



Turkcell

Bilanço Analizi | 13 Ağustos 2014

Şebnem Mermertaş

mermertass@tskb.com.tr | 0 (212) 334 53 60

Turkcell yılın ikinci çeyreğinde net satışlarını %2,4 artışla 2,9 milyar liraya yükseltirken, net kârı ara bağlantı ücretlerinde geçen yıl yapılan indirim, Ukrayna'daki iştiraki Astelit'in yükselen kur farkı giderinden dolayı %12 düşüşle 493mn liraya geriledi. Piyasa beklentisi 545mn lira, bizim beklentimiz 495mn lira net kar şeklindeydi. İkinci çeyrekte FVAÖK ise %6 artışla 913mn liraya yükseldi.

Bu yılın ikinci çeyreğinde rekabet koşulları ağırlığını korudu. Bütün operatörler daha düşük fiyatlara içeriği artan paketleri pazara sundular. Geçen yıl temmuzda yapılan ara bağlantı ücreti indiriminin olumsuz etkileri de devam etti. Pazarda karlılık geriledi.

Mobil hatlardaki yoğun rekabet Turkcell'in abone sayısının 34,6 milyona gerilemesine neden oldu. Abone sayısı geçen yıl haziran sonunda 34,7mn, bu yılın ilk çeyrek sonunda 34,8mn seviyesindeydi. Abone kaybı ön ödemeli segmentte gerçekleşti.

Abone başı gelir yılın ilk çeyreğine göre daha iyi olmasına rağmen, geçen yılın ikinci çeyreğine göre düşüş gösterdi. Abone başına gelir ilk çeyrekteki 21 lira seviyesinden 22,1 liraya yükseldi, ancak geçen yılın ikinci çeyreğinde 22,3 lira seviyesindeydi. Abone kayıp oranı ise 2Ç13'teki %8,6'dan 2Ç14'te %8,10'a geriledi, ancak 1Ç14'te %7,8'di.

Zorlaşan rekabet koşulları, 2013 yazında ara bağlantı ücretlerinde yapılan indirim ve abone sayısındaki düşüş nedeniyle şirketin ses gelirleri büyüme gösteremezken, satış artışı data gelirlerinde %28 artışla bağlı olarak gerçekleşti. Öte yandan iştiraklerinden elde ettiği gelirler %17 artış gösterdi. Turkcell Superonline fiber internetle satışlarını %39 artırdı.

Cirosuna olumsuz etki yapan ara bağlantı ücretlerindeki indirim brüt karlılığına hafifçe pozitif etki yaptı. Brüt kar marjı %38'den %38,8'e, FVAÖK marjı %30,3'ten %31,3'e yükseldi.

Ukrayna para birimindeki değer kaybı 2. çeyrekte de sürdü. Turkcell çoğunluğu iştiraki Astelit'in finansal borcundan gelen 165mn lira kur farkı zararı yazdı. Nakit pozisyonu güçlü olmasına rağmen, iştiraklerinin kur farkı zararı net karına olumsuz etki etti.

Hisse bilgileri

Hisse kodu	TCELL
Son Fiyat	12.75TL
Hedef fiyat	13.25TL
Getiri potansiyeli	3.9%
Öneri	İZLE
Piyasa değeri (mn \$)	12,979
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)	44.07

52-Hafta Fiyat aralığı	Yüksek	Düşük
TL	14.15	10.30
\$	6.63	4.63

Performans (%)	1 ay	3 ay	12 ay	YBB*
TL	1.6	3.7	10.4	12.3
İMKB-100'e göre	2.5	0.2	5.4	-2.1

*Yılbaşından beri

Finansal Performans

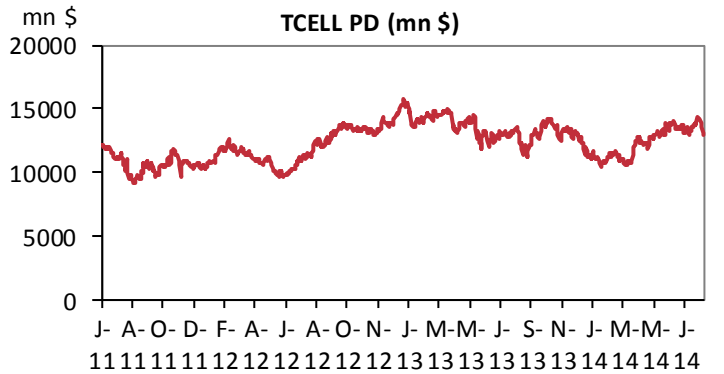
milyon TL	2012	2013	2014T
Net Satış	10,507	11,408	11,967
FVAÖK	3,161	3,431	3,723
Net Kar	2,083	2,330	2,139

Değerleme

	Cari PD ile		
	2012	2013	2014T
F/K (x)	13.5	12.0	13.1
PD/DD (x)	2.2	1.9	1.6
FD/Satışlar (x)	2.2	2.1	2.0
FD/FVAÖK (x)	7.5	6.9	6.3

Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay (%)
Çukurova Grubu	13.90
Alfa Grubu	13.22
Sonera Grubu	37.09
Halka açıklık	35.80



Turkcell 2014/6 Özeti

bin TL	2013/6	2014/6	Değişim (%)	2Ç13	2Ç14	Değişim (%)	2013	2014T	Değişim (%)
Net Satış	5,544	5,778	4.2%	2,855	2,923	2.4%	11,408	11,967	4.9%
Abone sayısı	34.7	34.6	-0.3%	34.7	34.6	-0.3%	35.2	35.1	-0.3%
Abone başı gelir	21.8	21.8	-0.3%	22.3	22.1	-0.9%	21.7	22.1	1.8%
Brüt Kar	2,088	2,249	7.7%	1,085	1,134	4.5%	4,349	4,643	6.8%
Esas F. Karı	953	1,010	6.1%	504	521	3.4%	1,955	2,155	10.2%
FVAÖK	1,672	1,795	7.3%	864	913	5.7%	3,431	3,723	8.5%
Net Kar	1,125	853	-24.2%	558	493	-11.7%	2,330	2,139	-8.2%
Brüt Kar Marjı (%)	37.7%	38.9%		38.0%	38.8%		38.1%	38.8%	
Faaliyet Kar Marjı (%)	17.2%	17.5%		17.7%	17.8%		17.1%	18.0%	
FVAÖK Marjı (%)	30.2%	31.1%		30.3%	31.3%		30.1%	31.1%	
Net Kar Marjı (%)	20.3%	14.8%		19.5%	16.9%		20.4%	17.9%	

Beklentiler

Mobil pazarda ağırlaşan rekabet ve doygunluğa yaklaşma ile önümüzdeki dönemde Turkcell'in büyüme hikayesi internete dayanabilir. Bunun iki yolu olacağını düşünüyoruz. İlki akıllı telefonların da desteğiyle internet gelirlerinde görülen çift haneli büyüme. İlk çeyrekte %26 olan internet gelirlerindeki büyüme ikinci çeyrekte %28 olarak gerçekleşirken bu yıl büyüme oranının %30'a ulaşması bekleniyor.

İkinci yol ise iştiraki Superonline. Şirketin 2. çeyrek cirosu %39 ile çift haneli büyüme gösterdi. İkinci çeyrek sonunda toplam 1mn abone sınırını aşan şirketin abonelerinin 653.000'ini fiber internet aboneleri oluşturdu. Ulaşılmış olan bu rakam altyapı itibarıyla 1,9mn yeni fiber internet abonesine erişim potansiyelini gösteriyor. Sonuçta uzun vadede internet Turkcell'in yeni büyüme hikayesi olacak gibi duruyor.

İkinci çeyrek sonuçlarının beklentimize paralel gerçekleşmesine rağmen, abone sayılarındaki artışın yılın ikinci çeyreğinde beklentimizin altında kalabilecek olması ve Ukrayna'dan gelen kur farkı zararının artarak devam ediyor olmasıyla satış ve net kar tahminlerimizi hafifçe aşağı doğru revize ediyoruz. Şirketin hedeflerine paralel olarak yılı %5 artışla 12 milyar lira ciro ve %8,5 artışla 3,7 milyar lira FVAÖK ile tamamlayacağını hesaplıyoruz. Önceki tahminimiz 12,1 milyar lira ciro ve 3,73 milyar lira FVAÖK seviyesindeydi.

Dolar/hryvnia (1 yıllık)



Net karında iştiraki Astelit'in Ukrayna para birimindeki değer kaybının sürmesiyle yazacağı kur farkı gider seviyesi belirleyici olacak. Yılın ikinci çeyreğinde %6 değer kaybeden hryvnia haziran sonundan beri %9 değer kaybetti ve yılbaşından beri oluşan değer kaybı %55'e ulaştı. Astelit'in borcu 668mn dolar seviyesinde. Eylül sonunda kurun şu anki seviyesini koruması halinde 3. çeyrekte 56mn dolarlık (120mn lira) kur farkı gideri oluşabilir.

Turkcell'in 2014'ü %8 düşüşle 2,1 milyar lira net karla tamamlayacağını hesaplıyoruz. Bu rakam %50 temettü dağıtım oranıyla ödenmeyen temettülere 1 milyar lira daha ekleyebilir. Böylece şirketin 2010'dan beri dağıtılmamış temettü tutarı 5,2 milyar liraya ulaşabilir. Bu rakam piyasa değerinin %20'sine denk geliyor.

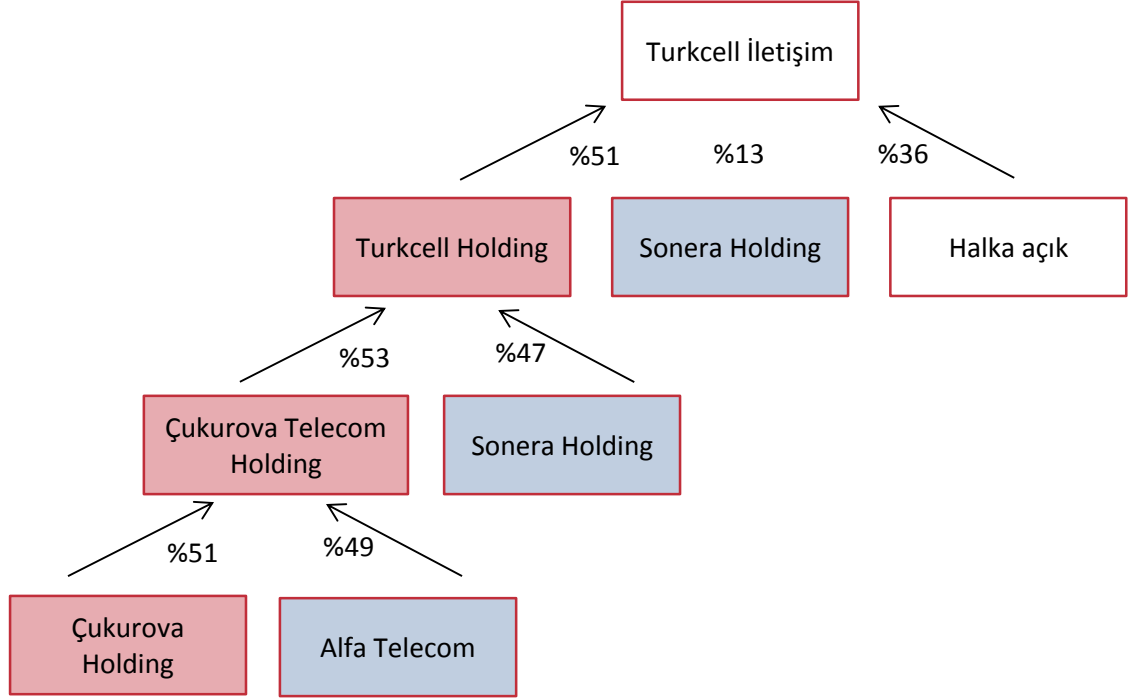
Ortaklık ve temettü sorunu

Turkcell genel kurulu 2012'den beri toplanamıyor ve 2011'den beri temettü dağıtımını gerçekleştiriyor. Nedeni şirketin doğrudan %51 hissesine sahip olan Turkcell Holding'in genel kurulda temsil edilmesine yönelik anlaşmazlık. Turkcell Holding'in %53 hissesine sahip olan Çukurova Telecom Holding'in %49 hissesinin Alfa Telecom'a satılmasının yanısıra Çukurova Holding'e ait olan %51 hissenin %49'luk kısmının (%13,2 Turkcell hissesi) Alfa'da rehin tutulması nedeniyle anlaşmazlık devam ediyordu. Tem-

muz sonunda Çukurova Holding'in Ziraat Bankası'ndan 1,6 milyar dolar finansman sağlayarak Alfa'da rehinli olan hisseleri Ziraat Bankası'na rehin olarak vermesiyle sorunun çözümü yönünde adım atıldı. Önümüzdeki dönemde Çukurova Grubu ile Alfa Grubunun Turkcell Holding'in temsili yönünde anlaşmaları halinde genel kurulda temettü dağıtım kararı alınması ihtimali bulunuyor.

SPK genel kurulun yapılması için Nisan 2015'e kadar süre verdi. Anlaşma sağlanamazsa şirketin genel kurul hakkı Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne devredilecek ve genel kurul yapılacak. Ancak bu kurumun temettü dağıtım yetkisi belirsizliğini koruyor.

Turkcell Sahiplik Şeması



Değerleme

Turkcell için değerlememizde 2013 yılı sonundaki çarpan değerlerini ve 2014 tahminlerimizi esas alıyoruz. Buna göre hisse için 12,8 lira, temettü belirsizliğinin ortadan kalkmasıyla 15,3 lira hedef fiyat hesaplıyoruz. Mayıs raporumuzda 13,25 lira olan hedef fiyatımız net satış, FVAÖK ve net kar tahminlerimizdeki hafif düşüşten dolayı 12,8 liraya gerilemiş oluyor. Ancak temettü umutlarının hisse fiyatındaki düşüşleri sınırlayacağını tahmin ettiğimiz için hedef fiyatımızı 13,25 lirada tutuyoruz.

	Değer (mn TL)	Çarpan	İma edilen PD (mn TL)
F/K	2,139	11.9	25,545
FD/FVAÖK	3,723	6.8	29,818
PD/Net satış	11,967	2.0	28,974
			28,112
		Sermaye	2,200
		Fiyat (TL)	12.8
		Temettü ile (TL)	15.3

Mevcut hisse fiyatı hedef fiyatımıza göre %3,9 gibi sınırlı bir yükseliş potansiyeline işaret ettiği için önerimizi İZLE olarak koruyoruz. Ancak temettü konusunda çözüm umutları belirirse mevcut piyasa değerinin %20'sine denk gelen bir temettü verimi söz konusu olabilir. Bu durumda hisselerin 15 liraya doğru hareket etmesi ihtimali bulunduğunu tahmin ediyoruz.

TSKB

Ekonomik Arařtırmalar M¼d¼rl¼ę¼

research@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

(90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2014 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngör¼len bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahh¼d¼nde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değışmenin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötür¼ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr   