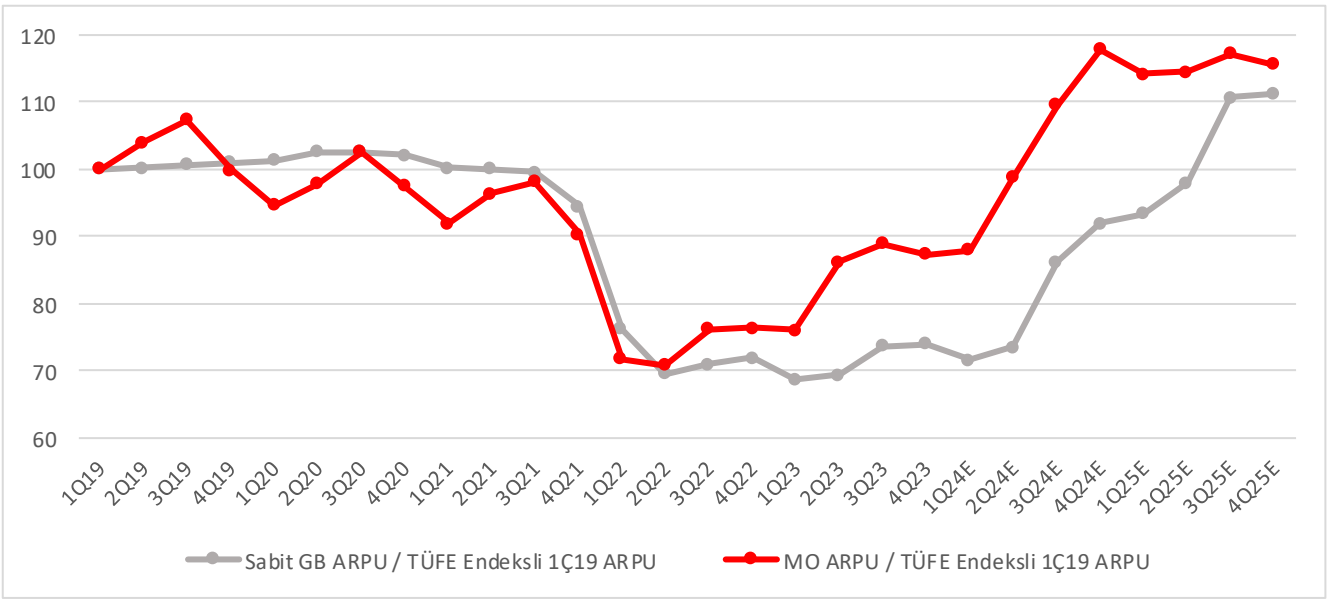
i) Güçlü büyüme potansiyeli

2Y24, 2025 ve 2026'da sırasıyla %11, %17 ve %9 reel toplam büyüme bekliyoruz. Reel büyüme beklentimizi oluşturan dinamikler şunlardır:

a) *Abonelik ücretlerindeki fiyat optimizasyonları ve gecikmeli ciro etkileri*

Şirket, Tem23'teki %70'lik fiyat artışının üzerine Tem24'te toptan satış alt segmenti için %70'lik bir fiyat artışı daha uyguladı. Toptan satışların fiyat düzenlemeleri hemen uygulanmakta, ciro etkisi gecikmemektedir. Şirket, sabit genişbant ve mobil segmentlerin perakende kısmında TÜFE'deki artışı yansıtan dinamik fiyat ayarlamaları uygulamaya devam etmektedir. Sözleşme yenileme dönemlerindeki farklılıklar nedeniyle fiyat artışlarının ve bunların gelirler üzerindeki gecikmeli etkisinin ciro büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Türk Telekom Oca24 ve Tem24'te yeni ön ödemeli ve faturalı mobil müşterilerinin tarifelerine uyguladığı fiyat artışları bizim yıl sonu TÜFE artış beklentimizi orta tek haneli yüzdelerde aştı. 2Ç24 itibariyle, mobil segment ARPU'su TÜFE'ye endeksli 1Ç19 ARPU seviyesi ile arasındaki farkı neredeyse kapatırken, sabit GB (sabit genişbant) ARPU'su hala bir farka sahip. ARPU ile TÜFE'ye endeksli ARPU arasındaki farkın kapanmasını bekliyoruz.

Figure 1: Açıklanan ARPU Seviyesi vs Çeyreklik TÜFE'ye Endekslenmiş 1Ç19'daki ARPU Seviyesi (1Ç19=100)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

b) *Sabit genişbant segmentinde kısalan sözleşme süreleri*

2Ç24 itibariyle, yaşayan sabit BB sözleşmelerinin büyük çoğunluğu 24 aylık sözleşmelerden (düz veya 12s+12), geri kalanı ise 18 aylık sözleşmelerden (6+12 veya 9+9) oluşmaktadır. Şirket, Aralık 23'te süresi dolan veya yenilenen sözleşmeleri 18 aylık (9+9) ve Haziran 24'te 15 aylık (3+12) sözleşmelerle değiştirmeye başladı. Sözleşme sürelerinin kısalması, Şirket'in fiyat ayarlamalarını daha sık yapmasına ve enflasyonun etkisini en aza indirmesine olanak sağlamaktadır.

c) *Üst paket satış fırsatlarını güçlendiren artan veri talebi*

Kullanıcı başına ortalama mobil veri kullanımı 2018'de yaklaşık 4 GB iken 2023'te yaklaşık 16 GB'a yükseldi. Veri kullanımındaki artışa rağmen, Türkiye'deki ortalama mobil ARPU Avrupa ortalamasına kıyasla hala düşük. Batı Avrupa ülkelerinin ARPU'su 1Ç24'te yaklaşık 17,3 EUR iken, Türkiye'de sadece 4,5 EUR'dur. 24Mps ve üzeri hızda internet paketine sahip sabit genişbant kullanıcılarının payı 4Ç19'da %17,1 iken 1Ç24'te %60'a yükseldi. Artan veri kullanımının müşterilerin premium paketlere geçişini hızlandırmasını ve böylece ARPU büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

d) *Nüfus dinamikleri sayesinde kullanıcı tabanında istikrarlı büyümesi*

Nüfus artışı ve ileri yaşlı nesillerin teknolojiye adaptasyonu, telekomünikasyon şirketlerinin mobil kullanıcı tabanlarını genişletmelerine yardımcı oldu. Türkiye nüfusunun 2023'te 85,4 milyondan %0,5 YBBO ile 2030'da 88,2 milyona ve %0,4 YBBO ile 2040'ta 91,5 milyona yükselmesi beklenmektedir (TÜİK, Temmuz 2024). Son on yılda Türk Telekom mobil segmentteki pazar payını yaklaşık 750 baz puan artırarak %20,9'dan %28,4'e çıkardı. Ayrıca, konut sahipliğindeki artış, kentleşme ve aile büyüklüğündeki küçülme (artan boşanma oranı ve bekar haneler) uzun vadede sabit BB tabanının büyümesini destekleyecektir. Nitekim, son on yıldaki YBBO nüfus için %1,1 hane halkı için %2,5, mobil kullanıcılar için %2,8 ve sabit BB kullanıcıları için %8,8 olarak gerçekleşti. Toplam abone tabanının 2020 ve 2023 yılları arasındaki %6'lık artışa kıyasla 2023 ve 2026 yılları arasında %4 civarında büyümesini bekliyoruz.

f) *Dezenflasyon ile reel büyüme için daha istikrarlı faaliyet ortamı oluşması*

Dezenflasyon süreci kısa/orta vadede telekomünikasyon şirketlerine sağlam bir reel kazanç artışı sağlayacaktır, zira son dönemde yapılan cazip fiyat artışları öngörülebilir gelecekte beklenen TÜFE rakamlarını aşmıştır. Nitekim, toptan sabit BB alt segmentinde Tem23'teki %70'lik fiyat artışına ek olarak Tem24'te %70'lik bir fiyat artışı gerçekleşti. Buna karşın, yıl sonu TÜFE'nin 2023 yılındaki %72 seviyesinden 2024 yılında %44, 2025 yılında ise %25 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

g) *Devam eden altyapı genişletme ve ağ iyileştirmeleri*

Söz konusu sosyal dinamiklerin yanı sıra, altyapı genişlemesi ve ağ iyileştirmeleri de Sabit GB kullanıcı tabanının büyümesini destekledi. Sabit GB kullanıcı tabanı 2013-2023 yılları arasında %8,8'lik bir YBBO ile büyüdü. Türk Telekom, sabit GB segmentindeki imtiyaz sahibi şirket olarak Türkiye'nin fiber dönüşümünde hayati bir rol oynamaktadır. Fiber ağı, 2018'de 18,6 milyon iken 2022'de 31,4 milyon ve, 2Ç24 sonunda 32,4 milyon haneyi kapsamaktadır. Hanelerdeki sabit GB penetrasyonunun 2023 ve 2030 yılları arasında 5 puanlık bir artışla %81'e ulaşacağını öngören projeksiyonumuz, GSMA Intelligence'ın projeksiyonuna yakındır.

ii) Operasyonel kaldıraç ile genişleyen FAVÖK marjı

Türk Telekom'un FAVÖK marjının önümüzdeki 3 yıl içinde (2024 dahil) reel büyüme ve daha karlı sabit GB segmenti lehine iyileşen satış kırılımının etkisiyle 900 baz puan artarak %42,4'e ulaşmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, FAVÖK projeksiyonumuz, 2023 yılında personel giderlerindeki keskin artış nedeniyle 5 yıllık tarihsel ortalama FAVÖK marjından hala biraz daha düşük. Nitekim, ücretlerin satışlara oranı 2023'ten önceki dönemde %14 - %17 aralığında iken, 2023'te %23 ile rekor seviyeye ulaştı. Aslında, 2025'ten itibaren ücretlerin net satışlara oranında bir yumuşama öngörüyoruz.

iii) Devam eden borç azaltımı, net marj genişlemesine yol açacaktır

2Ç24 sonunda, Türk Telekom'un 1,3 milyar USD tutarındaki döviz türev portföyüne ek olarak, %76'sı döviz cinsinden olan 0,5 milyar USD tutarındaki nakit ve eşdeğerlerine karşılık, %81'i döviz cinsinden olmak üzere yaklaşık 2,06 milyar USD tutarında finansal borcu bulunmaktadır. Limitlerini aşan işlemler hariç tutulduğunda, Şirket'in 2Ç24 sonunda yaklaşık 0,3 milyar USD tutarında döviz açık pozisyonu bulunmaktadır. Mevcut konjonktürde TL mevduatların avantajı nedeniyle, Şirket'in uzun TL pozisyonu tutmaya devam etmesini bekliyoruz. Net Borç/FAVÖK oranı 2Ç23'teki 1,40x seviyesinden 2Ç24 itibariyle 1,08x seviyesine gerilemiştir. Net Borç/FAVÖK oranının 5G ihalesi ve lisans yenilemeleri nedeniyle 2024 ve 2026 yıllarında sırasıyla 0,93x ve 0,84x seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Daha sonra, oranın uzun vadede 1,0x ile 0,3x arasında dalgalanmasını bekliyoruz. TL'deki reel değerlenmenin Net Borç/FAVÖK oranındaki düşüşe katkıda bulunmasını bekliyoruz. Borçluluğun azaltılmasının kredi notu artışlarının önünü açmasını, bunun da daha düşük borçlanma maliyetleri anlamına gelmesini ve daha düşük faiz yükü ile karlılığa katkıda bulunmasını bekliyoruz. Net faiz karşılama oranının 2023 ve 2026 yılları arasında 0,3x'ten 3,0x'e yükselmesiyle VÖK marjının 560bps artmasını ve 7 kat büyümesini bekliyoruz.

iv) Önemli ölçüde döviz bazlı CAPEX ve TL bazlı gelirler sebebiyle TL reel değerlenirken artan nakit yaratma kabiliyeti

Makroekonomik ekibimiz 2Y24 ve 1Ç25'te TL'nin reel olarak değer kazanacağını, TÜFE'de %25,0 artışa karşılık USD/TL'de %18,7 değişim olacağını tahmin etmektedir. Lisans yenilemeleri, imtiyaz sözleşmeleri ve telekom sektörüne yönelik diğer yatırım harcamaları kısmen döviz cinsinden yapılırken, gelirler çoğunlukla TL cinsindendir. Bu nedenle, Türk Telekom'un önümüzdeki 3 çeyrekte nakit yaratma açısından geçmiş yıllara kıyasla daha iyi bir konumda olacağına ve diğer sektörlerden ayrışacağına inanıyoruz. Reel değerlenmenin yanı sıra, hızlı altyapı gelişimi nedeniyle yatırım harcamalarının satışlara oranı son yıllarda rekor seviyelere ulaştı. Homepass doygunluğu CAPEX'i azaltacak ve uzun vadede SNA üretimini destekleyecektir.

v) Cazip değerleme çarpanları

TTKOM, 2024T/25T 4,0x ve 2,4x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmekte olup, küresel emsallerine göre sırasıyla %28 ve %55, 10 yıllık ortalamalarına göre ise %18/%32 iskonto anlamına gelmektedir. Destekleyici makro ve piyasa görünümü ile yönetimin büyüme stratejileri göz önüne alındığında, emsallere ve tarihi çarpanlarına olan derin iskontonun yersiz olduğuna inanıyoruz.

RİSKLER

Düzenleyici riskler… Devlet düzenlemeleri, spektrum tahsisindeki değişiklikler, imtiyaz koşulları, gizlilik yasaları veya ağ tarafsızlığı kuralları gibi operasyonları ve karlılığı etkileyebilir.

İmtiyaz yenileme… Düzenleyici otorite, Türk Telekom'un imtiyaz yenilemesine ilişkin herhangi bir karar açıklamadı. İmtiyaz yenileme konusunda Türk Telekom lehine herhangi bir karar için 1,5 milyar USD tutarında karşılık ayırdık.

Makroekonomik riskler… Maliyetlerin önemli oranda gelirlerin belli bir yüzdesine bağlı olmasına rağmen, enflasyona yönelik yukarı yönlü riskler reel gelir büyümesini ve karlılığı engelleyecektir. TL'nin rezerv para birimleri karşısında değer kaybetmesi, genellikle USD veya EUR cinsinden belirtilen lisans yenilemeleri ve ihaleler gibi yatırım harcamaları için ödenen tutarları artırarak nakit yaratma kabiliyetini de olumsuz etkileyecektir.

Popülasyon dinamiklerinde değişiklik riski… Telekomünikasyon şirketlerinin büyüme oranları, benimsenme doğal sınırlarına yaklaşacağı için gelecekte bugünkünden daha fazla nüfus dinamiklerine bağlı olacaktır. Bu nedenle, bir pandemi, göç veya satın alma gücündeki keskin düşüşün neden olduğu herhangi bir sosyal dinamik, büyüme tahminlerini etkileyecektir.

Yıkıcı doğa olayları… Doğal felaketler, mevcut altyapıyı veya hizmetleri anında kullanılmaz hale getirebilir ve rekabetçi kalabilmek için yatırım gerektirir.

Pazar doygunluğu… Türk telekomünikasyon pazarında, olgun bir pazar olarak, doygunluk nedeniyle büyüme fırsatları sınırlıdır. Bu nedenle, operatörlerin techfin veya veri koruma veya coğrafi genişleme gibi yeni hizmetler yoluyla büyüme arayışına girmeleri gerekir.

DEĞERLEME

Türk Telekom için UMS29 öncesi finansallara dayalı TL bazlı İNA değerlememiz, 12A 83 TL/hisse hedef fiyat sağlıyor ve bu da son kapanış fiyatına göre %85 yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.

TTKOM hisseleri 2024T/2025T 4.0x ve 2.4x FD/FAVÖK çarpanları ile benzerlerine göre sırasıyla %22 ve %50 iskontolu işlem görmektedir.

İNA Projeksiyonu… Lisanslar çoğunlukla 25 yıl gibi uzun bir süreye sahip olduğundan, ortalama olarak normalleştirilmiş bir SNA marjına sahip olmak adına 2037 yılına kadar projeksiyon yaptık. Uç Değerimiz, küresel emsallerinin 5,3x 2024T FD/FAVÖK çarpanına kıyasla, 4,8x 2037T çarpanına karşılık gelmektedir.

Şekil 2: İNA, 2024T-2037T, milyar TL, UMS29 öncesi

İNA Kalemleri, milyar TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Net Satışlar	139	213	273	320	372	428	488	554	625	698	780	872	975	1,090
büyüme, %	*71%*	*53%*	*28%*	*17%*	*16%*	*15%*	*14%*	*14%*	*13%*	*12%*	*12%*	*12%*	*12%*	*12%*
Operasyonel Kar	16	43	67	92	123	138	150	165	184	204	226	251	278	309
Marj, %	*11.7%*	*20.3%*	*24.5%*	*28.9%*	*33.1%*	*32.2%*	*30.9%*	*29.7%*	*29.5%*	*29.2%*	*29.0%*	*28.7%*	*28.5%*	*28.4%*
Amortisman	35	42	47	43	35	44	57	66	75	86	99	112	128	145
FAVÖK	52	85	114	136	158	182	207	230	260	290	325	363	406	454
Marj, %	*37.2%*	*39.8%*	*41.9%*	*42.4%*	*42.5%*	*42.5%*	*42.5%*	*41.5%*	*41.6%*	*41.6%*	*41.6%*	*41.6%*	*41.6%*	*41.7%*
Vergi	(4.1)	(10.8)	(16.7)	(23.1)	(30.8)	(34.4)	(37.6)	(41.1)	(46.1)	(51.0)	(56.5)	(62.7)	(69.6)	(77.3)
Efektif Vergi Oranı, %	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*	*-25%*
İşletme Sermayesi Değişimi	(6)	(0)	(0)	(0)	0	0	0	1	1	1	1	1	1	2
Op. Yatırım Harc. + Lisanslar	(39.7)	(83.3)	(107.8)	(119.1)	(89.4)	(160.4)	(174.5)	(116.4)	(131.3)	(146.7)	(163.9)	(183.2)	(204.7)	(228.9)
Marj, %	*-29%*	*-39%*	*-40%*	*-37%*	*-24%*	*-38%*	*-36%*	*-21%*	*-21%*	*-21%*	*-21%*	*-21%*	*-21%*	*-21%*
SNA	0.6	(11.8)	(13.2)	(9.8)	34.3	(17.2)	(9.3)	67.8	77.0	86.5	97.4	109.6	123.3	138.7
Marj, %	*0%*	*-6%*	*-5%*	*-3%*	*9%*	*-4%*	*-2%*	*12%*	*12%*	*12%*	*12%*	*13%*	*13%*	*13%*
İndirgeme Katsayısı	1.11	1.38	1.71	2.12	2.63	3.26	4.05	5.02	5.82	6.75	7.83	9.09	10.54	12.23
SNA Toplam Bugünkü Değeri	72													
Uç Büyüme	10%													
Uç Değer	208													
2037E FD/FAVÖK	4.8x													
TV as of VoOP, %	74%													
Net Borç (Nakit)	51													
Hedef Piyasa Değeri	289													
Ödenmiş Sermaye	3.5													
Hedef Fiyat (TL)	83													
Son Kapanış Fiyatı (TL)	45													
Yukarı Potansiyel (%)	84%													

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

2024/2025/2026 yıllarında, sözleşme yenileme dönemleri ve abone tabanı büyümesi nedeniyle TÜFE'yi ve kümülatif gecikmeli etkisini geride bırakan sürekli üç aylık fiyat artışları üzerine sırasıyla %71/%53/%28 nominal toplam büyüme bekliyoruz. 2023'te %33,6 olan FAVÖK marjının, güçlü gelir artışı, satış karışımındaki değişimin desteklenmesi ve yüksek OPEX marjı bazı ile desteklenen yaklaşık 890 baz puanlık kayda değer bir genişleme ile 2026 yılında %42,5'e ulaşmasını bekliyoruz. 2024 yılı için %28,5 CAPEX varsaydık ve altyapı yatırımlarındaki azalma nedeniyle yıldan yıla %21'e kadar düşürdük.

Gelir Projeksiyonu... Çoğunlukla fiyat ayarlamaları, kısalan sözleşme süreleri ve sırasıyla %0,8, %1,4 ve %1,3'lük abone tabanı büyümesi ile desteklenen 2Y24, 2025 ve 2026'da sırasıyla %11, %16 ve %8 reel gelir büyümesi öngörüyoruz. 24 mali yılı için %9,7'lik ciro büyüme beklentimiz (UFRYK12 hariç, Şirket öngörüsü ile karşılaştırılabilir), Şirket'in %11-13'lük beklentisinden daha düşüktür ve bunun başlıca nedeni yılsonu TÜFE beklentimizin daha yüksek olmasıdır (%44.3'e karşı %42). 2027 ve sonrasında, reel gelir artışı beklentilerimiz çoğunlukla kullanıcı tabanı büyümesi ve altyapı iyileştirmelerinden kaynaklanmaktadır.

Şekil 3: Satış Projeksiyonu, 2024T-2026T, milyar TL

Gelir Segmenti	2023	2024T	2025T	2026T
Mobil	31	60	91	118
Sabit Genişbant	22	41	73	97
Ses	4	5	6	6
Diğer (Data, Uluslararası, UFRYK12 v.b.)	24	33	43	51
Konsolide Gelirler	**81**	**139**	**213**	**273**

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Marj Projeksiyonları... Reel gelir büyümesi, satış kırılımının sabit genişbant lehine değişmesi, operasyonel kaldıraç ve ücret ayarlamalarında bir miktar normalleşme ile FAVÖK marjının 2023 yılındaki %33,6 seviyesinden 2026 yılında %42,5'e ulaşmasını bekliyoruz. Ücret artışları 2023 ve 2024'te TÜFE'nin üzerinde gerçekleşti ve böylece ücretlerin toplam gelirlere oranı 2021'deki %14 seviyesinden 2023'te %22'ye yükseldi. 2025 ve sonrasında faaliyet giderlerinin satışlara oranının düşeceğini düşünüyoruz. UMS29 sonrası FAVÖK marjı beklentimiz %37,9 (Şirket tanımlı %38,7) olup, yönetimin 2024 yılı için öngördüğü %36-38 aralığındadır (1Y24'te %37,8 ve 2Ç24'te %38,8).

İşletme Sermayesi ve CAPEX Projeksiyonları... Lisans yenilemeleri ve 5G ihaleleri hariç olmak üzere, UMS29 öncesi operasyonel yatırım harcamalarına dayanarak yatırım harcamalarının satışlara oranının 2024 yılında %28,5 ile zirve yapmasını bekliyoruz. Bu oran, UMS29 sonrası yönetim beklentilerinin orta noktasına yakındır. 4,5G ihalesinin tutarını ve mevcut ödeme gücü oranlarını göz önünde bulundurarak, 2025 yılında yapılması beklenen 5G ihalesi için 0,6 milyar USD tutarında bir toplu ödeme öngördük. Henüz 5G için herhangi bir yol haritası açıklanmadı. Dolayısıyla belirsizlik devam etmektedir. Yönetim, Şirket'in haklarını koruyan makul bir çözüm bulunacağına inanmaktadır. 2026 ve 2027 yıllarında iki taksit halinde ödenecek yenileme ücreti için 1,5 milyar USD öngördük. Ayrıca, 2029 ve 2030 yıllarında ödenecek 2G, 3G ve 4.5G lisans yenilemeleri için 2 milyar USD öngördük. Lisans ücretleri hariç tutulduğunda, sabit GB segmentindeki düşük altyapı yatırımları nedeniyle yatırım harcamalarının satışlara oranının kademeli olarak 2023'teki %27 seviyesinden 2032'de %21'e düşmesini bekliyoruz. Bu, GSMA Intelligence'ın AB operatörleri için beklentileriyle uyumludur.

AOSM Varsayımları... AOSM'yi 2024E ile 2031E arasında %24, 2032E ve sonrasında ise %16 olarak hesaplıyoruz. Borçlanma Maliyetini ise bu dönemler için sırasıyla %21 ve %13 olarak hesaplıyoruz. Nihai büyüme için, %16,0 AOSM'ye kıyasla %10'luk bir oran belirledik, bu oran yine de uzun vadeli GSYH büyüme tahminimiz olan c3ppts'den daha düşüktür. BIST100'e karşı 1,09x'lik 2 yıllık Şirket betasını dahil ediyoruz.

Şekil 4: Sermaye Maliyeti (TRY)

	2024T-2031T	2032T-Sonrası
AOSM	**24.0%**	**16.0%**
Risksiz Getiri Oranı	20%	12%
Hisse Risk Primi	5.50%	5.50%
Beta	1.09	1.09
Özkaynak Maliyeti	26.0%	18.0%
Borç Maliyeti	21%	13%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	15.8%	9.8%
Borç Oranı	40%	40%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Benzer Şirket Çarpanları… Tahminlerimize göre, TTKOM hisseleri 2024T/2025T FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 4,0x ve 2,4x olup, benzerlerine göre sırasıyla %22 ve %50 iskontolu işlem görmektedir. Türk Telekom'un daha yüksek ciro ve FAVÖK büyüme projeksiyonları ile benzerlerine kıyasla primi hak ettiğini düşünüyoruz.

Şekil 5: Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanları (x)

Şirket	Ticker	Ülke	PD (USDmn)	Cari	2024T	2025T
Mobile Telesystems	MTSS RM	Rusya	6,790	5.15	n.a.	n.a.
Telekom Austria Ag	TKA AV	Avusturya	6,541	4.14	3.99	3.84
Tele2 Ab-B Shs	TEL2B SS	İsveç	6,946	8.58	9.23	8.81
Vodafone Group Plc	VOD LN	İngiltere	23,687	4.78	6.23	6.00
Rostelecom Pjsc	RTKM RM	Rusya	3,625	3.34	n.a.	n.a.
Turkcell	TCELL TI	Türkiye	5,352	4.55	3.17	2.41
Orange Polska Sa	OPL PW	Polonya	2,578	4.33	5.41	5.28
Telefonica Brasil S.A.	VIVT3 BZ	Brezilya	13,825	3.96	4.52	4.22
Emirates Integrated Telco	DU UH	BAE	7,034	6.17	4.94	4.81
Magyar Telekom	MTELEKOM HB	Macaristan	2,737	4.30	4.42	3.89
Mtn Nigeria Comm.	MTNN NL	Nijerya	2,764	5.82	5.39	3.97
Oman Telecom	OTEL OM	Oman	1,948	5.34	5.04	4.91
Mobile Telecom	ZAIN KK	Kuveyt	6,279	5.82	5.63	5.37
Mobile Telecom	ZAINKSA AB	Suudi Arabistan	2,808	~~10.58~~	5.72	5.41
Hellenic Telecom	HTO GA	Yunanistan	6,172	4.16	5.15	4.96
Saudi Telecom Co	STC AB	Suudi Arabistan	50,113	7.56	7.97	7.67
Safaricom Plc	SAFCOM KN	Kenya	5,332	5.93	4.52	4.13
Telecom Egypt	ETEL EY	Mısır	1,118	4.92	4.77	4.27
Vodacom Group Ltd	VOD SJ	Güney Afrika	10,418	4.28	4.67	4.38
Deutsche Telekom Ag-Reg	DTE GR	Almanya	124,893	7.30	6.96	6.42
Koninklijke Kpn Nv	KPN NA	Hollanda	15,073	7.78	7.72	7.49
Telenor Asa	TEL NO	Norveç	16,037	7.09	7.73	7.63
Telefonica Sa	TEF SM	İspanya	24,290	5.91	5.54	5.54
Telecom Italia Spa	TIT IM	Italya	5,282	5.52	6.58	6.64
At&T Inc	T US	ABD	134,512	6.22	7.10	6.94
Telus Corp	T CN	Kanada	22,510	8.39	8.48	8.11
Elisa Oyj	ELISA FH	Finlandiya	7,587	~~11.22~~	~~11.91~~	~~11.47~~
Bt Group Plc	BT/A LN	İngiltere	17,610	3.69	4.27	4.21
T-Mobile Us Inc	TMUS US	ABD	206,610	~~10.47~~	~~11.11~~	~~10.49~~
		Medyan	**a.d.**	**5.53**	**5.13**	**4.90**
		TTKOM	**5.350**	**4.58**	**4.00**	**2.43**

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

TEMETTÜ PERFORMANSI

Türk Telekom, 2023 yılına kadar son 10 yılın 6'sında ortalama %42 Ödeme Oranı ile temettü ödemesi yaptı ve ödeme tarihi itibarıyla ortalama %3,6 getiri sağladı. Şirket, 2017 yılı öncesinde 9 yıl üst üste nakit temettü dağıttı ve %90 ödeme oranı ile ortalama %8,1 getiri sağladı. Şirket 2024 yılında nakit temettü dağıtmayacağını açıkladı. Şirketin 0,8x Net Borç/FAVÖK oranı ile daha az borçlu hale geldiği 2029 yılından itibaren %50 temettü ödeme oranı öngörüyoruz.

Şekil 6: Temettü Performansı (milyar TL)

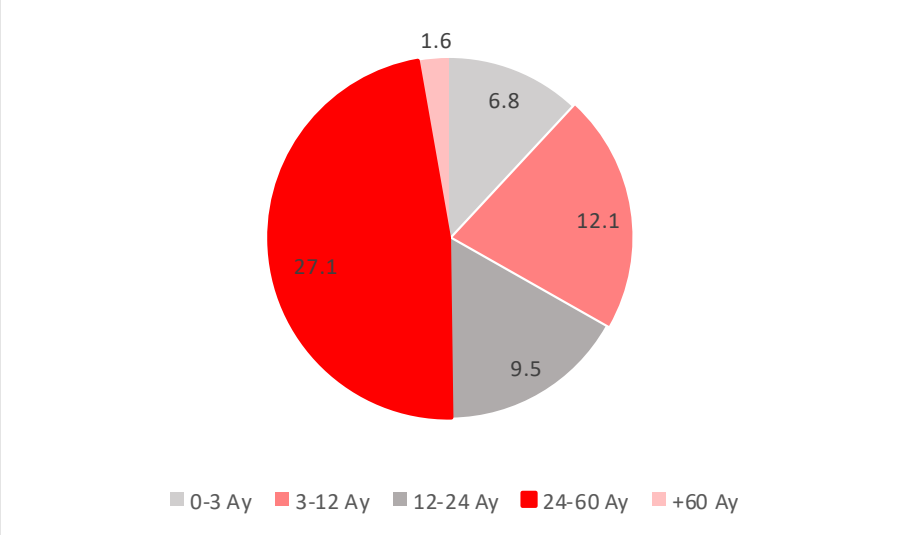
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Temettü	-	-	-	0.6	1.9	5.0	-	-	-	-	-	-	44.7	49.9
Ödeme Oranı	0%	0%	0%	25%	59%	86%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	50%
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	7.7%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.7%	32.1%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

BORÇLULUK & LİKİDİTE YAPISI

Türk Telekom'un 2Ç24 itibariyle, 1,3 milyar USD tutarındaki döviz türev portföyüne ek olarak, %76'sı döviz cinsinden olan 0,5 milyar USD tutarındaki nakit ve benzeri varlıklarına karşılık, %81'i döviz cinsinden olmak üzere yaklaşık 2,06 milyar USD tutarında finansal borcu bulunmaktadır. Limitlerini aşan işlemler hariç tutulduğunda, Şirket'in 2Ç24 sonunda yaklaşık 0,3 milyar USD tutarında döviz açık pozisyonu bulunmaktadır. Mevcut konjonktürde TL mevduatların avantajlı konumu sebebiyle, şirketin TL uzun pozisyonunun devam etmesini bekliyoruz. 2Ç24 itibariyle Net Borç/FAVÖK oranı 1.1x seviyesindedir. 5G ihalesi ve lisans yenilemelerine rağmen operasyonel kaldıraç nedeniyle Net Borç/FAVÖK'ün yılsonunda sırasıyla 0,93x ve 0,84x seviyelerini görmesini bekliyoruz. Uzun vadede ise bu oranın 1,0x ile 0,3x arasında dalgalanmasını bekliyoruz.

Şekil 7: Borçluluk Yapısı



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

KAR DEĞERLENDİRMESİ

Türk Telekom (TTKOM TI) finansal sonuçlarını UMS29 düzeltmelerine göre açıkladı; dolayısıyla tüm finansal karşılaştırmalar reeldir. Şirket 2Ç23'te 3.623 milyon TL olan UMS29 sonrası net zararından toparlanarak 2Ç24'te 1.419 milyon TL Net Kar açıkladı. Net Satışlar ve FAVÖK'ün piyasa tahminlerinden sırasıyla %3 ve %5 daha iyi gerçekleşmesine rağmen, Net Kar beklentilerin üzerindeki finansman giderleri nedeniyle piyasa tahmini olan 1.516 milyon TL'nin hafif altında gerçekleşti. Daha iyi operasyonel sonuçlar ve daha düşük finansman giderleri sayesinde Net Kar toparlandı. Yıllık bazda %2,8 artan mobil abone sayısı (Emsal Şirketin %2,4'üne kıyasla) ve %14,8 artan mobil ARPU (Emsal Şirket'in %5,3'üne kıyasla), konsolide gelirlerdeki %4'lük (Emsal Şirket'in %0'ına kıyasla) büyümenin ana etkenleri oldu. Konsolide FAVÖK yıllık %22 artışla 12.795mn TL'ye yükselirken, düzeltilmiş FAVÖK marjı yaklaşık 548 baz puan artarak %38,8'e ulaştı. FAVÖK marjındaki artış, satış gelirlerindeki büyüme ve MTR'deki (Mobil Sonlandırma Oranı) düşüşten kaynaklandı.

Yönetim Öngörüleri: Yönetim, UMS29 sonrası %11-13'lük ciro büyümesi (23 mali yılda %10 ve Emsal Şirket'in düşük çift haneli rakamına kıyasla), %42'lik yılsonu enflasyon beklentisinin (Emsal Şirket'in %37'sine kıyasla), %36-38'lik FAVÖK marjının (23 mali yılda %32,6 ve Emsal Şirket'in %42'sine kıyasla) ve %27-28'lik Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının (2023'teki %25,7 ve Emsal Şirket'in %23'üne kıyasla) üzerinde büyüme beklentisini korudu.

Yorum: İkinci çeyrekte enflasyonun yukarı yönlü seyri ve ana faaliyetleri dışındaki operasyonlardaki küçülme ciro büyümesini sınırladı. Parasal sıkılaşma teması reel büyümenin önünü açacak ve telekomünikasyon şirketlerini ön plana çıkaracaktır. Daha uzun Sabit Genişbant sözleşme süreleri ve daha düşük ARPU seviyesi nedeniyle, Türk Telekom için diğer telekom şirketlerine göre daha fazla büyüme alanı olduğuna inanıyoruz.

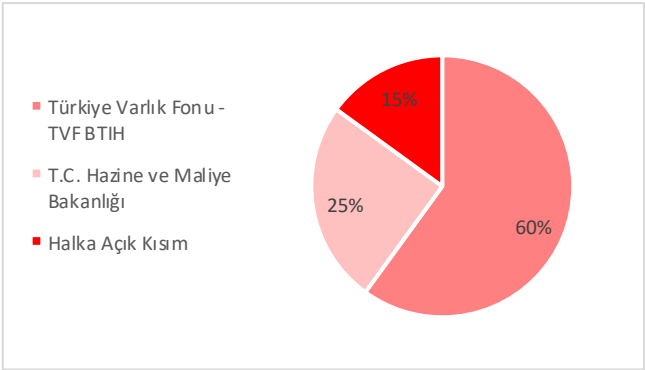
ŞİRKET GÖRÜNÜMÜ

Türk Telekom, Türkiye'nin ilk ve en büyük entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri sağlayıcısıdır. 1840 yılında bir telgraf şirketi olarak kurulmuş ve yıllar içinde tam teşekküllü bir telekom operatörüne dönüşmüştür. Şirket 2005 yılında özelleştirilmiş ve ilk halka arzı 2008 yılında gerçekleştirilmiştir. Türk Telekom, Ocak 2016 itibarıyla mobil, internet, telefon ve TV ürün ve hizmetlerini tek bir "Türk Telekom" markası altında birleştirmiştir. Türk Telekom, bugün 36 bini aşkın çalışanı ile müşterilerine mobil, genişbant, data, TV ve sabit ses hizmetlerinin yanı sıra yenilikçi yakınsama teknolojilerinden oluşan eksiksiz bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Şirket'in 2Ç24 sonu itibarıyla toplam abone sayısı 52,6 milyondur.

Türk Telekom, sabit şebeke yatırımlarında öncü konumdadır. Fiber altyapının genişletilmesi, ülkenin ve sektörün gelişimi, 5G ve yeni nesil teknolojilerin desteklenmesi açısından önem taşımaktadır. Türk Telekom, son 10 yıldır Türkiye'nin dijital dönüşümüne katkı sağlayacak ve 5G teknolojisinin sabit altyapısını oluşturacak fiber ağını genişletme çalışmalarına hız vermiştir. 2Ç24 itibarıyla fiber ev geçişi 32,4 milyona ulaştı. Türkiye'deki fiber uzunluğu, 2015-2023 yılları arasında %9,7 YBBO ile %78'i Türk Telekom tarafından inşa edilen 562.000 km'ye ulaştı. Türk Telekom, 15,2 milyon abonesi ile sabit BB segmentinde yaklaşık %77 pazar payına sahiptir.

Son on yılda, Türk Telekom mobil segmentte pazar penetrasyonunda önemli bir gelişme kaydetti. Şirket, son 10 yılda mobil kullanıcı sayısını 14,5 milyondan 26,2 milyona yükseltti ve pazar payını 758 baz puanlık artışla %20,9'dan %28,4'e çıkardı.

Şekil 8: Ortaklık Yapısı (%)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Devlete ait bir kuruluş olarak Türkiye Varlık Fonu, Türk Telekom'da önemli bir paya sahip olup, Türkiye'nin telekomünikasyon sektöründe kamu çıkarlarını ve stratejik uyumunu temsil etmektedir. TVF BTIH oy haklarının yaklaşık %62'sine sahip.

TTKOM hisselerinde yabancı payı yılbaşından bu yana %15,7'den %27,8'e yükseldi. TTKOM, yabancı yatırımcıların paylarını en çok artırdığı BIST100 şirketler arasında sırasıyla bir önceki aya ve yıl başına göre en çok artış yaptığı 1. ve 4. hisse senedi oldu. TTKOM hisselerinde yabancı payı Eylül ayında %21,3'ten %27,8'e yükseldi.

Şekil 9: Büyük İştirak ve Ortaklıklar

Şirket Adı	Faaliyet Konusu	Sahiplik (%)
TTNet	Internet Hizmet Sağlayıcısı	100%
TT Mobil İletişim	GSM Operatörü	100%
Argela Yazılım	Telekomünikasyon Çözümleri	100%
Innova Bilişim Çözümleri	Telekomünikasyon Çözümleri	100%
AssisTT Müşteri Hizmetleri	Çağrı Merkezi ve Müşteri Hizmetleri	100%
Sebit Eğitim	Veri Bazlı Eğitim Hizmetleri	100%
TT Finansman	Tüketici Finansmanı	100%
TT Ödeme ve Elektronik	Ödeme Hizmetleri	100%
TT Holding	Holding	100%
Türk Telekom Avusturya	Altyapı ve Bant Genişliği Sağlayıcısı	100%
Türk Telekom Macaristan	Altyapı ve Bant Genişliği Sağlayıcısı	100%
Türk Telekom Sırbistan	Altyapı ve Bant Genişliği Sağlayıcısı	100%
Türk Telekom Bulgaristan	Altyapı ve Bant Genişliği Sağlayıcısı	100%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

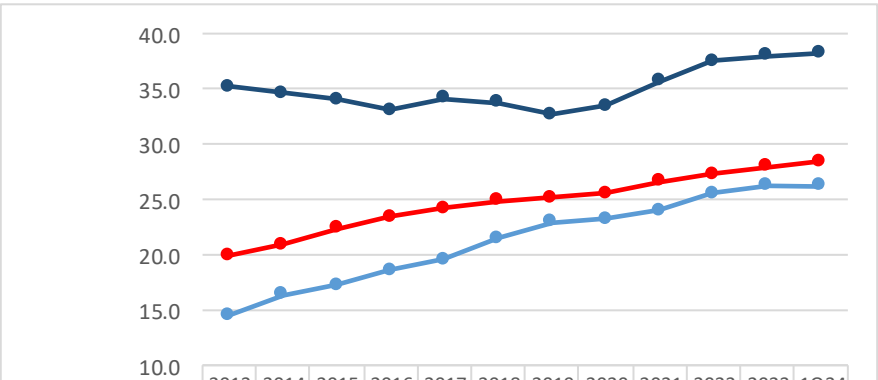
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

Telekomünikasyon şirketleri temel olarak ses, mobil ve sabit geniş bant hizmetleri sunmaktadır ve Turkcell, Türk Telekom ve Vodafone sektördeki en büyük oyunculardır. Bu 3 şirket 2023 yılında 170 milyar TL net satış gerçekleştirdi. Bu 3 şirket dışında, Türkiye'de elektronik haberleşme sektöründe faaliyet gösteren ve ağırlıklı olarak internet hizmetleri sunan ve 2023 yılında yaklaşık 54 milyar TL gelir elde eden yaklaşık 463 şirket bulunmaktadır. 2023 yılında telekomünikasyon hizmet sağlayıcılarının net satışları yıllık %72,5 büyüme oranı ile TÜFE'nin 760bps üzerinde gerçekleşerek 225 milyar TL'ye ulaşmıştır (BTK, 2023). TÜFE'deki artış eğilimi ve özellikle sabit BB segmentinde 2023'ten daha uzun olan sözleşme süreleri boyunca sabit fiyatlandırma stratejisi nedeniyle, sektörün yıllık net satış büyümesi 2022'de ortalama TÜFE'nin %31 gibi kayda değer bir oranda altında kaldı.

MOBİL SEGMENT GÖRÜNÜMÜ

1Ç24 sonu itibariyle Türkiye'de makineler arası iletişim (M2M) aboneleri de dahil olmak üzere 92,9 milyon mobil abone bulunmaktadır ve bu da yaklaşık %109'luk bir penetrasyon oranına karşılık gelmektedir. M2M hariç tutulduğunda, mobil araçların 9 yaş ve üzeri bireyler tarafından kullanıldığı varsayıldığında, mobil penetrasyon 1Ç24 sonu itibariyle %113'e ulaşmaktadır. GSMA Intelligence'a göre Türkiye için mobil penetrasyon %108 olup, AB ülkelerinin medyanının %135 civarında olduğu düşünüldüğünde potansiyelinin altında görünmektedir. Temmuz 2009'da başlatılan 3G hizmeti Mart 2016 sonu itibariyle 66 milyon aboneye ulaştı, ancak Nisan 2016'da 4.5G'nin lansmanı ile 3G'den 4.5G aboneliklerine hızlı bir geçiş oldu. Mart 2024 sonunda 3G abone sayısı 5 milyon iken, 4,5G abone sayısı 85,6 milyona ulaştı.

Şekil 10: Operatörlerin Mobil Kullanıcı Sayısı (mn)

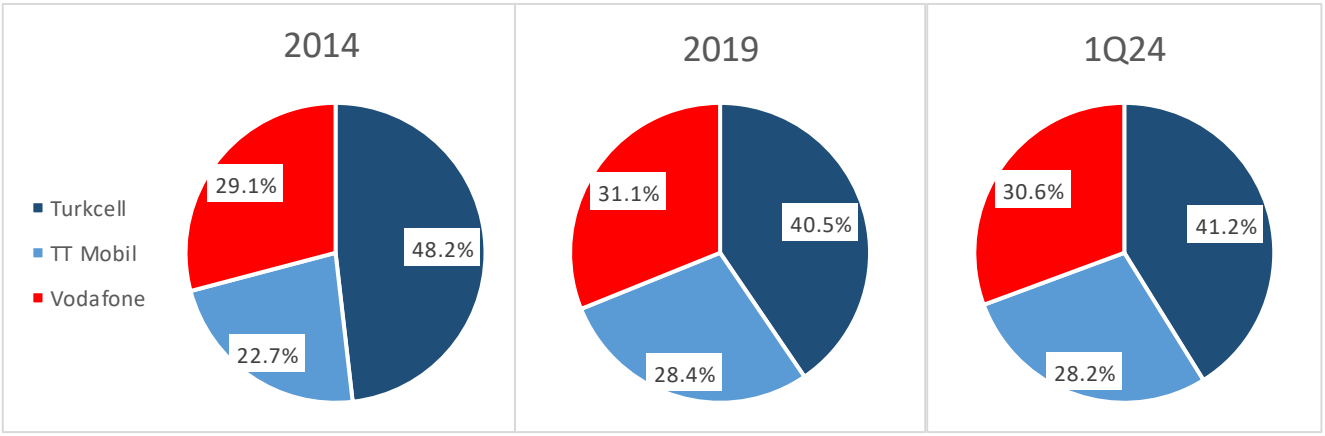


	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24
Turkcell	35.2	34.6	34.0	33.0	34.1	33.8	32.7	33.4	35.6	37.5	38.0	38.2
TT Mobil	14.5	16.3	17.3	18.6	19.6	21.5	23.0	23.2	24.0	25.5	26.2	26.2
Vodafone	19.9	20.9	22.4	23.5	24.2	24.8	25.1	25.5	26.6	27.3	28.0	28.5
TOTAL	69.7	71.9	73.6	75.1	77.9	80.1	80.8	82.1	86.3	90.3	92.2	92.9

Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Turkcell, 38 milyon mobil kullanıcısı ile on yılı aşkın bir süredir kullanıcı bazında aslan payına sahip. Ancak son 20 yılda toplam mobil kullanıcı sayısındaki payını koruyamadı. Türkiye pazarına 2005 yılında Telsim'i satın alarak giren Vodafone, pazardaki ilk 10 yılında mobil kullanıcı sayısında %30 pazar payına ulaşmış ve bunun büyük bir kısmını Turkcell'den aldı. 2015 yılından sonra Turkcell'in mobil kullanıcı payı düşmeye devam ederek 2023 yılında %48'den %41'e gerilerken, Türk Telekom payını %23'ten %28'e çıkardı. Fiyatlandırma stratejileri, şebeke kalitesindeki artış ve mobil paketlerdeki özel tekliflerin operatörlerin kullanıcı tabanlarını değiştirdi. Ayrıca, 2008 yılı sonunda uygulanmaya başlanan telefon numarası değiştirmeden operatör değiştirme seçeneğinin sunulması ve operatör değiştirme kolaylığı da pazar paylarındaki değişimde etkili oldu. İlk uygulandığı 2008 yılından bu yana yaklaşık 177 milyon numara taşıma başvurusu yapıldı.

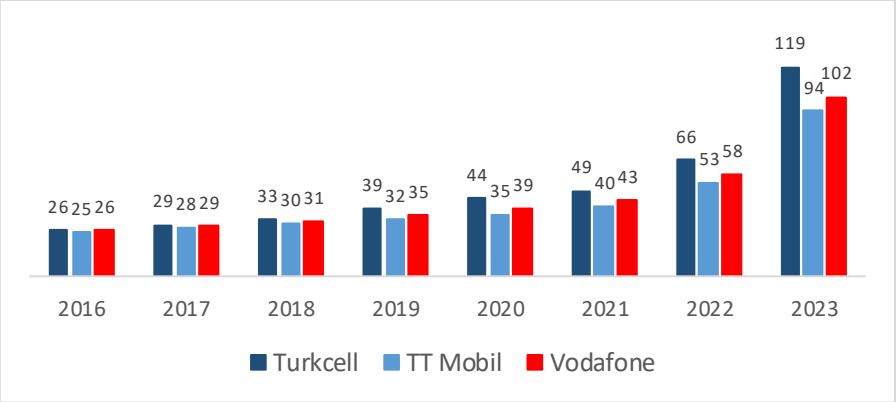
Şekil 11: Abone Sayısına Göre Pazar Payı (2014, 2019, 1Q24)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

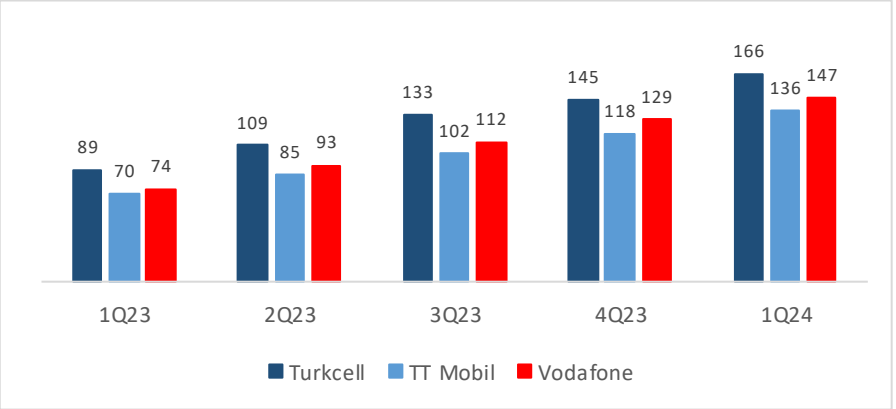
Turkcell, 2013 yılından bu yana mobil kullanıcı sayısındaki payından yaklaşık %10'luk bir kayıp yaşamasına ve bunun büyük bir kısmını Türk Telekom'un kazanmasına rağmen, mobil segment gelirleri açısından yaklaşık %41'lik pay ile lider konumdadır. Vodafone, Türkiye'deki ilk 8 yılında 2013 yılına kadar daha rekabetçi bir fiyatlandırma uyguladı ve sonrasında kullanıcı tabanından pay kaybetmeden ARPU'sunu artırarak 2013-2015 yılları arasında payını %30,7'den yaklaşık %36'ya çıkardı. Vodafone ayrıca pazar payı kazanmak için sınırsız sosyal medya paketleri sundu ve bu da genç neslin operatörler arasındaki tercihlerinde önemli bir etki yarattı.

Şekil 12: Mobil Karma ARPU (TRY)



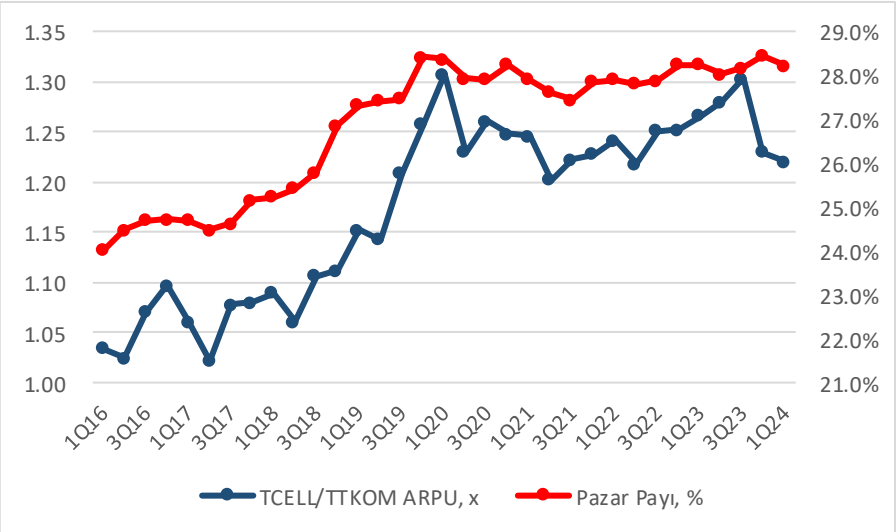
Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 13: Çeyreklik Mobil Karma ARPU (TRY)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 14: ARPU Çarpanları ve Abone Tabanındaki Pazar Payı İlişkisi

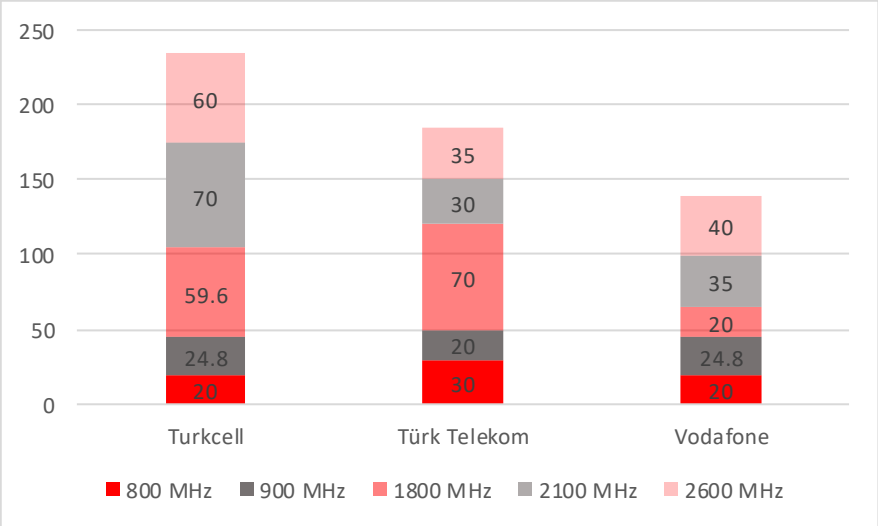


Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

2016 ve 2019 yılları arasında, Turkcell mobil ARPU/Türk Telekom Mobil ARPU katsayısı 1,03x'ten 1,26x'e yükselirken, Türk Telekom pazar payını %24,0'ten %28,4'e çıkardı. Turkcell /Türk Telekom ARPU seviyeleri (x) ile Türk Telekom'un son 7 yıldaki pazar payı artışı arasındaki korelasyon katsayısı (r) 0,94'tür (+1 ile -1 arasındaki bir ölçek üzerinden) ve bu iki değişken arasında çok güçlü bir korelasyon olduğunu göstermektedir.

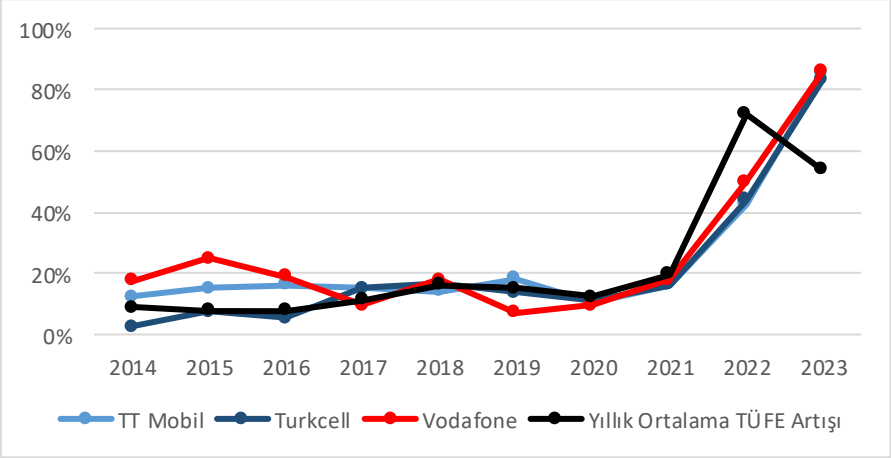
ARPU seviyesinin yanısıra, mobil segmentte pazar payını etkileyen network kalitesi gibi başka faktörler de bulunmaktadır. Turkcell, 1,6 Gbps ile şebeke hızında Avrupa'nın en hızlı mobil operatörüdür ve Türkiye'deki en geniş frekans bantlarına sahiptir (GSA, 2022). Öte yandan Türk Telekom, Türkiye'deki diğer operatörler arasında 1.800MHz ve altında en yüksek paya sahip olan üstün bir spektrum tahsisine sahiptir. Türk Telekom, Turkcell'den yaklaşık %10 ve Vodafone'dan yaklaşık %30 daha yüksek olan 6,7 MHz/mn kullanıcı ile kullanıcı başına en yüksek spektrum kapasitesine sahiptir.

Şekil 15: Mobil Operatörlerin Spektrum Dağılımı



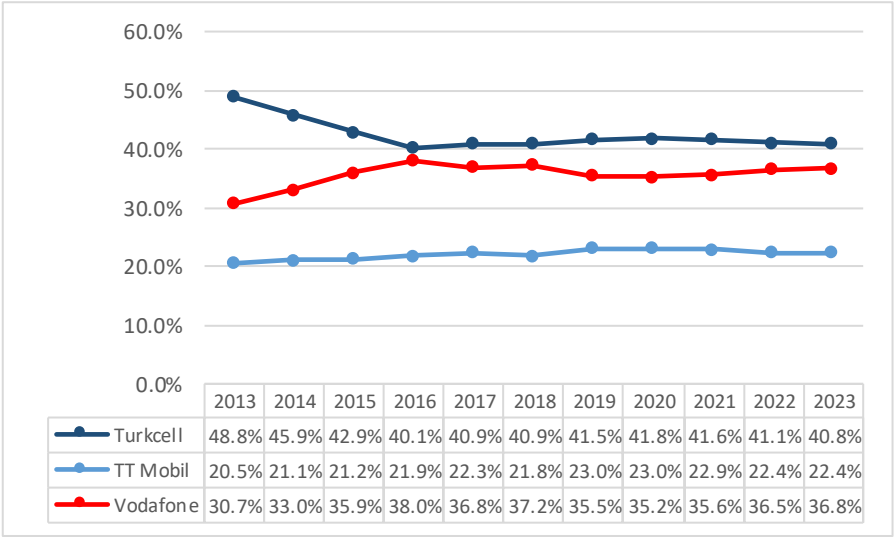
Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 16: Mobil Operatörlerin Net Satış Büyümesi (y/y, %)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 17: Ciroya Göre Pazar Payı (%)

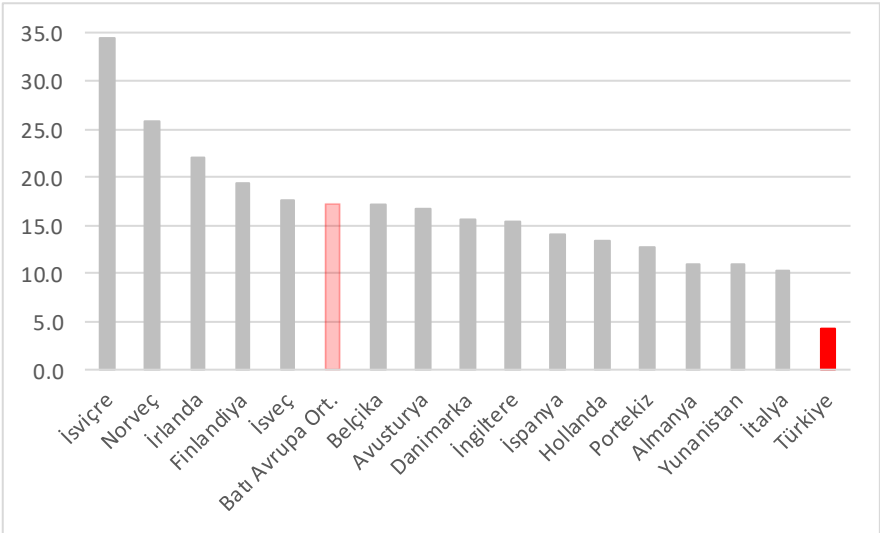


	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Turkcell	48.8%	45.9%	42.9%	40.1%	40.9%	40.9%	41.5%	41.8%	41.6%	41.1%	40.8%
TT Mobil	20.5%	21.1%	21.2%	21.9%	22.3%	21.8%	23.0%	23.0%	22.9%	22.4%	22.4%
Vodafone	30.7%	33.0%	35.9%	38.0%	36.8%	37.2%	35.5%	35.2%	35.6%	36.5%	36.8%

Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

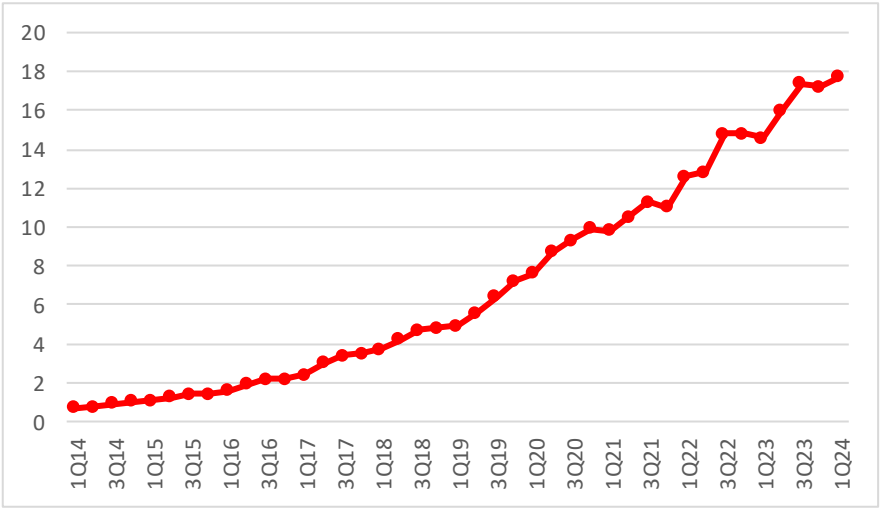
Kullanıcı başına ortalama mobil veri kullanımı 2018'de c4GB iken 2023'te c16GB'a yükseldi. Artan bağlantı ihtiyaçlarına rağmen, Türkiye'deki ortalama mobil ARPU, Avrupa ortalamalarına kıyasla hala çok daha düşük. İlk çeyrek itibariyle, Batı Avrupa'daki ülkelerin ortalama ARPU'su 17,3 EUR civarındayken, Türkiye'de sadece 4,5 EUR'dur.

Şekil 18 : Ülkelere Göre Mobil ARPU, 2023 (EUR)



Kaynak: GSMA Intelligence, BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 19: Mobil Data Kullanımı (GB)

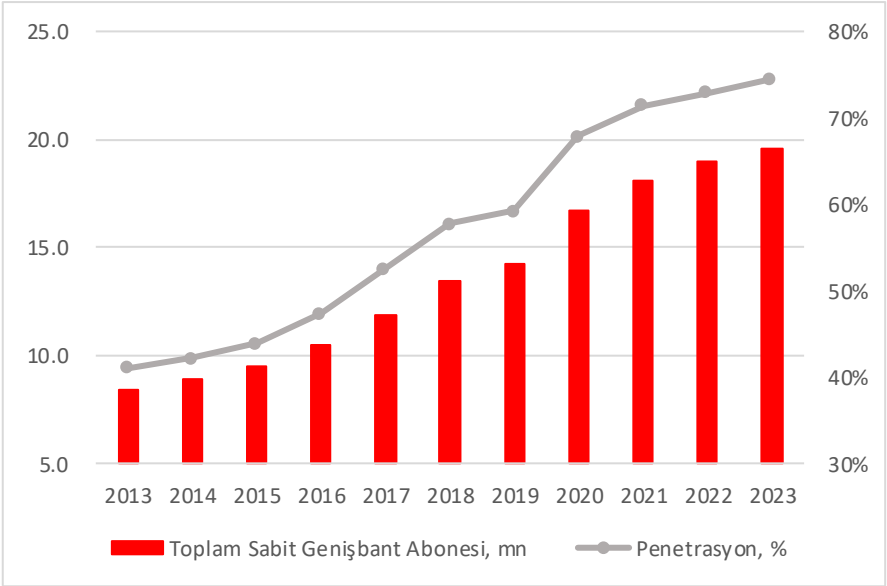


Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

SABİT GENİŞBANT SEGMENT GÖRÜNÜMÜ

Sabit genişbant (GB) kullanıcı sayısı 2018'de 13,4 milyon iken %7,9'luk bir YBBO ile 2023'te 19,6 milyona ulaştı. Daha hızlı büyümesine rağmen, Türkiye'deki sabit genişbant yaygınlığı 2023 sonu itibariyle %23'lük nüfus penetrasyon oranı ile %34,9'luk OECD ortalamasının hala çok uzağındadır. Hane penetrasyon oranı ise 2023 yılı itibarıyla %74'e ulaştı. 2Ç24 itibariyle, yerleşik Türk Telekom 32,4mn fiber ev abonesine ulaştı. Sabit GB kullanıcı tabanındaki büyümenin ana etkenleri, operatörlerin iletişim altyapısı yatırımları sayesinde evlere yapılan geçiş sayısı, özellikle video akışı ve VoIP olmak üzere veri kullanımındaki artış oldu. Türkiye, sabit genişbant aboneliklerinde OECD ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ülkeler arasında yer aldı. 2022 yılında OECD'de sabit BB yaygınlığı ortalama %1,7 artarken, Türkiye %2,2'lik yaygınlık artışı ile OECD ortalamasının üzerine çıktı. Türkiye'nin sabit GB büyümesinin önündeki başlıca engeller, banliyö ve kırsal alanlardaki düzensiz kapsama alanı, giriş seviyesindeki kullanıcılar arasındaki düşük talep ve geçiş hakkı düzenlemesinin uygulanmasındaki zorluklar oldu.

Şekil 20: Sabit Genişbant Hanehalkı Penetrasyonu

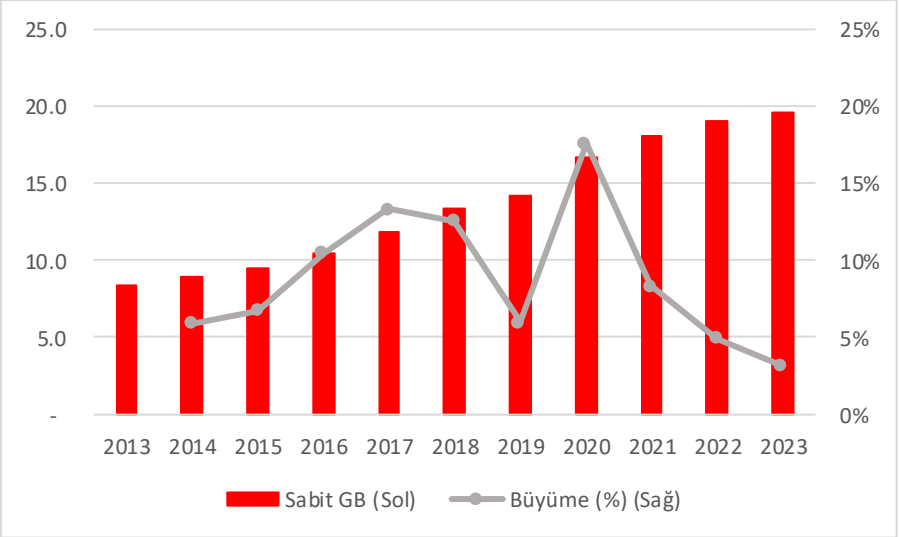


Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

19,8 milyon sabit BB kullanıcısının 7,0 milyonu fiber kullanıcısıdır ve bunların 5,8 milyonu eve kadar fiber (FFTH) müşterisidir. Fiber uzunluğu son 5 yılda yıllık %8-%11 oranında arttı. xDSL kullanıcıları yaklaşık 10,7 milyon kullanıcı ile segmentin hala büyük çoğunluğunu oluşturuyor. Fiber dönüşümü müşteri deneyimini iyileştirmeye ve operatörler için gelir artışı sağlamaya devam ediyor.

2022 yılında, yukarıda belirtildiği gibi, 12 aydan 24 aya kadar değişen uzun sözleşme süreleri nedeniyle, sektörün yıllık net satış büyümesi 2022 yılında ortalama TÜFE'nin %31 gibi etkileyici bir oranda altında kaldı. Telekomünikasyon hizmetleri sağlayıcıları sözleşme sürelerini kısaltmaya başladı ve müşterilerini sözleşme yenilemeleri için proaktif olarak yönlendirdi. 2Ç24 itibariyle, yaşayan sözleşmelerin kayda değer bir yüzdesi 24 aylık sözleşmelerden (düz veya 12+12), kalan kısmı ise 18 aylık sözleşmelerden (6+12 veya 9+9) oluşmaktadır. Türk Telekom, süresi dolan veya yenilenecek sözleşmeleri Aralık 2023'te 18 aylık (9+9) ve Haziran 2024'te 15 aylık (3+12) sözleşmelerle değiştirmeye başladı. Sözleşme sürelerinin kısalması, Şirket'in fiyat ayarlamalarını daha sık yapabilmesini ve enflasyonun reel büyüme üzerindeki olumsuz etkisini en aza indirmesini sağlamaktadır. 2Ç24 itibariyle, Turkcell'in 12 ay süreli kontratları toplam bireysel sabit genişbant kontratlarının %78'ini oluştururken, bu oran 2Ç23'te %50 idi.

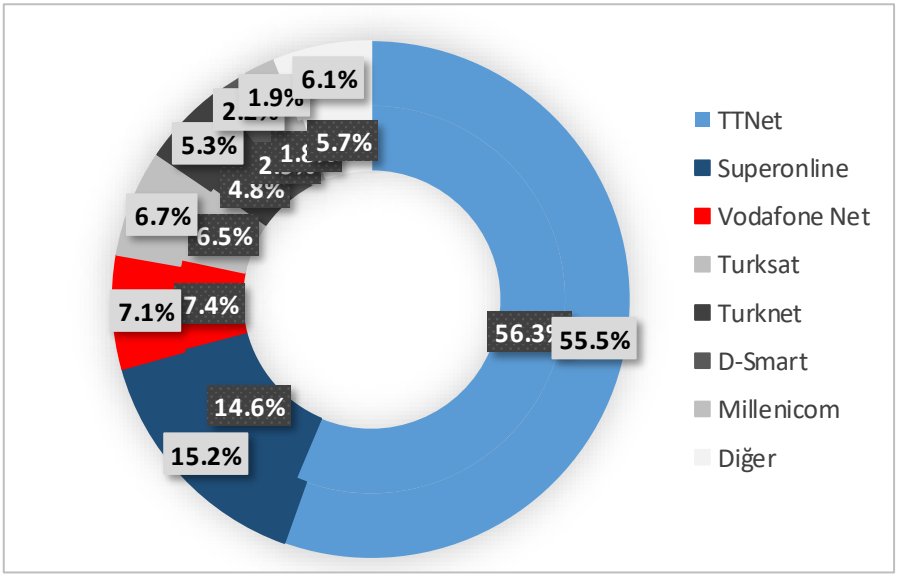
Şekil 21: Sabit Genişbant Kullanıcı Sayısı ve Yıllık Büyüme Oranları (mn, %)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin sabit genişbant segmentinde yerleşik olarak atanan TTNET, 2023 yılı sonu itibarıyla kullanıcı bazında %56'lık pay ile aslan payına sahiptir. 2018 yılı ile kıyaslandığında TTNET son 5 yılda yaklaşık %6 pazar payı kaybetti, Superonline ve Turknet ise TTNET'in kaybettiklerinin çoğunu kazandı.

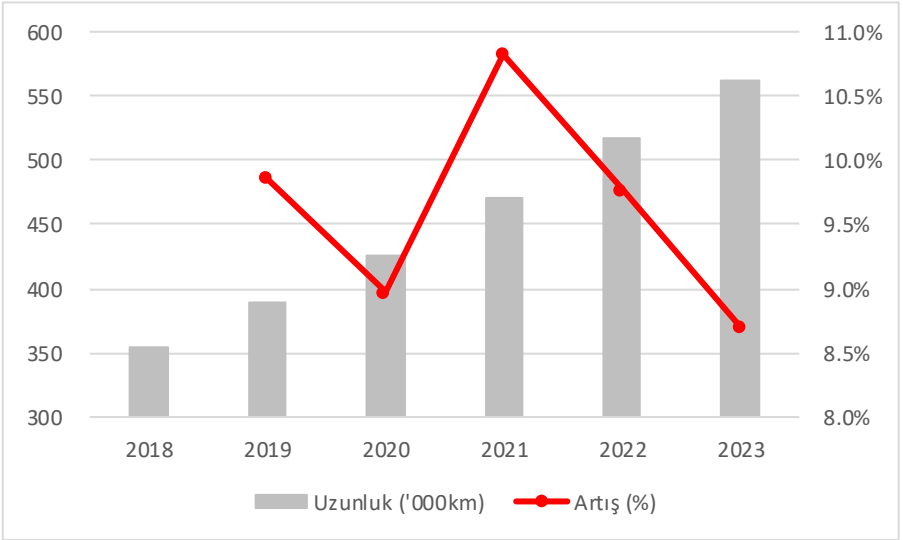
Şekil 22: Kullanıcı Sayısına Göre Pazar Payları (%, 2022 İç Grafik, 2023 Dış Grafik)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

2023 sonu itibariyle, fiber uzunluğu son 5 yılda yaklaşık %10 YBBO ile 562.000 km'ye ulaşmıştır. İmtiyaz sahibi 437.000 km uzunluğa ulaştı.

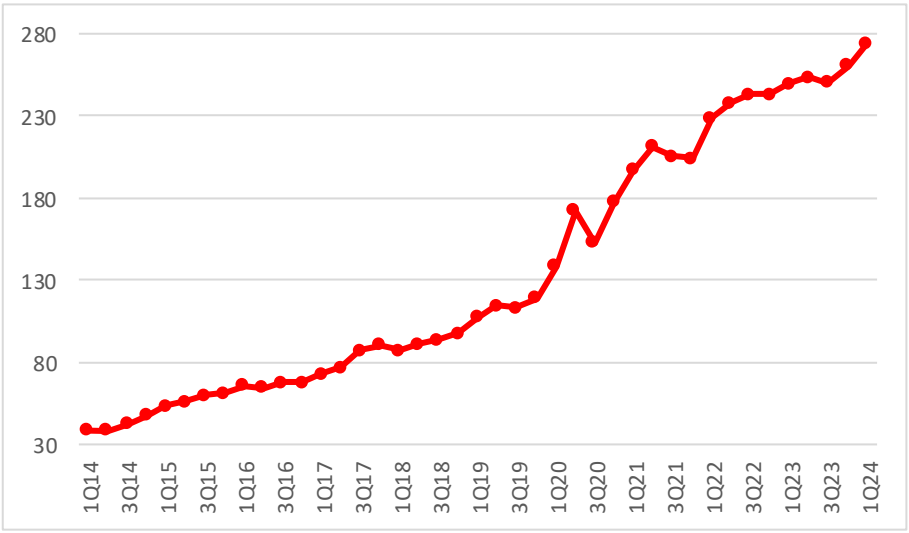
Şekil 23: Fiber Uzunluğu ('000 km)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

Kullanıcı başına ortalama sabit BB veri kullanımı, 2018 ile 2023 arasında %22 YBBO ile yaklaşık 93GB'den c253GB'ye hızla yükseldi.

Şekil 24: Ortalama Sabit Genişbant Veri Kullanımı (GB)



Kaynak: BTK, Ak Yatırım Araştırma

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 bilgilere dayanarak 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023