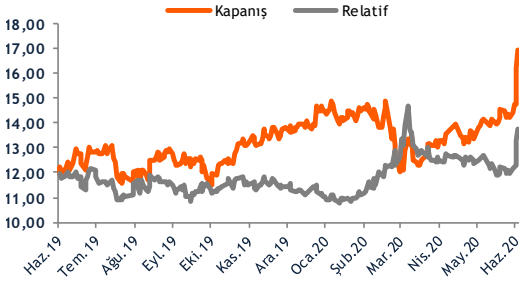


22 Haziran 2020 Pazartesi

Sektör	: Telekomünikasyon
Şirket	: Turkcell
Hisse Kodu	: TCELL - TCELL TI, TCELL IS
Fiyat (TL)	: 16,95
Hedef Fiyatı (TL)	: 25,30
Yükselme Potansiyeli	: 49,2%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 2.200
HAO (%)	: 49%

Turkcell, Türkiye'nin üç mobil operatörü arasında abone sayısına ve gelire göre pazar lideri konumunda bulunmaktadır. Turkcell Grup şirketleri, başta Türkiye olmak üzere Ukrayna, Belarus, KKTC ve Almanya olmak üzere toplam 5 ülkede faaliyet göstermektedir. Şirket aynı zamanda Temmuz 2000 tarihinden bu güne hem NYSE hem de BIST'e kote olan tek şirket konumundadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	22,83	40,31	40,85
Rölatif %	10,25	5,22	16,84
En Yüksek (TL)	16,95	16,95	16,95
En Düşük (TL)	13,80	12,08	11,47

Yatırımcı Takvimi

2Ç20 Finansal Sonuçları	Ağustos'un 2. haftası
-------------------------	-----------------------

Analist : VKY Araştırma
İletişim : 0212 352 35 77
: kyarastirma@vakifyatirim.com.tr

Bu kez cebe sığmayacak

Türkiye Varlık Fonu'nun ana ortak konumuna gelecek olmasıyla hisse hızlı bir yükseliş sergilese de Turkcell'de potansiyele ilişkin fiyatlamamızın daha yeni başladığını düşünüyoruz. Ülkemizde mobil penetrasyon oranı %97, mobil genişbant penetrasyonu ise %75 seviyesinde olmasına karşın, OECD ortalamaları mobil tarafta %120, mobil genişbant tarafında ise %110 seviyelerinde yer almaktadır. Ana iş kolunda, kendi ürettiği katma değerli ürünleriyle sektördeki büyümeden, en çok faydalanmasını beklediğimiz Turkcell, 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin öngörülerimiz çerçevesinde sırasıyla 4,0x ve 3,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte ve uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %55 ve %73 prim potansiyeli taşımaktadır. Turkcell için 12 aylık hisse başı fiyat hedefimizi 25,30 TL olarak belirliyor, hedef fiyatımıza göre %49 yükselme potansiyeli taşıyan Turkcell için kısa vadeli tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli tavsiyemizi "AL" olarak başlatıyoruz.

TRY	Ciro (mnTL)	FAVÖK (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K	FD/FAVÖK
2017	17.632	6.228	1.979	0,90	0,86	18,8 x	7,5 x
2018	21.293	8.788	2.021	0,93	0,46	18,5 x	5,3 x
2019	25.137	10.426	3.247	1,14	0,74	11,5 x	4,5 x
2020T	27.902	11.580	3.572	1,62	0,81	10,4 x	4,0 x
2021T	32.321	13.429	4.483	2,04	1,02	8,3 x	3,5 x
2022T	36.304	15.175	5.031	2,29	1,14	7,4 x	3,1 x

■ **Ana işkolunda büyüme fırsatları sürüyor** - Türkiye'de mobil telefon, akıllı cihaz ve internet kullanımının artış eğilimi sürmektedir. Aynı zamanda Turkcell'in dijital servisler ve mobil ödeme sistemleri gibi katma değerli ürünleri salgın döneminde ön plana çıkmıştır. Önemli altyapı yatırımlarını tamamlayan, şebeke kalitesinin iyileştirilmesine ilişkin yatırımlarını da devam ettiren şirketin, önümüzdeki dönemlerde, katma değeri yüksek faturalı abone bazını artırmaya devam ederek (2022T: 20,7 mn ve %65 pay), sabit ve mobil internet abone sayısını güçlendirerek (2022T: 2,3 mn), yatırımlarını gelire dönüştürmeye devam etmesini bekliyoruz.

■ **Yeni ortaklık yapısı ile ihtilafların ortadan kalkması, yaratılan değer pozitif fiyatlanmasını beraberinde getirecektir** - 2005-2016 yılları arasında şirketin ana ortakları arasında yaşanan ihtilaflar, şirketin stratejik kararları almasını zorlaştırırken, Turkcell'in de piyasada yüksek iskontolu işlem görmesini beraberinde getirmiştir. Bu yıl içinde tamamlanması beklenen hisse devir işlemleri sonucundaki yeni ortaklık yapısını; i) Şirket hisseleri üzerinde karışık ortaklık yapısı nedeniyle oluşan baskıyı azaltması, ii) Şirketin karar alma süreçlerini hızlandırması, iii) Yeni iş alanlarına girilmesi, iv) Şirketin katma değer yaratan dijital servislerinin büyüme süreçlerinin hızlandırılması ve v) Orta-uzun vadede şirketin iştiraklerinin (Global Tower, Paycell vb) halka arzlarının gündeme gelmesi, açılarından pozitif değerlendiriyoruz.

■ **Temettü sınırlamasının kalkması sonrası temettü dağıtım kararı almasını bekliyoruz** - Salgın nedeniyle, şirketlerin 2019 sonu kararlarının en fazla %25'ine kadarının dağıtılması yönündeki düzenleme öncesinde şirket, temettü dağıtımına ilişkin bir açıklamada bulunmamıştı. Bu sınırlandırmanın Eylül sonu itibarıyla kalkması ile birlikte Turkcell'in 1,62 mlr TL temettü ödemesinde (hisse başına 0,74 TL ve son kapanışa göre %2,9 temettü verimi) bulunacağını öngörüyoruz. Şirketin ayrıca -TVF tarafından yapılan açıklamada vurgulandığı üzere- önümüzdeki dönemde dağıtılabılır kararının en az %50'sinin dağıtılması şeklindeki kar payı dağıtım politikasında bir değişim beklemiyoruz.

■ **Riskler** - Şirketin mevcut projeksiyonlarında olmayan 5G yatırım ve ihale süreçlerinin öne çekilmesi ihtimali, nakit akış öngörülerimizde negatif sapmaya neden olabilecek en önemli risk konumunda bulunmaktadır. Diğer taraftan TVF çatısı altında oluşturulabilecek farklı strateji ve sinerjilerin (örneğin kamu kurum ve kuruluşları ile daha güçlü iş ilişkileri kurulması) söz konusu öngörülerimizde olumlu sapmalar yaratabilir.

■ **Tavsiyemizi "AL" olarak başlatıyoruz** - Turkcell için indirgenmiş Nakit Akımları ve Uluslararası Benzer Şirketler Çarpan analizimiz sonucunda 25,30 TL hedef fiyat ve %49 prim potansiyeli hesaplıyoruz. Kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli "AL" tavsiyesinde bulunuyoruz. Turkcell, 2020 yılsonu öngörülerimize göre 4,0x FD/FAVÖK ve 10,4x F/K ile işlem görmektedir.

22 Haziran 2020 Pazartesi

Gelir Tablosu (TL mn)	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satış Gelirleri (net)	17.632	21.293	25.137	27.902	32.321	36.304
FVÖK	3.673	4.538	5.400	5.860	6.836	7.696
Amortisman Giderleri	2.555	4.250	5.026	5.720	6.593	7.479
FAVÖK	6.228	8.788	10.426	11.580	13.429	15.175
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	114	1.392	878	1.191	1.393	1.554
Finansal Gelir/Gider (Net)	-1.141	-3.339	-3.011	-1.876	-1.934	-2.185
VÖK	2.610	2.673	3.290	4.617	5.648	6.339
Vergiler	-572	-495	-786	-1.016	-1.130	-1.268
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0	0	772	0	0	0
Azınlık Payları	59	156	30	29	36	41
Net Dönem Karı	1.979	2.021	3.246	3.572	4.483	5.031
HBK	0,90	0,93	1,14	1,62	2,04	2,29

Bilanço (TL mn)	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Nakit ve Benzerleri	4.712	7.419	10.239	9.940	12.691	14.766
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2.901	2.488	3.138	3.364	3.896	4.376
Stoklar	104	180	178	269	310	347
Duran Varlıklar	19.913	24.428	26.383	27.746	29.523	31.516
Şerefiye	33	33	33	33	33	33
Diğer Duran Varlıklar	260	321	197	259	259	238
Toplam Aktifler	33.982	42.765	45.715	47.151	52.372	56.986
Finansal Borçlar	12.536	20.156	20.306	20.843	24.173	27.315
Kısa Vadeli	4.278	7.036	7.628	6.670	7.493	8.195
Uzun Vadeli	8.258	13.120	12.677	14.173	16.679	19.121
Ticari Borçlar	2.822	2.722	2.953	3.258	3.758	4.209
Diğer Yükümlülükler	369	409	362	360	388	419
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	651	862	1.166	1.259	1.360	1.468
Özkaynaklar	16.012	14.989	15.922	18.046	18.551	19.685
Net Borç	7.824	12.736	10.067	10.903	11.482	12.549

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T
VÖK	2.673	3.290	4.617	5.648	6.339
Amortisman	4.250	5.026	5.720	6.593	7.479
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-236	417	11	74	66
Vergi	-495	-786	-1.016	-1.130	-1.268
Yatırım Harcaması	-7.643	-7.225	-7.952	-9.211	-10.347
Temettü Ödemesi	-1.900	-1.010	-1.623	-1.786	-2.241
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	7.619	150	1.557	3.329	2.454
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-1.561	2.957	-1.612	-768	-407
Yıl boyunca yaratılan nakit	4.268	-137	1.313	3.518	2.482
Dönemsonu Nakit	7.419	10.239	9.940	12.691	14.766

Büyüme	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Satış	20,8%	18,1%	11,0%	15,8%	12,3%
FAVÖK	41,1%	18,6%	11,1%	16,0%	13,0%
Net Kar	2,1%	60,6%	10,0%	25,5%	12,2%

Çarpanlar	2018	2019	2020T	2021T	2022T
FD/Satışlar	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3
FD/FAVÖK	5,3	4,5	4,0	3,5	3,1
F/K	18,5	11,5	10,4	8,3	7,4
PD/DD	2,49	2,34	2,07	2,01	1,89

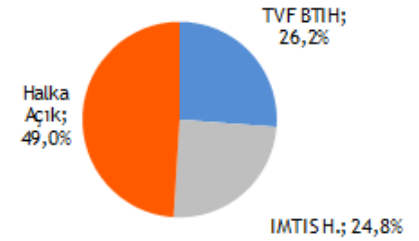
Finansal Rasyolar	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Öz Sermaye Karlılığı	13,0%	21,0%	21,0%	24,5%	26,3%
FAVÖK Marjı	41,3%	41,5%	41,5%	41,6%	41,8%
Net Kar Marjı	9,5%	12,9%	12,8%	13,9%	13,9%
Net Borç/Özsermaye	0,85	0,63	0,60	0,62	0,64
Net Borç/FAVÖK	1,45	0,97	0,94	0,85	0,83
KV Borç/UV Borç	53,6%	60,2%	47,1%	44,9%	42,9%
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	35,0%	34,8%	38,3%	35,4%	34,5%
Borç/Öz Kaynak	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6
Faiz Karşılama Gücü	1,4	1,8	3,1	3,5	3,5
Cari Oran	1,6	1,5	1,6	1,7	1,7
Nakit Temettü	1.900	1.010	1.623	1.786	2.241

Şirket	Turkcell
Hisse Kodu	TCELL - TCELL TI, TCELL IS
Vakıf Yatırım Oneri	AL
Kapanış (TL)	16,95
Hedef Fiyat (TL)	25,30
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	37.290
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	55.651
Yükselme Potansiyeli	49,2%

Turkcell Hakkında

Turkcell, Türkiye'nin üç mobil operatörü arasında abone sayısına ve gelire göre pazar lideri konumunda bulunmaktadır. Turkcell Grup şirketleri, başta Türkiye olmak üzere Ukrayna, Belarus, KKTC ve Almanya olmak üzere toplam 5 ülkede faaliyet göstermektedir. Şirket aynı zamanda Temmuz 2000 tarihinden bu güne hem NYSE hem de BIST'e kote olan tek şirket konumundadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Altyapı yatırımlarını tamamlamış olması
- Güçlü abone bazı
- Katma değerli ürünlerinin varlığı

Zayıf Yönler

- Sektör ürünleri üzerindeki vergi yükü

Fırsatlar

- Genç nüfusun varlığı
- Akıllı telefon ve internet kullanımının artması
- M2M tarafının büyümeye açık olması

Tehditler

- Küresel bazda siber saldırı risklerinin artması
- Regülasyonların abone kaynaklarını artırması

Değerleme ve öneri

- Turkcell için 12 aylık hisse başı fiyat hedefimizi 25,30 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef fiyatımıza göre %49 yükselme potansiyeli taşıyan Turkcell için kısa vadeli “Endeksin Üzerinde Getiri”, uzun vadeli “AL” tavsiyesinde bulunuyoruz.
- Hedef değer hesaplamasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve mobil iletişim sektöründe faaliyet gösteren Uluslararası Benzer Şirketler Çarpan analizine %50-%50 ağırlık verdik.
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi ile Turkcell’in piyasa değerini 49,4 mlr TL, Uluslararası Benzer Şirketler Çarpan analizine göre ise (FD/FAVÖK 6,3x) 61,8 mlr TL hesaplıyoruz. Her iki yöntemle eşit ağırlık vererek Turkcell için 55,7 mlr TL hedef değer öngörüyoruz. Şirket 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin öngörülerimiz çerçevesinde sırasıyla 4,0x ve 3,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte ve uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %55 ve %73 prim potansiyeli taşımaktadır.
- İNA varsayımlarımız ve finansal tahminler;
 - ✓ İNA analizimizde risksiz faiz oranını %10,0, (terminal yıl için %9,0), hisse senedi risk primini ise %5,5 (terminal yıl için %5,25) belirliyoruz. Beta olarak 0,85 (terminal yıl için 1) kullanırken, terminal yıl büyüme oranını %4 olarak öngördük.
 - ✓ 10 yıllık projeksiyon döneminde Turkcell’in net satış gelirlerinin yıllık ortalama bileşik %11,5 büyüyeceğini, uç değer hesabında ise yıllık ortalama %10 büyüyeceğini öngörüyoruz.
 - ✓ Şirket için FAVÖK büyümesinin projeksiyon döneminde yıllık ortalama bileşik %11,6 olacağını, aynı dönemde FAVÖK marjının ise katma değeri yüksek faturalı abone sayısı ve dijital servislerin katkısıyla artan eğilimde %41,5-%41,8 arasında dalgalanacağını öngörüyoruz.
 - ✓ Turkcell’in 2020-22 dönemine ilişkin öngörmüş olduğu operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranı %16-18 bandında olup, şebeke kalitesinin artırılmasına yönelik harcamaların artırılmasıyla bu oranın %18-19 bandında gerçekleşebileceğini öngörüyoruz. Bu harcamalara ek olarak sabit kıymet yatırım harcamaları ve operasyonel olmayan yatırım harcamaları da analizimize dahil edilmiştir.
- İNA varsayımlarımız ile ilgili riskler;
 - ✓ 5G ihalesi ve ihale ile birlikte yapılacak yatırımlar, şirketin 2020-22 dönemine ilişkin açıkladığı projeksiyonlarında yer almamaktadır. Her ne kadar şirketin düşük net borç pozisyonu (1Ç20:Net Borç/FAVÖK çarpanı 0,9x seviyesinde) ile olası 5G ihalesi öncesinde düşük borçluluk yapısını koruma çabasında olduğunu görsek de, ihale ve yatırımların öne çekilmesi, nakit akışları öngörümüzde risk teşkil edecektir. Diğer taraftan TVF çatısı altında oluşturulabilecek farklı strateji ve sinerjilerin (örneğin kamu kurum ve kuruluşları ile daha güçlü iş ilişkileri kurulması) söz konusu öngörülerimizde olumlu sapmalar yaratabilir.
 - ✓ Faturalı ve ön ödemeli abone sayısının öngörülerimiz altında seyretmesi (2022: 20,7 mn faturalı, 11,4 ön ödemeli abone sayısı), şirketin satış geliri, FAVÖK ve net karlılık tahminlerimizin gerisinde kalmasını da beraberinde getirebilir.

22 Haziran 2020 Pazartesi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,3%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Özsermaye Maliyeti	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,3%
Borçlanma Maliyeti	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10,1%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	9,6%
Özsermaye Oranı	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,0%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	11,4%

Turkcell (TCELL) - İNA (mn TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T (TD)
Satış Gelirleri (net)	27.902	32.321	36.304	40.687	45.157	50.138	55.542	61.550	67.981	74.874	82.333
Büyüme	11,0%	15,8%	12,3%	12,1%	11,0%	11,0%	10,8%	10,8%	10,4%	10,1%	10,0%
FVÖK	5.860	6.836	7.696	8.564	9.618	10.780	11.997	13.295	14.684	16.173	17.784
Operasyonel Kâr Marjı	21,0%	21,2%	21,2%	21,0%	21,3%	21,5%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
Efektif Vergi	-1.289	-1.367	-1.539	-1.713	-1.924	-2.156	-2.399	-2.659	-2.937	-3.235	-3.557
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	4.570	5.469	6.157	6.851	7.695	8.624	9.598	10.636	11.747	12.938	14.227
+ Amortisman	5.720	6.593	7.479	8.422	9.257	10.128	11.164	12.433	13.732	15.050	16.631
FAVÖK	11.580	13.429	15.175	16.986	18.876	20.908	23.161	25.728	28.416	31.223	34.415
FAVÖK Marjı	41,5%	41,6%	41,8%	41,7%	41,8%	41,7%	41,7%	41,8%	41,8%	41,7%	41,8%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	-139%	-140%	-138%	-138%	-139%	-141%	-142%	-141%	-141%	-142%	-141%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	11	74	66	59	87	103	91	92	99	106	115
Satışlardaki değişim	2.766	4.418	3.984	4.383	4.470	4.982	5.403	6.008	6.431	6.893	7.459
Çalışma sermayesindeki değ./Satışlardaki değ.	0%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
- Yatırım Harcamaları	-7.952	-9.211	-10.347	-11.596	-12.870	-14.289	-15.829	-17.542	-19.375	-21.339	-23.465
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	2.327	2.777	3.223	3.619	3.995	4.359	4.841	5.435	6.006	6.543	7.279

Sonsuz Büyüme Oranı											4,00%
Sonsuza Giden Değer											101.784
İskonto Faktörü	0,92	0,82	0,73	0,65	0,58	0,52	0,46	0,41	0,37	0,33	0,29
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Mart 31 2020	2.138	2.275	2.355	2.358	2.322	2.260	2.238	2.241	2.209	2.146	29.957
Firma Değeri - Mart 31 2020	52.500										
Net Borç (2020T)	10.903										
Özsermaye Değeri - Mart 31 2020	41.597										

Özsermaye Maliyeti	14,8%
12A Hedef Özsermaye Değeri	49.412
12A Hedef Fiyat (TL)	22,46
Yükseliş Potansiyeli	32,5%

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/FAVÖK (x)		F/K (x)	
			2020T	2021T	2020T	2021T
Ortalama		13.005	6,5	6,4	12,7	11,3
Medyan		9.430	6,3	6,1	10,6	9,3
FREENET AG	Almanya	2.133	9,3	9,2	9,0	8,7
TELENOR ASA	Norveç	22.258	6,3	6,1	16,2	12,7
MOBILE TELESYSTE	Rusya	9.487	4,9	4,6	10,6	9,3
TELECOM ITALIA S	İtalya	9.135	5,5	5,4	7,9	7,6
TELIA CO AB	İsveç	14.695	8,0	7,7	17,7	14,7
MTN GROUP LTD	G. Afrika	6.177	3,6	3,5	8,7	8,4
SWISSCOM AG-REG	İsviçre	27.461	8,2	8,1	18,5	18,0
TURKCELL		5.579	4,0	3,5	10,4	8,3
			55%	73%	1%	12%

Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Değerleme Özeti (%50-%50 ağırlık)	mn TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	24.706
Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanı (2020T FD/FAVÖK) 6,3x	30.945
Piyasa Değeri	55.651
Hisse Başı Fiyat Hedefi - TL	25,30
Yükselme Potansiyeli	49%

22 Haziran 2020 Pazartesi

Operasyonel Göstergeler

Turkcell Türkiye	2016	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Abone (mn)	35,3	36,7	36,7	35,7	36,6	37,6	38,7
Mobil Abone sayısı	31,0	31,8	31,3	30,2	30,8	31,4	32,1
Faturalı Hat Abone Sayısı	17,4	18,5	18,8	20,4	21,5	22,7	23,9
Mobile M2M (mn)	2,1	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2
Ön Ödemeli Hat Abone Sayısı	15,7	15,6	14,9	12,4	12,1	11,7	11,4
Sabit Abone sayısı	1,86	2,13	2,29	2,25	2,17	2,22	2,29
Fiber	1.044	1.204	1.386	1.485	1.591	1.705	1.827
ADSL (bin)	818	921	906	719	575	518	466
IPTV (bin)	360	506	613	720	820	935	1.066
ARPU (Abone başına elde edilen aylık gelir) (TL)							
Mobil ARPU - Abone başına elde edilen aylık gelir - Bileşik	26,8	29,8	33,9	39,8	45,4	50,8	55,9
Faturalı	39,2	43,0	48,2	56,4	64,3	72,0	79,2
Ön Ödemeli	13,9	14,9	16,9	18,3	20,1	22,0	24,1
Sabit Bireysel ARPU - Bileşik	51,1	53,6	55,7	64,5	67,1	69,9	72,7

Turkcell Grubu Abone Sayısı (mn)	2016	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T
Turkcell Türkiye	35,3	36,7	36,7	35,7	36,6	37,6	38,7
Lifecell	12,4	11,1	9,9	8,9	8,9	8,9	8,9
BeST	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Kuzey Kıbrıs Turkcell	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Grup toplamı	50,1	50,2	48,9	46,7	47,7	48,7	49,8

Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

22 Haziran 2020 Pazartesi

Finansal Tahminler

	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış Gelirleri	27.902	32.321	36.304	40.687	45.157	50.138	55.542	61.550	67.981	74.874
Satışların Maliyeti (-)	19.615	22.624	25.340	28.420	31.384	34.646	38.324	42.469	46.907	51.663
BRÜT KAR (ZARAR)	8.287	9.696	10.964	12.267	13.773	15.493	17.218	19.080	21.074	23.211
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	1.563	1.858	2.142	2.441	2.755	3.159	3.499	3.878	4.283	4.717
Genel Yönetim Giderleri (-)	865	1.002	1.125	1.261	1.400	1.554	1.722	1.908	2.107	2.321
Net Diğer Faaliyet gelir gider	1.191	1.393	1.554	1.742	1.933	2.138	2.367	2.624	2.898	3.192
FAALİYET KARI (ZARARI)	7.051	8.229	9.251	10.306	11.551	12.918	14.364	15.919	17.582	19.365
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	6.493	7.582	8.524	9.492	10.648	11.915	13.254	14.688	16.222	17.867
Net finansal gelir-gider	-1.876	-1.934	-2.185	-2.446	-2.718	-3.011	-3.335	-3.705	-4.092	-4.371
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	4.617	5.648	6.339	7.046	7.930	8.904	9.918	10.983	12.130	13.496
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-1.016	-1.130	-1.268	-1.409	-1.586	-1.781	-1.984	-2.197	-2.426	-2.834
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	3.601	4.519	5.071	5.637	6.344	7.124	7.935	8.787	9.704	10.662
DÖNEM KARI (ZARARI)	3.601	4.519	5.071	5.637	6.344	7.124	7.935	8.787	9.704	10.662
Ana Ortaklık Payları	3.572	4.483	5.031	5.592	6.293	7.067	7.871	8.716	9.626	10.577
Satış gelirleri büyümesi	11,0%	15,8%	12,3%	12,1%	11,0%	11,0%	10,8%	10,8%	10,4%	10,1%
FAVÖK büyümesi	11,1%	16,0%	13,0%	11,9%	11,1%	10,8%	10,8%	11,1%	10,4%	9,9%
Net kar büyümesi	10,0%	25,5%	12,2%	11,2%	12,5%	12,3%	11,4%	10,7%	10,4%	9,9%
FVOK marjı	21,0%	21,2%	21,2%	21,0%	21,3%	21,5%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
FAVÖK marjı	41,5%	41,6%	41,8%	41,7%	41,8%	41,7%	41,7%	41,8%	41,8%	41,7%
Net kar marjı	12,8%	13,9%	13,9%	13,7%	13,9%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%
Temettü (Brüt)	1.786	2.241	2.515	2.796	3.147	3.533	3.936	4.358	4.813	5.288
Hisse Başı Temettü	0,81	1,02	1,14	1,27	1,43	1,61	1,79	1,98	2,19	2,40

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

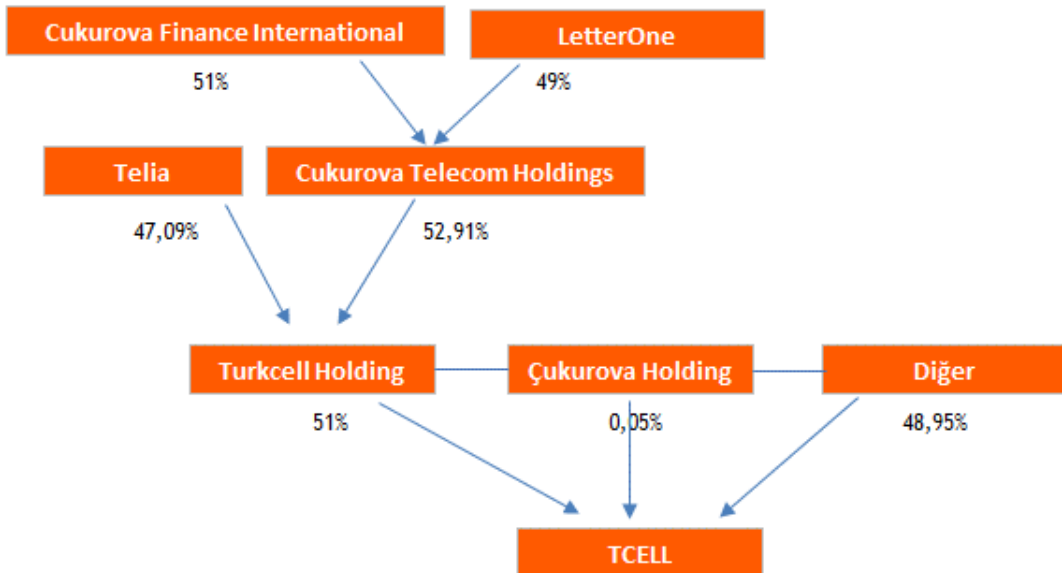
Turkcell Hakkında

- Turkcell, Türkiye'nin üç mobil operatörü arasında abone sayısına ve gelire göre pazar lideri konumunda bulunmaktadır. Turkcell Grup şirketleri, başta Türkiye olmak üzere Ukrayna, Belarus, KKTC ve Almanya olmak üzere toplam 5 ülkede faaliyet göstermektedir. Şirket aynı zamanda Temmuz 2000 tarihinden bu yana hem NYSE hem de BIST'e kote olan tek şirket konumundadır.
- Şirket, 2G'ye ilişkin GSM Mobil Telefon Sistemi Kurma ve İşletme Lisansı'nı Nisan 1998 tarihinde almıştır. Turkcell ilgili lisansı 25 yıl süresince kullanacaktır. Ayrıca Şirket, 3G ihalesinde en geniş frekans bandını içeren A tipi lisansını almış olup, sözleşme Nisan 2029 tarihine kadar geçerli olacaktır. Ağustos 2015 tarihinde ise Turkcell, Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu'na (BTK) tarafından düzenlenen 4.5G ihalesinde 13 yıl geçerli olmak üzere toplam 172,4 MHz frekans almaya hak kazanmıştır. Bu ihalede yetkilendirme süresi ise Nisan 2029 tarihinde sona erecektir. Belirtilen lisans süreleri tamamlanmadan önce Turkcell, BTK'ya lisans uzatma ve yenileme başvurularını gerçekleştirmektedir.

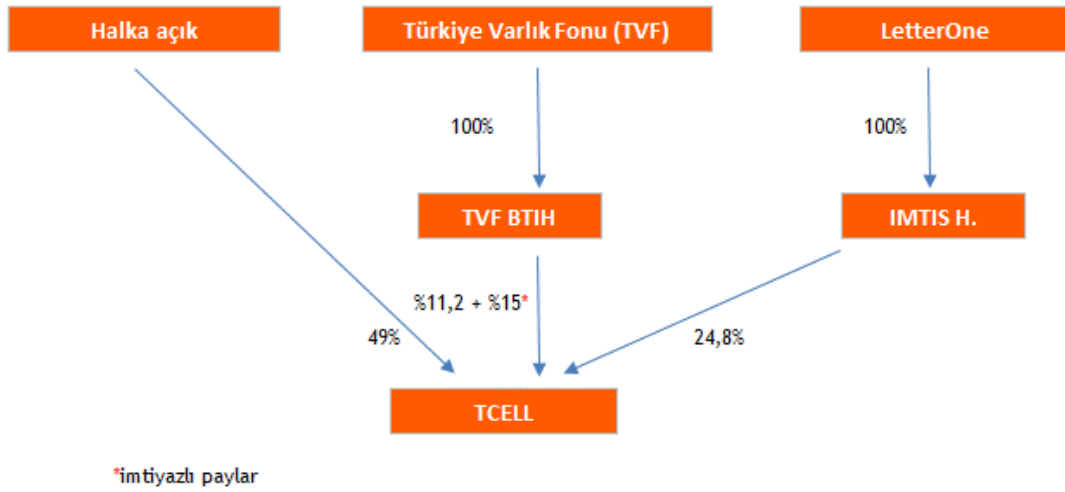
Ortaklık Yapısı

- Turkcell'in mevcut ortaklık yapısında şirketin kontrolü, Turkcell Holding üzerinden sağlanıyordu. Bu yapıda Turkcell Holding'in %47,09'u Telia, kalan %52,91 payın sahibi ise %51'i Cukurova Finance International, %49'u da LetterOne tarafından kontrol edilen Cukurova Telekom Holding'in elinde bulunmaktaydı. 2005-2016 yılları arasında ortaklar arasındaki çeşitli ihtilaflar, Turkcell'in genel kurul toplantısı ve temettü dağıtım gibi süreçlerde sıkıntı yaşanmasına neden olmuştu.

Grafik 1: Mevcut ortaklık yapısı



- 18 Haziran tarihinde yapılan açıklama ile; Telia Company, LetterOne, Çukurova Holding, Ziraat Bankası ve ilgili taraflar ile imzalanan sözleşmeler sonucunda Türkiye Varlık Fonu, Turkcell'in %26,2 hissesine sahip olarak en büyük hissedarı konumuna gelecek. Türkiye Varlık Fonu sahip olacağı %26,2 içerisindeki %15'lik imtiyazlı hisseleriyle, Turkcell'in Yönetim Kurulu'ndaki 9 üyenin 5'ini belirleyecek, 4 üye ise imtiyaz olmaksızın seçilebilecek. LetterOne ise, şirketteki payını %24,8'e çıkararak en büyük azınlık hissedarı olacaktır.

Grafik 2: Yeni ortaklık yapısı

Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Türkiye Varlık Fonu'nun Turkcell'de ana ortak konumuna gelmesi sonrasında;
 - Şirket hisseleri üzerinde karışık ortaklık yapısı nedeniyle oluşan baskının kalkmasını,
 - Şirketin karar alma süreçlerinin hızlanmasını,
 - Yeni iş alanlarına girilmesini,
 - Şirketin katma değer yaratan dijital servislerinin büyüme süreçlerinin hızlandırılmasını,
 - Orta-uzun vadede şirket iştiraklerinin (Global Tower, Paycell vb) halka arzlarının gündeme gelmesini, muhtemel görüyoruz.

İştirak Yapısı

- Lifecell**
 - Turkcell Uluslararası içinde sınıflandırılan Lifecell, Turkcell'in yurt dışındaki en önemli iştiraki konumundadır.
 - 2019 sonu itibarıyla 8,9 mn abone sayısına (7,4 mn aktif abone) sahiptir.
 - 2019 sonu itibarıyla 1,3 mlr TL gelir elde eden şirketin, Turkcell'in konsolide gelirleri içindeki payı 2019 sonu itibarıyla %5 seviyesinde yer almaktadır.
 - Şirketin FAVÖK marjı %54,1 seviyesindedir.

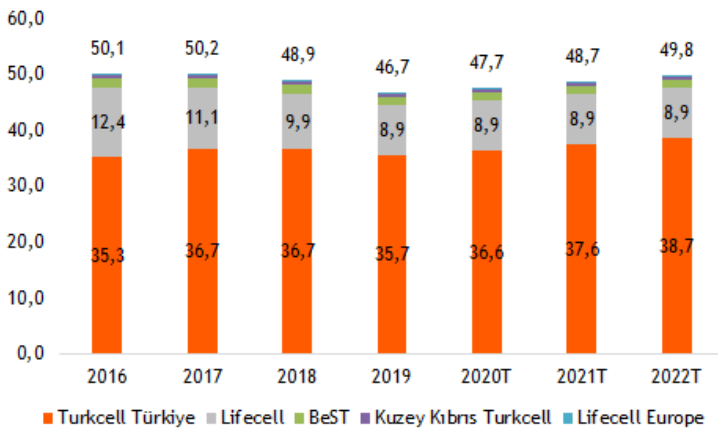
22 Haziran 2020 Pazartesi

- **BeST**
 - Turkcell Uluslararası içinde sınıflandırılan Turkcell'in Belarus'da faaliyetini sürdüren şirketi olan BeST'in, 2019 sonu itibarıyla 1,5 mn abonesi (aktif abone 1,1 mn) bulunmaktadır.
 - 2019 sonunda şirketin geliri 365 mn TL olup, Turkcell'in konsolide gelirleri içindeki payı %1,5 seviyesindedir.
 - Şirketin FAVÖK marjı %26,4 seviyesindedir.
- **Kuzey Kıbrıs Turkcell**
 - Turkcell Uluslararası içinde sınıflandırılan ve Kuzey Kıbrıs'ta faaliyet gösteren şirketin abone sayısı 0,5 mn olup, KKTC'nin lider operatörüdür.
 - 2019 sonu itibarıyla 206 mn TL'lik geliri ile Turkcell'in konsolide gelirleri içindeki payı %0,8 seviyesindedir.
 - Şirketin FAVÖK marjı ise %35,3 düzeyindedir.
- **Tüketici Finansman - Financell**
 - Diğer iştirakler içinde sınıflandırılan şirket, cihaz finansmanı alanında faaliyet göstermektedir.
 - 2019 sonunda 897 mn TL gelir elde etmiştir ve Turkcell'in konsolide gelirleri içindeki payı %3,6 seviyesindedir.
- **Techfin - Paycell**
 - Türkiye'nin en büyük ödeme platformu hedefi bulunan şirketin 2019 sonu geliri 252 mn TL seviyesinde olup, konsolide gelirler içindeki payı %1 seviyesindedir.
- **Global Tower**
 - Türkiye'nin lider kule şirketi olup, Türkiye, Ukrayna, Belarus ve KKTC olmak üzere dört ülkede faaliyet göstermektedir.
 - Şirket 2019 sonu itibarıyla 10,726 adetlik kule portföyüne sahiptir.
 - Global Tower'ın, 2019 sonu geliri 431 mn TL seviyesinde olup, konsolide gelirler içindeki payı %1,7 seviyesindedir.

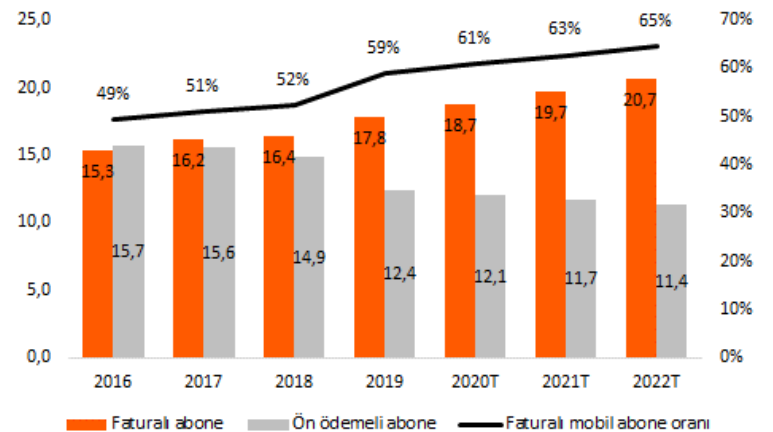
Operasyonel ve Finansal Öngörülerimiz

- Turkcell Türkiye'nin toplam abone sayısının, Turkcell Grubu abone sayısı içindeki payının 2022'de %77,7'ye yükselmesini bekliyoruz - Turkcell Türkiye abone sayısı, Grubun toplam abone sayısının 2019 sonuna göre %76,4'üne denk gelmektedir. Şirketin Ukrayna'daki iştiraki lifecell'in payı ise toplam içinde %19 seviyesindedir. 2020-22 döneminde Lifecell abonelerinin sayısının 8,9 mn seviyelerindeki seyrini koruyacağını öngörüyoruz. Turkcell Grubu'nun abone sayısının 2019 sonundaki 46,7 mn seviyesinden 2022 sonunda 49,8 mn seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 3: Turkcell Grubu abone öngörülerimiz, mn



Grafik 4: Turkcell Türkiye mobil abone öngörülerimiz, mn



Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

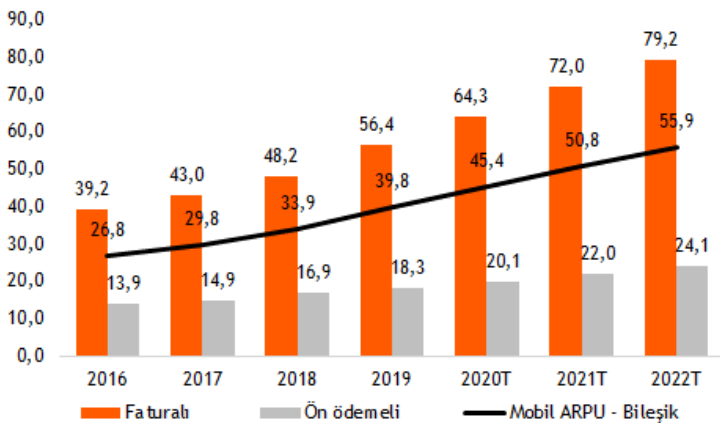
22 Haziran 2020 Pazartesi

- Turkcell Türkiye'nin toplam abone sayısının ise, şirketin tüm iş kollarında her yıl 1 mn net abone kazanımına yönelik hedefi doğrultusunda, müşterilere tarife paketlerinin yanında sunulan dijital servisler (BiP, TV+, fizy, lifebox ve Dergilik) gibi katma değeri yüksek uygulamalarla birlikte, 2019 sonundaki 35,7 mn seviyesinden 2022 sonunda 38,7 mn seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Turkcell Türkiye'nin abone sayısında yaşanmasını öngördüğümüz yükselişle birlikte, 2022 sonunda Turkcell Türkiye'nin abone sayısının Grubun toplam abone sayısına oranının ise %77,7 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.
- Turkcell Türkiye'nin mobil abone sayısının ise 2019 sonu itibarıyla %59'u faturalı mobil abonelerden (M2M hariç) oluşmaktadır. Faturalı abone bazını artırmak hedefi paralelinde şirketin faturalı abonelerinin toplam abonelere oranının 2022 yılında %65 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Şirketin ön ödemeli abone sayısının 2019 sonundaki 12,4 mn seviyesinden 2022 sonunda 11,4 mn seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Sektörün düzenleyici kurumu konumundaki Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu'nun (BTK), ikametgâh belgesi eksik olan ön ödemeli hatların 6. ay itibarıyla kapatılması yönündeki düzenlememesine bağlı olarak Turkcell 2019 yılında 1,9 mn ön ödemeli hattı kapatmıştır. Ön ödemeli abone sayısındaki azalış öngörümüz bu kapanmaları da içermektedir. 2016-2019 yılları arasında şirketin mobil ve sabit abone kayıp ortalaması yaklaşık %2 seviyesinde yer almaktadır. Bu ortalamanın önümüzdeki yıllarda da korunmasını öngörüyoruz.
- Şirketin fiber, ADSL ve kablo abonelerinden oluşan sabit abone sayısının, 2019 sonundaki 2,17 mn seviyesinden 2022 sonunda 2,3 mn seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

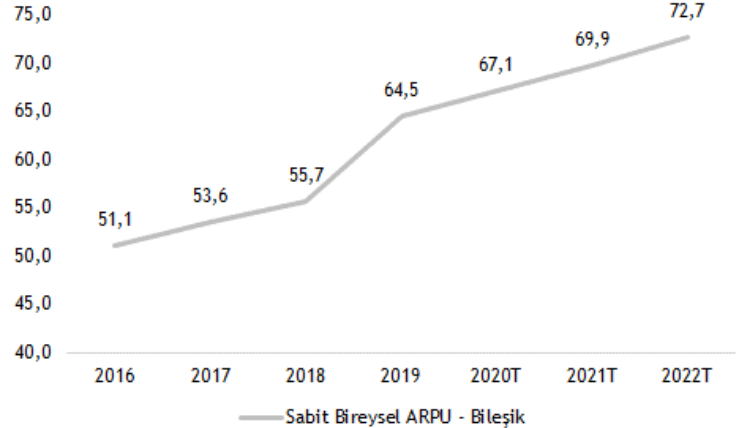
■ **Mobil ve sabit abone başı aylık gelirlerdeki artış eğiliminin devamını bekliyoruz** - Şirketin 2019 sonunda abone başı aylık geliri (ARPU) mobil faturalı aboneleri için 56,4 TL seviyesinde yer alırken, ön ödemeli aboneleri için ise 18,3 TL seviyesinde yer almaktadır. Sabit Bireysel Bileşik ARPU ise 2019 sonunda 64,5 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

- Şirketin i) ARPU'su yüksek faturalı abone bazını artırmaya yönelik aksiyonları (uyumlu akıllı telefon bulunan abonelerin 4.5G'ye geçirilmesi, dijital servislerin tarifelere ek hizmet olarak verilmesi vb.), ii) Salgının etkisiyle artan data kullanımı iii) Enflasyon fiyatlamasına, bağlı olarak aylık abone başı gelirlerdeki artış eğiliminin süreceğini düşünüyoruz.
- 2020-22 döneminde faturalı mobil abone başı aylık gelirin yıllık ortalama bileşik %12 artarak 79,2 TL'ye, ön ödemeli mobil abone başı aylık gelirin yıllık ortalama %9,6 artarak 24,1 TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Mobil bileşik ARPU'nun yıllık ortalama bileşik %12 yükselmesini öngörüyoruz. Salgın nedeniyle data kullanımında 1Ç20'de gözlenen artışla Sabit bileşik ARPU 68,5 TL seviyesine yükselse de 2020-22 döneminde Sabit bileşik ARPU büyümesini yıllık %4 olarak öngörüyoruz.

Grafik 5: Mobil abone başı aylık gelir (TL) öngörülerimiz



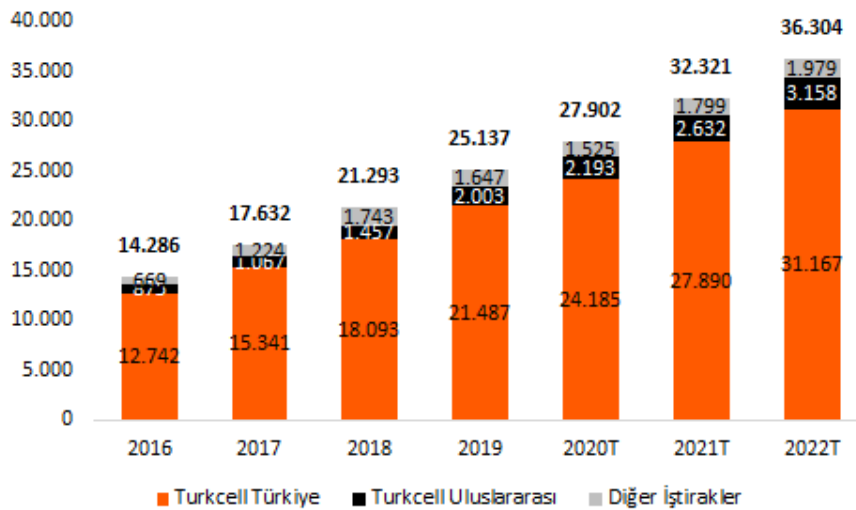
Grafik 6: Sabit abone başı aylık gelir (TL) öngörülerimiz



Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

22 Haziran 2020 Pazartesi

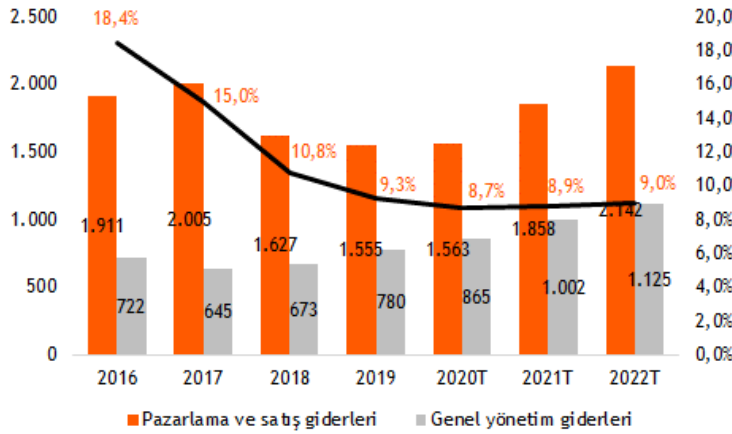
- **Turkcell'in konsolide gelirlerinin 2020 yılında yıllık %11 büyümesini öngörüyoruz** - Turkcell 2019 yılını yıllık %18 konsolide gelir büyümesi ile tamamlarken, toplam satış gelirlerinin %85,5'i Turkcell Türkiye, %9,3'ü Turkcell Uluslararası ve %7,7'si de diğer iştiraklerden elde edildi. Şirketin 2020-2022 dönemine ilişkin konsolide satış gelirlerinde yıllık bileşik büyüme öngörüsü %13-16 bandında yer alırken, Turkcell 1Ç20 sonuçları ardından 2020 yılına ilişkin konsolide gelir büyüme öngörüsünü %13-16 bandından %10-12 bandına güncellemiştir.
 - Şirketin 2020-2022 döneminde konsolide bazda yıllık ortalama %13 satış geliri büyümesi elde edeceğini tahmin ediyoruz. Konsolide gelirlerdeki büyümenin, Turkcell Türkiye'nin gelirleri içinde 2019 sonunda %76 ağırlığı bulunan bireysel gelirlerdeki büyüme ile sağlanmasını bekliyoruz. 2020 yılında bireysel gelirlerin yıllık %19 artış göstereceğini tahmin ediyoruz. 2020-22 dönemi için bireysel gelir büyüme beklentimiz yıllık ortalama bileşik %15 seviyesinde yer almaktadır. 1Ç20 sonuçları ardından salgının da etkisiyle daha düşük roaming gelirleri, azalan mobilite, daha düşük cihaz satışı ile birlikte KOBİ ve ekipman gelirlerindeki riske bağlı olarak aşağı revize edilen satış öngörüsünün, beklentilerimizle uyumlu olduğu görüşündeyiz.
 - Turkcell'in önümüzdeki üç yıllık dönemde büyüme tarafında ana odak noktaları;
 - **Ana iş kolunda büyüme:** Telekom tarafında tüm iş kollarında her yıl 1 mn net abone kazanımı hedeflenmektedir. Abone başına aylık elde edilen geliri (ARPU) yüksek olan faturalı segmentin, büyümenin itici gücünü oluşturması öngörülmektedir. 4.5G penetrasyonunun artırılması da şirketin gelir büyümesine katkı sağlayacak bir diğer alan olarak değerlendirilmektedir.
 - **Dijital servis gelirlerinin artırılması:** Şirketin ürettiği katma değerli bir iş kolu olan dijital servislerden (BiP, TV+, fizy, lifebox ve Dergilik) 2019 yılında elde edilen 1 mlr TL'lik gelirin (toplam gelirler içindeki payı %4) 2022 sonunda 2,5 mlr TL'ye ulaştırılması hedeflenmektedir. Şirketin dijital servislerde global oyuncu olma hedefine yönelik olarak, bu servisleri yurt dışı operatörlerin kullanımına sunma hedefi bulunmaktadır.
 - **Dijital iş çözümleri gelirlerinin artırılması:** Kurumların IT konusunda tüm ihtiyaçlarını karşılayacak (hosting, bulut, siber güvenlik vb. gibi) çözümlerin sunulması hedeflenmektedir. 2019 yılında bu alanda 1,36 mlr TL gelir (toplam gelirler içinde %5,4) yaratılmıştır.
 - **Techfin - Paycell:** Şirketin ödeme sistemleri konusunda gelir büyümesinin sürdürülmesi hedeflenmektedir.

Grafik 7: Satış geliri öngörülerimiz (mn TL)

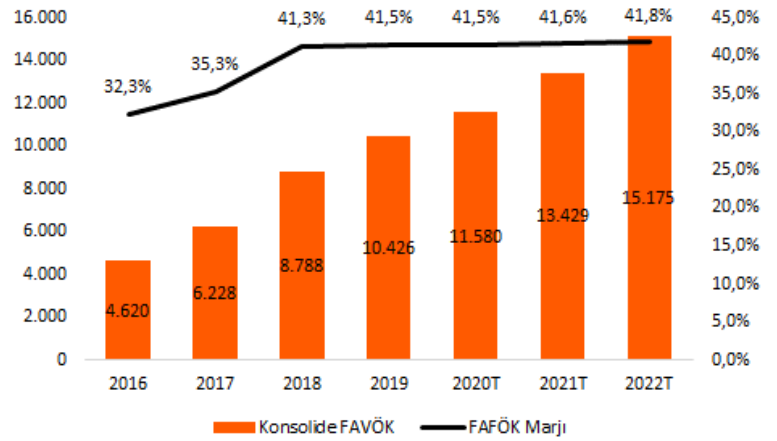
22 Haziran 2020 Pazartesi

- **Şirketin FAVÖK'ünün 2020-2022 döneminde yıllık ortalama %13,3 büyümeye kaydetmesini bekliyoruz** - Yıllar itibarıyla katma değerli ürünlerin gelirler içindeki payını yükseltirken, kontrollü ve etkin bir maliyet yönetimi uygulayan Turkcell'in faaliyet giderlerinin satışlar içindeki payında gerileme gözlenmiştir. Şirketin salgına bağlı olarak uygulayacağı tasarruf tedbirlerinin etkisiyle faaliyet giderlerinin satışlar içindeki payında bu yıl da düşüş eğiliminin korunmasını bekliyoruz. Şirketin 2020-22 dönemine ilişkin üç yıllık projeksiyonunda FAVÖK marjı öngörüsü %39-42 bandında yer alıyordu. 1Ç20 sonuçları ardından şirket kontrollü maliyet yönetiminin etkisiyle 2020 yılı FAVÖK marjı öngörüsünü %40-42 bandına güncelledi. 2020-22 dönemi ortalama FAVÖK marjı öngörümüz %41,6 ile şirketin öngörülerine paraleldir.

Grafik 8: Faaliyet giderleri öngörülerimiz (mn TL)



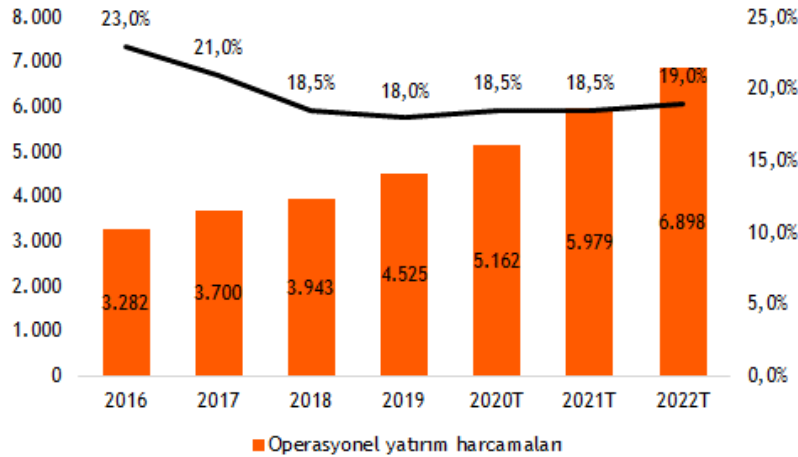
Grafik 9: FAVÖK öngörülerimiz (mn TL)



Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Şebeke kalitesine yönelik yatırım harcamaları devam edecek** - Turkcell, şebeke kalitesinin korunması amacıyla yönelik olarak yatırım harcamalarını sürdürmektedir. Şirket 2020-22 döneminde operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranını %16-18 bandında öngörmekteydi. 1Ç20 döneminde şirket bu öngörüsünü %17-19 bandına revize etti. Operasyonel yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranının %18-19 bandında gerçekleşebileceğini öngörmekteyiz. Turkcell, gündemde yer alan 5G'ye geçişe yönelik çalışmalarını sürdürmekte ve girişimlere destek verse de, üç yıllık projeksiyonlarına bir yatırım dahil etmemiştir. Şirkete paralel olarak mevcut öngörülerimizde 5G ile ilgili yatırım harcamaları bulunmamaktadır.

Grafik 10: Operasyonel yatırım Harcamaları öngörülerimiz (mn TL)

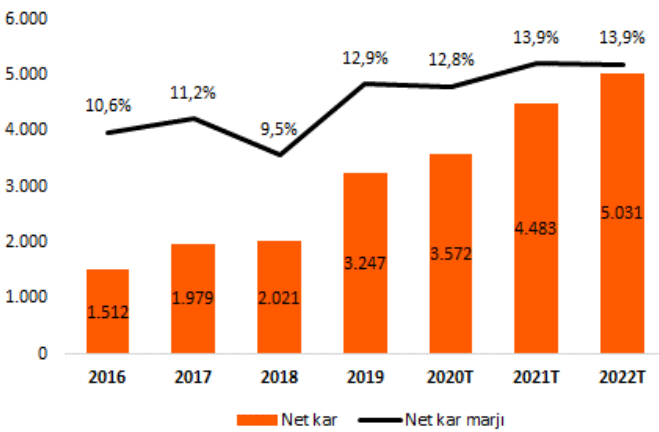


Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

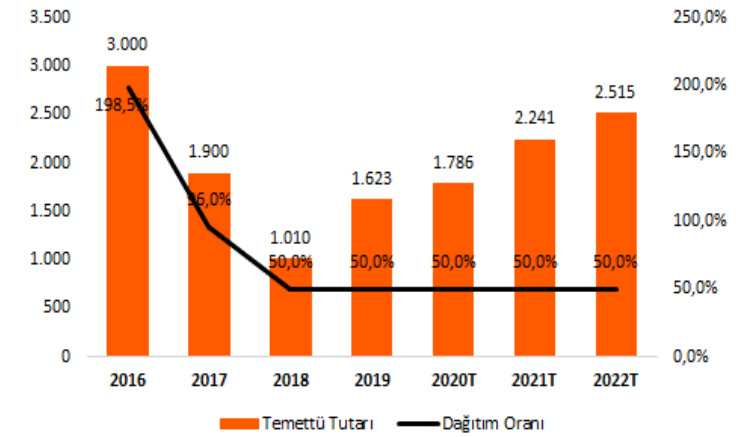
22 Haziran 2020 Pazartesi

- **Salgın dönemindeki sınırlandırmanın kalkması ardından Şirketin net karının %50'sini dağıtmasını öngörüyoruz** - 2019 yılında Turkcell, Fintur'u Sonera Holding'e satmış, satıştan ise 772 mln TL satış karı kaydetmiştir. Bu kar ile birlikte şirket 2019 sonunda 3,3 mln TL net kar açıklamıştı. Salgına etkilerinin öngörülememesine bağlı olarak temettü dağıtımının 2019 yılı net karının %25'inin dağıtılmasını içeren sınırlama öncesinde, şirket temettü dağıtım kararı açıklamamıştı. Temettü dağıtım kısıtlaması Eylül 2020 sonuna kadar sürecek olup, bu sınırlamanın kalkmasıyla birlikte şirketin 2019 net karının %50'sini dağıtmasını, önümüzdeki dönemde -TVF tarafından yapılan açıklamada vurgulandığı üzere- dağıtılabilir karının en az %50'sinin dağıtılması şeklindeki "kar payı dağıtım politikası"nda bir değişim beklemiyoruz. 2020 yılı sonrasında ise artmasını beklediğimiz operasyonel performansın etkisiyle şirketin net karındaki büyüme trendinin süreceğini öngörüyoruz.

Grafik 11: Net kar öngörülerimiz (milyon TL)



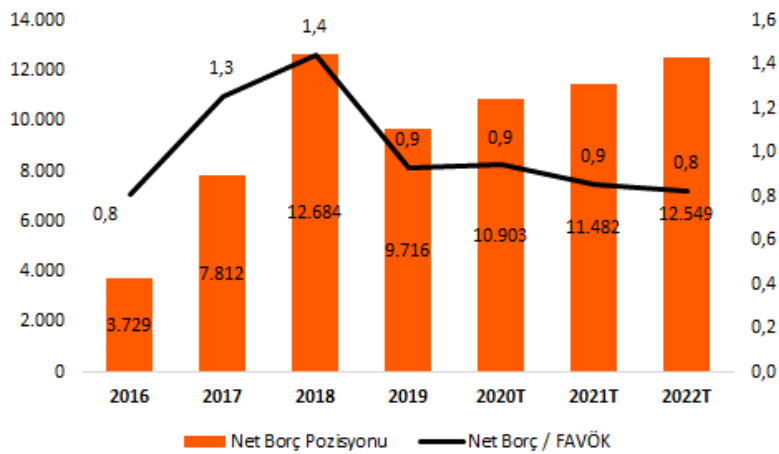
Grafik 12: Temettü öngörülerimiz (milyon TL)



Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Şirketin net borç/FAVÖK rasyosunun önümüzdeki üç yıllık süreçte 1x altında seyretmesini bekliyoruz** - Kur tarafında gözlenen dalgalanmalara karşılık şirketin önümüzdeki dönemde özellikle olası 5G yatırım döngüsüne girilebileceğini göz önüne alarak borçluluk oranında iyileşmenin devam edeceğini düşünüyoruz. 1Ç20 sonunda çoğunluğu yabancı para olmak üzere yaklaşık 1,4 mln \$ tutarında nakdi bulunan şirketin, borçlarının ortalama vadesi ise 5 yıldır.

Grafik 13: Net borç pozisyonu öngörülerimiz (milyon TL)

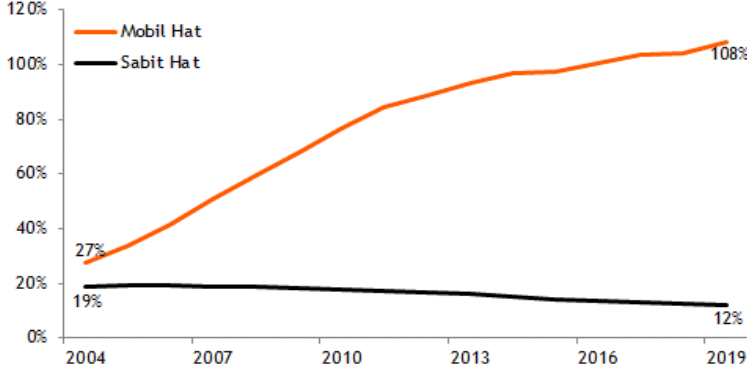


Kaynak: Turkcell, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

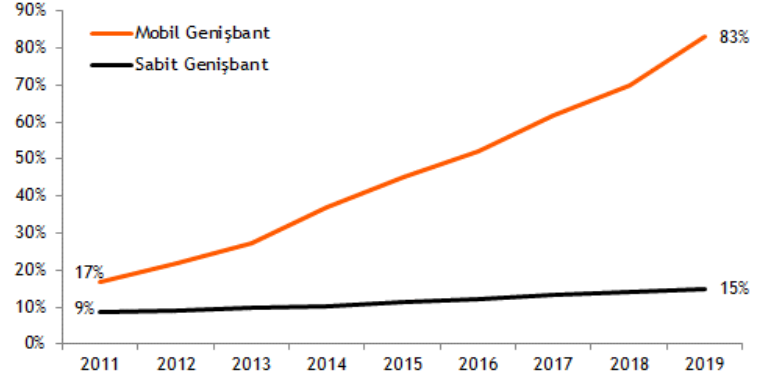
Telekomünikasyon Sektörü

- Teknolojik gelişmelerin hız kazanması, artan ve kentleşen nüfusun tüketim davranışlarını değiştirirken, telekomünikasyon sektörüne de yön vermiştir. İnternet ve mobil cihazların kullanımı hızla yaygınlaşıp ekonomik ve sosyal hayatın vazgeçilmezleri arasına girerken, bireylerin ve şirketlerin gelişen yeni teknolojilere uyum süreçlerindeki hızlanmaya ayak uydurarak, Telekomünikasyon sektörü de yıllar itibarıyla hızlı bir dönüşüm geçirmiştir.
- Mevcut durumda 7,77 mlr'lık dünya nüfusu içinde mobil telefon kullanıcıların sayısı 5,2 mlr, internet kullanıcılarının sayısı 4,6 mlr ve aktif sosyal medya kullanıcılarının sayısı ise 3,8 mlr seviyesindedir. Dünyada mobil hat sayısı, mobil genişbant abone sayısı ve sabit genişbant abone sayısında artış, sabit hat abone sayısında ise istikrarlı bir azalış göze çarpmaktadır. Uluslararası Telekomünikasyon Birliği (ITU) verilerine göre, mobil hat penetrasyonu 2019 yılı sonunda %108 seviyesine ulaşırken, sabit hat penetrasyonu %12 seviyelerine gerilemiştir. Benzer şekilde, mobil genişbant penetrasyonu hızla artarken, sabit genişbant penetrasyonu ise daha düşük oranda da olsa artış eğilimini korumuştur.

Grafik 14: Dünya, mobil ve sabit hat penetrasyonu, 2019



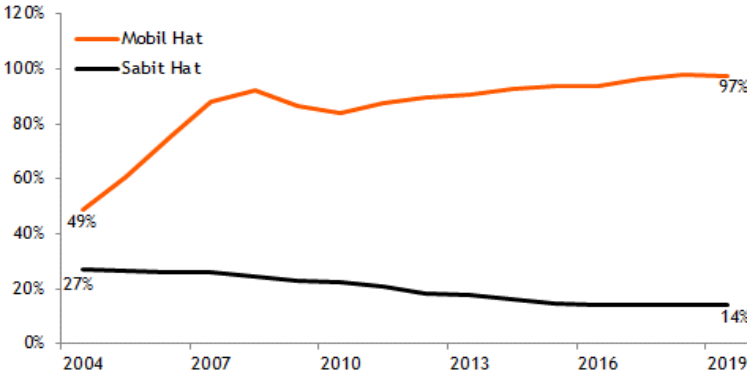
Grafik 15: Dünya, genişbant penetrasyonu, 2019



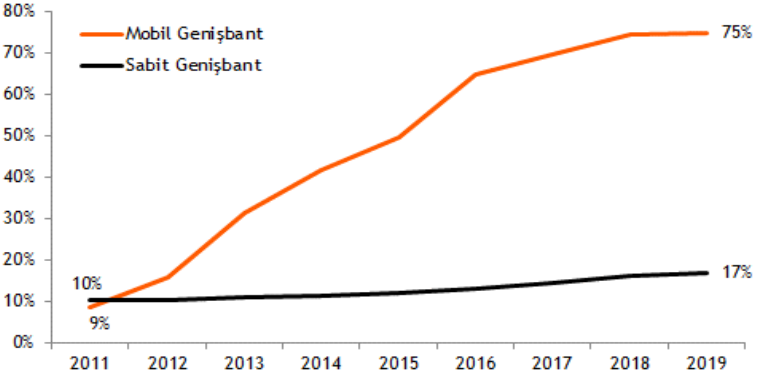
Kaynak: ITU, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Dünyadaki eğilime paralel olarak Türkiye'de de yıllar itibarıyla mobil hat penetrasyonu artış gösterirken, sabit hat penetrasyonu gerilemiştir. 2008 yılında mobil numara taşınabilirliğine ilişkin düzenlemelerin hayata geçirilmesi ile birlikte birden fazla hattı bulunan kullanıcıların bu hatları kapaması, mobil hat penetrasyonunda gerilemeye neden olsa da, 2004 yılında %49 seviyesindeki mobil hat penetrasyonu 2019 yılı sonunda %97 seviyelerine ulaşmıştır. Sabit hat penetrasyonu ise 2004 yılındaki %27 seviyesinden 2019 yılı sonunda %14 seviyelerine gerilemiştir. Mobil ve sabit genişbant penetrasyonu da yine dünyaya paralel bir gelişim süreci sergilemiştir.

Grafik 16: Türkiye, mobil ve sabit hat penetrasyonu, 2019

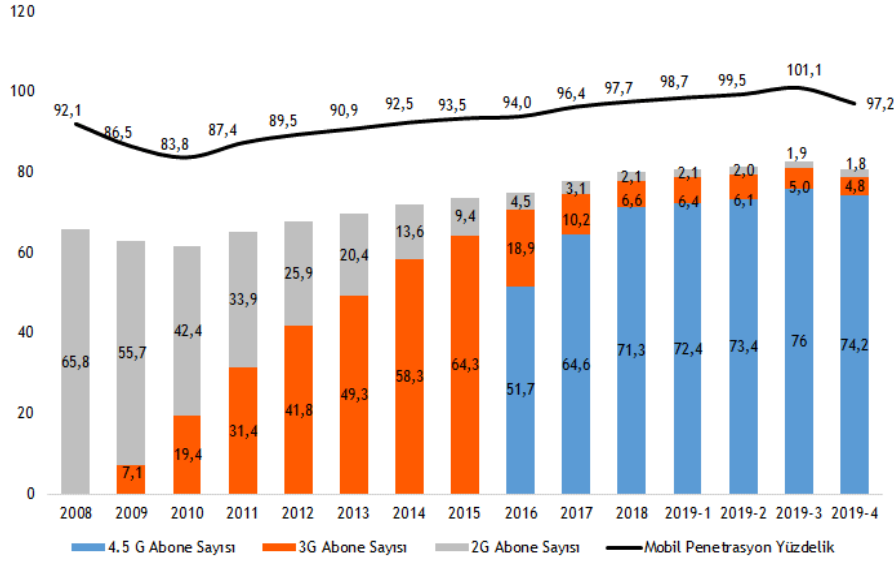


Grafik 17: Türkiye, genişbant penetrasyonu, 2019



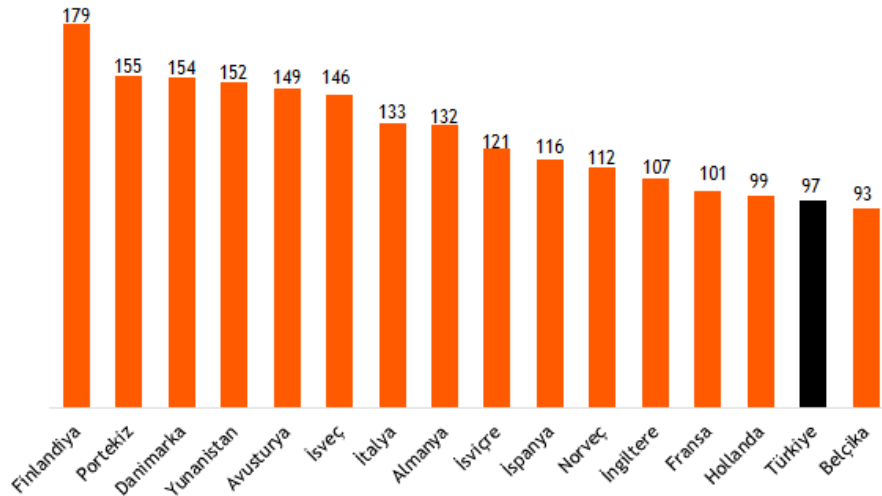
Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Akıllı cep telefonu sayısındaki artış ve şebeke teknolojilerindeki gelişme paralelinde Türkiye’de 2G abone sayısı yıllar itibariyle gittikçe azalırken, 3G abone sayısı da 4.5G şebekesinin kullanılmaya başladığı 2016 yılına kadar artış göstermiştir. Nisan 2016 tarihinden sonra 4.5G şebekesinin kullanılmaya başlaması ardından 3G’den yararlanan abone sayısı da hızla azalmaya başlamıştır. Temmuz 2009’da kullanılmaya başlanan 3G’de abone sayısı, 2019 yılı sonunda 4,8 mn’a gerilerken, 4.5G abone sayısı ise 74,2 mn seviyesine yükselmiştir. Aralık 2019 sonu itibariyle “aktif 4.5G abone sayısı” (hem cihazı hem de SIM kartı 4.5G hizmetine uygun) 46,4 mn seviyesine yer alırken, 4.5G uyumlu cihaz sayısı ise 53,3 mn seviyesinde bulunmaktadır.

Grafik 18: Türkiye, toplam abone sayısı ve nüfusa göre penetrasyon

Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

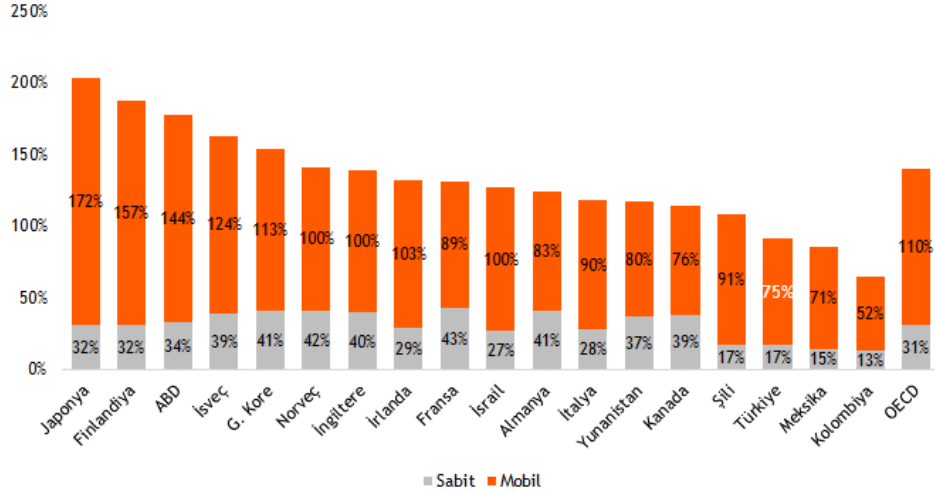
- 2019 sonu itibariyle Türkiye’de 11,5 mn sabit hat abonesi, 80,8 mn’da mobil hat abonesi bulunmaktadır. 2019 verilerine göre Avrupa ülkelerinin ortalama mobil penetrasyon oranı %136 seviyelerinde yer alırken, Türkiye’de ise mobil penetrasyon oranı %97 seviyesinde bulunmaktadır.

Grafik 19: Türkiye ve Avrupa ülkeleri mobil penetrasyon oranları, 2019

Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

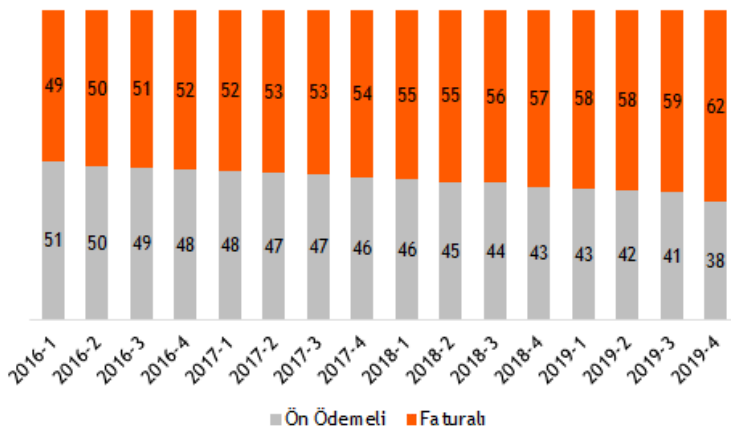
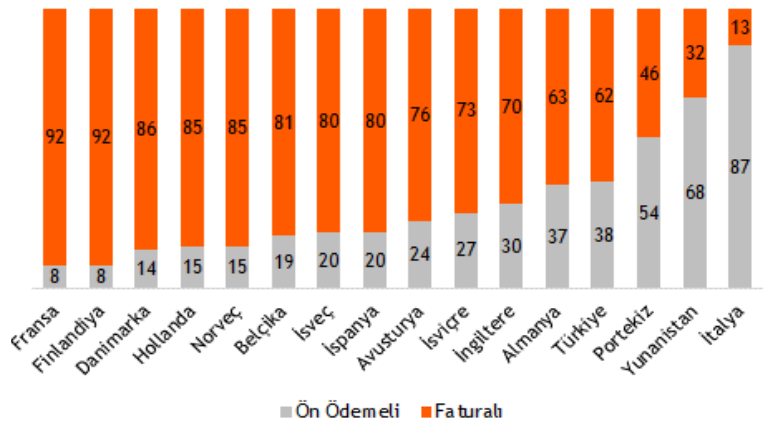
22 Haziran 2020 Pazartesi

- Türkiye’de mobil ve sabit genişbant olmak üzere toplam 76,6 mn genişbant abonesi bulunmaktadır. Aynı zamanda aktif sosyal medya kullanıcı sayısı ise 54 mn seviyesindedir. Türkiye ve OECD ülkeleri genişbant penetrasyon oranlarına baktığımızda, Türkiye’de mobil genişbant penetrasyonu 2019 sonunda %75 ile OECD ortalaması olan %110 seviyesinin altında yer almaktadır. Aynı şekilde sabit genişbant penetrasyonu da %17 seviyesinde yer alırken, %31 seviyesindeki OECD ortalamasının altında seyretmektedir.

Grafik 20: Türkiye ve OECD ülkeleri genişbant penetrasyon oranları, 2019

Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- 2019 sonunda Türkiye’de mobil abonelerin %38’ini ön ödemeli aboneler oluştururken, %62’sini ise faturalı aboneler oluşturmaktadır. Toplam mobil abonelerin %86,8’i bireysel abone iken, %13,2’si ise kurumsal abonelerden oluşmaktadır. Avrupa ülkelerinde farklı dağılımlar görmekle birlikte ön ödemeli abonelerin oranı ortalama %30 seviyesindedir.

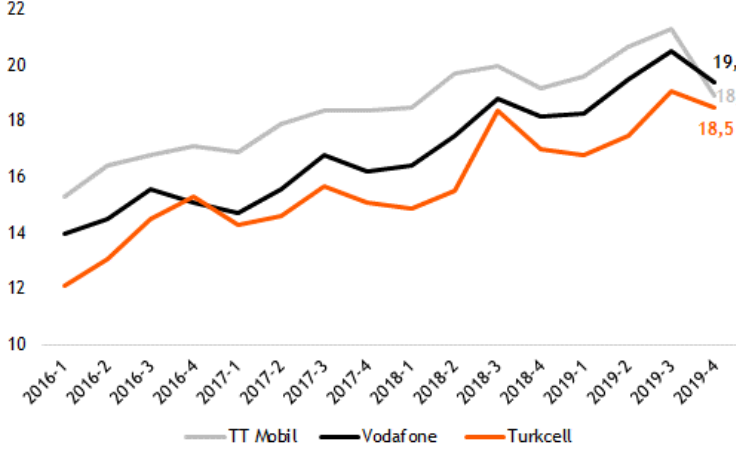
Grafik 21: Türkiye mobil abone profili, 2019**Grafik 22: Avrupa ülkeleri mobil abone profili, 2019**

Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

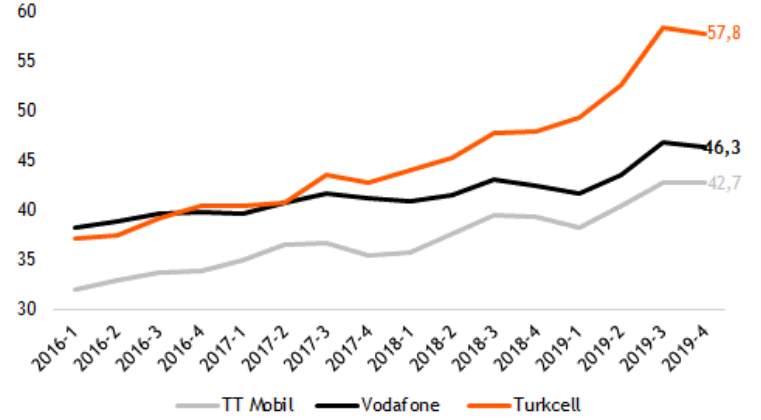
22 Haziran 2020 Pazartesi

- Türkiye’de hizmet veren Turkcell, Vodafone ve TT Mobil’in mobil aboneler için aylık abone başı gelirlerine (ARPU) baktığımızda, faturalı abonelerden elde edilen gelirlerin ön ödemeli abonelere göre yüksekliği dikkat çekmekte, 4Ç19 verilerine göre aylık abone başı gelir sıralamasında 57,8 TL ile Turkcell ilk sırada yer almaktadır.

Grafik 23: Ön ödemeli ARPU (TL), 4Ç19



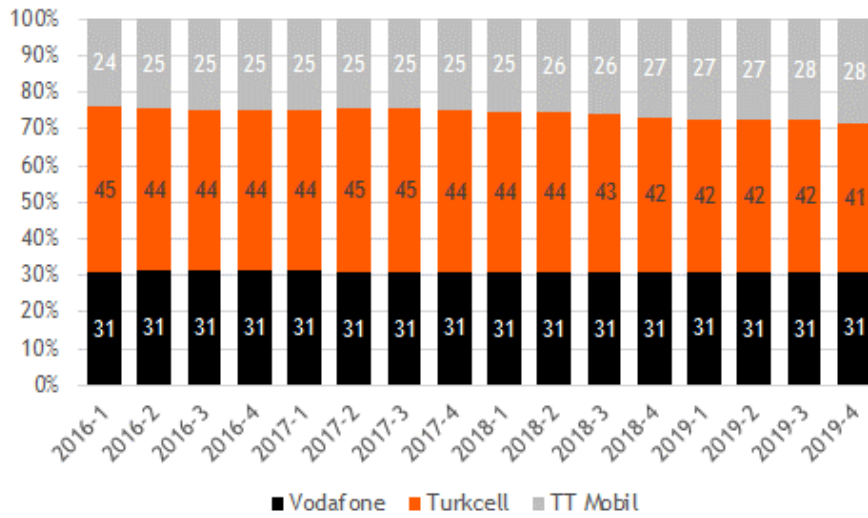
Grafik 24: Faturalı ARPU (TL), 4Ç19



Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Türkiye’de faaliyet gösteren mobil işletmecilerin 4Ç19 itibarıyla abone sayılarına göre pazar paylarına baktığımızda, Turkcell %40,5 pazar payıyla ilk sırada yer almaktadır. Turkcell’in 4Ç19 itibarıyla mobil abone sayısı 32,7 mn seviyesindedir.

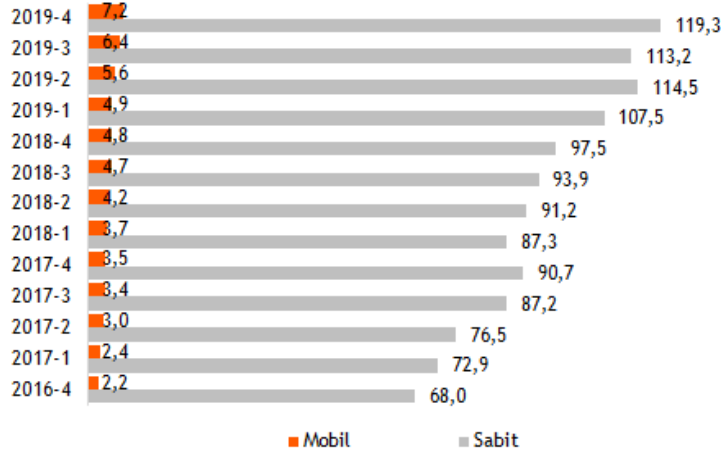
Grafik 25: Mobil operatörlerin abone sayısına göre pazar payları, 4Ç19



Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

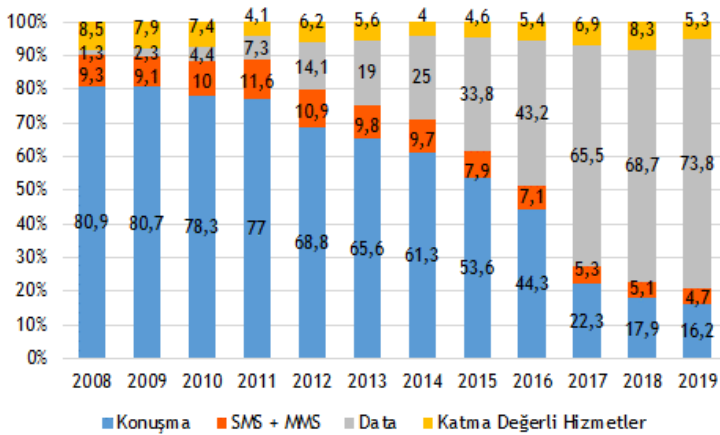
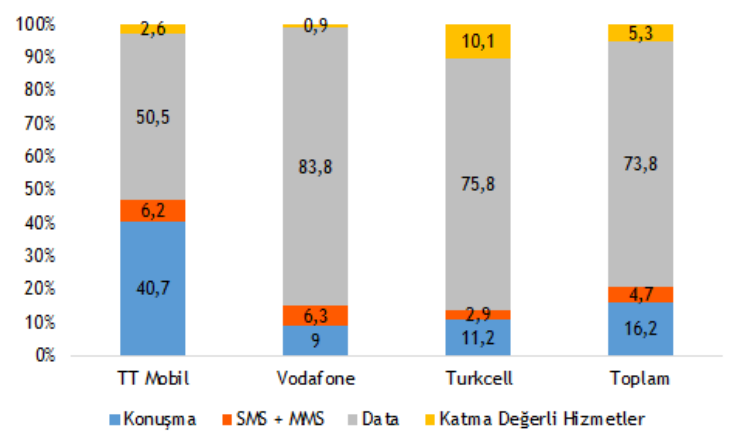
22 Haziran 2020 Pazartesi

- Cepten mobil genişbant ve sabit genişbant aylık abone başına ortalama kullanım miktarlarına baktığımızda 4Ç19'da sabit genişbant internet abonelerinin aylık ortalama kullanımı 119,3 GByte, mobil genişbant internet abonelerinin aylık ortalama kullanımı ise 7,2 GByte seviyesinde gerçekleşmiş, her iki tarafta da yıllar itibarıyla artış eğilimi korunmuştur.

Grafik 26: Abone başı yıllık ortalama kullanım, Gbyte

Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Mobil işletmecilerin gelirleri arasında 2008 yılında ana gelir konuşmadan elde edilirken, 2019 yılında ana gelirlerin data hizmetinden elde edildiği, SMS ve MMS'de yıllar itibarıyla gerileme olduğu göze çarpmaktadır. GSM işletmecilerinin gelir dağılımına bakıldığında TT Mobil'in gelirleri içinde konuşmadan elde edilen gelirlerin halen ağırlıkta olduğu, Turkcell ve Vodafone tarafında data hizmetinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Katma değerli hizmetlerin gelirler içindeki payının en yüksek olduğu operatör ise Turkcell olarak ön plana çıkmıştır.

Grafik 27: Mobil işletmecilerin gelir dağılımı, 2019**Grafik 28: Operatör bazında gelir dağılımı, 2019**

Kaynak: BTK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrıacağı düşünülmüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.
- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
 - **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
 - **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlamaya ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

Müdür

Tuğba SAYGIN AKCA

Müdür Yardımcısı

Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR

Analist

Ekin Cem EKE

Analist

Hakan ŞAHİNDAL

Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.