

# Türk Telekom

## Güncelleme

### Güçlü operasyonel performans devam edecek

# AL

Hisse Fiyatı: 5,10 TL

Hedef Fiyat: 6,56 TL

Getiri Potansiyeli: %29

✓ **Güçlü operasyonel karlılık sürecek.** Şirketin ilerleyen dönemlerde güçlü abone tabanı ve sağlam satış performansı sonucunda operasyonel karlılığını sürdüreceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2019T yılı satış tahminimizi yukarı yönlü revize ederek 22,99 milyar TL seviyesinden 23,27 milyar TL seviyesine çekiyoruz. 2020T yılı tahminimizi ise 25,80 milyar TL seviyesinden 26,79 milyar TL seviyesine çekerek yukarı yönlü güncelledik. Operasyonel karlılık tarafında ise, maliyet azaltıcı girişimlerin mevcut FAVÖK performansının devam etmesinde etkili olacağını düşünüyoruz. Bu bağlamda, 2019T ve 2020T yıllarında düzeltilmiş FAVÖK marjının %40 seviyesine yakın olacağını tahmin ediyoruz.

✓ **Ortaklık yapısına ilişkin belirsizlikler azaldı.** OTAŞ'ın Türk Telekom'daki %55 hissesinin Levent Yapılandırma Yönetimi A.Ş.(LYY)'ye devredilmesi, şirketin ortaklık yapısına dair soru işaretlerini büyük ölçüde gidermesi sebebiyle hisse fiyatına olumlu etki etti. Hatırlanacağı üzere, LYY'nin amacının en hızlı şekilde söz konusu hisselerin konusunda uzman bir yatırımcıya devredilmesi olduğu ifade edilmişti. Hisse devrinin gerçekleşmesi halinde hisse fiyatı üzerinde ortaklık yapısı belirsizliğinden kaynaklanan aşağı yönlü baskının tamamen giderileceğini düşünüyoruz.

✓ **Riskler.** TL'de görülebilecek değer kaybı ve kur riskinden korunma bağlamında alınan aksiyonların maliyetlerinin yüksek olması, karlılığı azaltmanın beraberinde şirketin borç görünümünü olumsuz etkileyeceğinden hisse fiyatı üzerinde aşağı yönlü risk oluşturuyor.

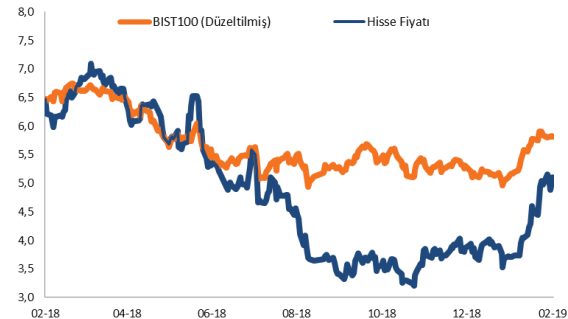
✓ **2020T yılı piyasa çarpanları güçlü yükseliş potansiyeline işaret ediyor.** TTKOM'un 2019T yılı çarpanları şirket hisselerinin fiyatlamadaki toparlanma ve şirketin devam eden borç ödeme sürecinin etkisiyle güçlenerek küresel benzerlerine göre fiyatında işlem gördüğünü gösterirken, şirketin 2020T yılı 3,18x FD/Düzeltilmiş FAVÖK ve 5,80x F/K çarpanlarıyla karlılığının ilerleyen dönemlerde artacağına işaret ederek, küresel benzerlerine göre sırasıyla %17 ve %46 oranlarında iskonto sunuyor.

✓ **Değerleme.** Güçlü operasyonel performans ve TL'deki dengelenme ile şirketin karlılığının artacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Türk Telekom hisseleri için hedef fiyatımızı 4,77 TL'den 6,56 TL'ye yükselterek 'AL' tavsiyemizi koruyoruz.

#### Özet Veriler

Hisse Kodu	TTKOM
Cari Fiyat (TL)	5,10
52H En Yüksek (TL)	7,15
52H En Düşük (TL)	3,17
Piyasa Değeri (mn TL)	17.850
Piyasa Değeri (mn USD)	3.402
Halka Açıklık Oranı (%)	13,30
Konsensus HF (TL)	5,56
Konsensus Tavsiye	%53 A / %40 T / %7 S
3A Hacim (mn USD)	37,4
HLY HBK (2019T)	0,46
Konsensus HBK (2019T)	0,48

#### Fiyat Performansı



Tahminler ve Rasyolar	2016	2017	2018	2019T	2020T
Net Satış Gelirleri (mn TL)	16.109	18.140	20.431	23.276	26.794
Düzeltilmiş FAVÖK (mn TL)	5.470	6.452	8.437	9.284	10.614
Net Kar (mn TL)	-724	1.135	-1.391	1.602	3.076
F/K	-25,51	19,87	-9,81	11,14	5,80
FD/ Düzeltilmiş FAVÖK	5,62	5,44	3,52	3,67	3,18
FD/Satışlar	1,91	1,94	1,45	1,46	1,26

Analist: Ayşegül Bayram  
 ABayram@halkyatirim.com.tr  
 İstanbul: +902123148730

## Tahminler & Revizyonlar

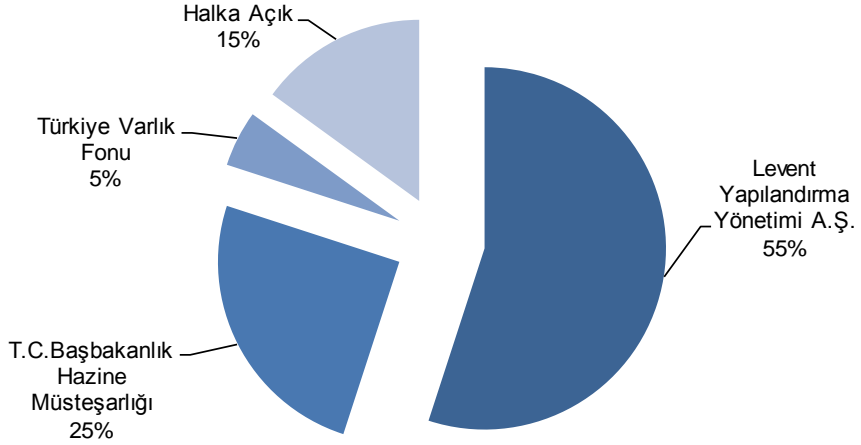
### Ortaklık yapısında son durum

Hatırlanacağı üzere 29 Ağustos 2018 tarihinde Türk Telekom tarafından yapılan KAP açıklamasında, OTAŞ'ın Türk Telekom'da bulunan %55 oranındaki payının, OTAŞ'a kredi veren bankaların paydaş olacağı bir ortak girişim şirketi (SPV) aracılığıyla devralınması Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından onaylanmıştı (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/705520>).

Bu açıklamanın ardından 22 Aralık 2018 tarihinde şirketin yaptığı KAP açıklamasıyla söz konusu hisselerin OTAŞ'a kredi veren bankalar tarafından kurulan bir ortak girişim şirketi olan Levent Yapılandırma Yönetimi A.Ş.(LYY)'ye devredildiği açıklandı (<https://www.kap.org.tr/en/Bildirim/726021>). LYY'nin yaptığı açıklamada bu aksiyonun temel amacının Türk Telekom hisselerinin en hızlı şekilde konusunda uzman bir yatırımcıya devredilmesi olduğu belirtildi (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-22/turkish-banks-spv-takes-over-turkey-s-largest-phone-company>)

OTAŞ'ın Türk Telekom'daki %55 hissesinin LYY'ne devredilmesi, şirketin ortaklık yapısına dair soru işaretlerini büyük ölçüde gidermesi sonucunda hisse fiyatına olumlu etki etti. Planlandığı gibi uzman bir yatırımcıya hisse devrinin gerçekleştirilmesi halinde hisse fiyatı üzerinde ortaklık yapısı belirsizliğinden kaynaklanan aşağı yönlü baskının tamamen giderileceğini düşünüyoruz.

**Grafik 1 : Ortaklık Yapısı**



## Tahminler & Revizyonlar

TTKOM	2019T			2020T		
	Yeni	Eski	Değişim (%)	Yeni	Eski	Değişim (%)
Net Satış Gelirleri (milyon TL)	23.276	22.996	1,22%	26.794	25.803	3,84%
Düzeltilmiş FAVÖK (mn TL)	9.284	9.540	-2,69%	10.614	10.493	1,15%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	39,88%	41,49%	-1.60pt	39,61%	40,67%	-1.05pt
Net Kar (milyon TL)	1.602	2.235	-28,34%	3.076	2.859	7,59%
Net Kar Marjı	6,88%	9,72%	-2.84pts	11,48%	11,08%	0.40pt

\* HLY Araştırma Tahmini

### Satış Gelirleri

Şirketin penetrasyon kampanyaları, çoklu ürün satışları ve enflasyonist fiyatlama politikasından oluşan satış stratejisiyle güçlü satış performansını devam ettireceğini düşünüyoruz.

Sabit genişbant segmentinde uygulanan penetrasyon kampanyaları, sabit ses segment penetrasyonunu artırarak, 3Ç18'den beri konsolide satış gelirlerine olumlu katkıda bulunan bu segmentin gelirlerini de yukarı yönlü etkiliyor. Penetrasyon kampanyaları abone bazında ve data kullanımında artış yaratarak net satış gelirleri üzerinde yukarı yönlü etki yaratıyor. Ayrıca, elektrik şirketleriyle tamamlanan yeni anlaşmalar sayesinde şirketin daha çok aboneye ulaşarak satış gelirlerinin daha da artacağını düşünüyoruz. Diğer yandan, mobil sinerji kampanyası da Tivibu'nun penetrasyonu için yukarı yönlü risk teşkil ediyor. Enflasyonist fiyat politikaları ise şirketin fiyatlama disiplinini sürdürmesini sağlayan temel unsur olarak öne çıkıyor.

Bu doğrultuda, 2019T yılı satış tahminimizde yukarı yönlü revizyon yaparak 22,99 milyar TL seviyesinden 23,27 milyar TL seviyesine çekiyoruz. 2020T yılı tahminimizi ise 25,80 milyar TL seviyesinden 26,79 milyar TL seviyesine çekerek yukarı yönlü güncelledik.

### FAVÖK

FAVÖK tarafında şirketin güçlü satış performansı ve giderleri azaltma odaklı girişimlerinin etkisiyle sağlam görünümün devam edeceğini düşünüyoruz. 2019T ve 2020T yıllarının faaliyet giderlerinin enerji fiyatlarındaki artışın beraberinde yüksek döviz kurlarının yarattığı yukarı yönlü baskının, şirketin başlatmış olduğu dijitalleşme süreci sonucunda reklam giderlerinde görülecek olan düşüş ve şüpheli alacak karşılıklarında devam eden gerileme ile dengeleneceğini düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin başlattığı tüketici finansman kampanyası sayesinde alacak riskinin daha iyi yönetilebileceğine inanıyoruz. Diğer yandan, Aralık 2018'de yapılan asgari ücret artışını 2Ç19 finansallarına yansıtılacak olmasının, enflasyondaki artışın net satışlara yansıtılmasına kadar şirkete esneklik tanıyacağını öngörüyoruz. Bu arada, IFRS 16 muhasebesinin FAVÖK üzerinde 650 – 700 milyon TL civarında yukarı yönlü etkisi olduğunu belirtmek isteriz. Biz modellerimizin tutarlılığını ve doğruluğunu sürdürmek açısından IFRS 16 etkisini hariç tuttuğumuz 'düzeltilmiş FAVÖK'ü kullanmayı tercih ediyoruz.

## Tahminler & Revizyonlar

Bu bağlamda, faaliyet giderleri hesaplamasında yer alan döviz kurları, asgari ücret, enerji fiyatları, şüpheli alacak karşılıkları ve vergi giderleri ile mobil gelirler arasındaki ilişki gibi parametrelerin net etkisini baz alan analizimiz sonucunda, 2019 yılı düzeltilmemiş FAVÖK beklentimizi %4,65 oranında yukarı yönlü revize ederek 9,98 milyar TL olarak güncelliyoruz. Bu revizyon sonucunda FAVÖK marjı beklentimizi de 1,41 puan yukarı çekerek %42,89 seviyesine yükseltiyoruz. Öte yandan, IFRS 16 etkisini hariç tutan düzeltilmiş FAVÖK beklentimizi de önceki tahminimize kıyasla %2,69 aşağıya çekerek 9,28 milyar TL olarak güncelliyoruz. Bu doğrultuda, düzeltilmiş FAVÖK marjımız da önceki tahminizin 1,60 puan altında %39,88 seviyesinde bulunuyor.

2020T yılı için ise tahminlerimize göre güçlü satış performansının beraberinde, gerilemesini sürdüreceğini düşündüğümüz enflasyonun ve şüpheli alacak karşılıklarında devam edeceğini tahmin ettiğimiz düşüşün; döviz kurları ve enerji fiyatlarında görülecek olan yükselişin yaratacağı yukarı yönlü baskıyı gidereceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda, 2020T yılı düzeltilmemiş FAVÖK beklentimizi %8,83 oranında yukarı çekerek 11,42 milyar TL olarak güncelliyoruz. Böylece, düzeltilmemiş FAVÖK marjımızı da 1,96 puan yukarı çekerek %42,62 olarak revize ediyoruz. Diğer yandan, IFRS 16 etkisinden arındırdığımız düzeltilmiş FAVÖK tahminimizi 10,61 milyar TL seviyesine %1,15 oranında yukarı yönlü revize ediyoruz. Düzeltilmiş FAVÖK marjı tahminimizi de bu doğrultuda, önceki tahminimizin 1,05 puan altına %39,61 seviyesine revize ediyoruz.

### Net Kar

İlerleyen dönemlerde TL toparlandıkça şirketin katlanacağı kur ve türev giderlerinin azalacağını ve bu bağlamda şirketin karlılığının artacağına inanıyoruz. Ancak, şirketin kur riskinden korunmak için aldığı aksiyonların yüksek maliyetli olması sebebiyle kur ve türev giderleri üzerinde yukarı yönlü risk oluşturduğunu belirtmek gerekir.

Bu doğrultuda, makroekonomik tahminlerimiz ışığında, 2019T yılı için net kar beklentimizi 2,23 milyar TL'den 1,60 milyar TL seviyesine, net kar marjı tahminimizi de bu doğrultuda %9,72'den %6,88 seviyesine revize ediyoruz. 2020T yılı için ise, net kar tahminimizi %7,59 artırarak 3,07 milyar TL seviyesine güncelliyoruz. Bununla bağlantılı olarak, 2020T yılı net kar marjı tahminimizi de 0,40 puan artışla %11,08 seviyesinden %11,48 seviyesine güncelliyoruz.

## Değerleme Özeti

Türk Telekom'un 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İNA ve Benzer Şirket çarpanları yöntemlerini kullandık.

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 24.55 milyar TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. Böylece 12-aylık hedef fiyatı, modelimize göre %38 yükseliş potansiyeli ile 7,02 TL olarak bulmaktayız. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %9, beta katsayısını 1,2, piyasa risk primini %5,5, risksiz faiz oranını %16 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %14 olarak varsaydık.

Benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken F/K ve FD/FAVÖK rasyolarını kullandık. Bu yöntemle şirket değerini elde etmek için her iki rasyo ile hesaplanmış olan şirket değerine eşit ağırlık verdik ve böylece 20,53 milyar TL hedef piyasa değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için İNA yöntemiyle hesapladığımız hedef fiyatımıza %60, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız hedef fiyatımıza ise %40 ağırlık verdik. Böylece Türk Telekom için 22,94 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşarak, 12 aylık hedef fiyatımızı 6,56 TL olarak belirledik. %29 iskonto oranı ile Türk Telekom hisselerinin güçlü yükseliş potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

**Tablo 1 : Değerleme Metodolojisi**

Değerleme Özeti	Hedef Şirket Değeri (milyon TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA	24.554	60%	14.733
Benzer Şirket Çarpanları	20.529	40%	8.212
<b>Hedef Şirket Değeri</b>			<b>22.944</b>
Ödenmiş Sermaye			3.500
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>			<b>6,56</b>
Güncel Fiyat			5,10
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>			<b>29%</b>

## Değerleme Özeti

**Tablo 2 : İNA Değerleme (Konsolide)**

İNA Değerleme	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	23.276	26.794	30.343	33.931	37.503	41.070
Düzeltilmiş FAVÖK	9.284	10.614	11.923	13.247	14.482	15.623
Net Operasyonel İşletme Sermayesindeki Değişim	-92	560	336	283	418	374
Vergi (22%)	968	1.274	1.421	1.571	1.701	1.811
Düzeltilmiş Yatırım Harcamaları	4.785	5.508	6.238	6.975	7.710	8.443
Serbest Nakit Akışları	3.623	3.272	3.928	4.418	4.654	4.995
AOSM	17,9%	18,0%	18,2%	18,4%	18,6%	18,8%
Sonsuz Büyüme Oranı	9%					
Sonsuz Değer (2024)	55.834					
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	23.643					
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	3.623	2.772	2.811	2.662	2.354	2.115
Şirket Değeri	39.981					
Net Borç	15.427					
Piyasa Değeri	24.554					
Ödenmiş Sermaye	3.500					
Hedef Hisse Fiyatı	7,02					
Hisse Fiyatı	5,10					
Yükseliş Potansiyeli	38%					

**Tablo 3 : Duyarlılık Analizi (12 aylık hedef fiyat)**

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı						
	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%	17,5%
7,5%	6,81	6,54	6,28	6,03	5,80	5,58	5,37
8,0%	7,17	6,87	6,60	6,33	6,08	5,84	5,62
8,5%	7,57	7,25	6,94	6,66	6,39	6,13	5,89
9,0%	8,01	7,66	7,33	7,02	6,72	6,44	6,18
9,5%	8,50	8,12	7,75	7,41	7,09	6,79	6,51
10,0%	9,06	8,63	8,23	7,86	7,51	7,18	6,87
10,5%	9,69	9,21	8,77	8,35	7,97	7,60	7,27

**Grafik 2 : Şirket Değeri Kırılımı**



## Benzer Şirket Karşılaştırması

Küresel Benzer Şirketler	2019		2020	
	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K
Telekom Malaysia Bhd	5,22	18,62	5,06	18,29
Rostelekom PAO	4,10	8,88	3,93	7,57
China Communications Service:	7,30	13,68	6,57	11,96
Hrvatski Telekom dd	3,37	13,49	3,34	13,23
Telkom SA SOC Ltd	3,75	11,34	3,51	10,82
Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt	4,08	11,20	4,09	10,85
Telecom Egypt Co SAE	5,74	6,46	5,15	5,84
Telekom Austria AG	4,94	10,20	4,86	9,27
Digi Communications NV	3,13	9,21	3,03	10,73
LG Uplus Corp	3,67	12,45	3,48	11,04
Ooredoo QPSC	3,68	12,20	3,74	10,80
Telekom Slovenije dd	3,01	9,61	2,93	8,16
Medyan	3,92	11,27	3,84	10,81
Türk Telekomünikasyon	3,67	11,14	3,18	5,80
Yükseliş (düşüş) potansiyeli	6%	1%	17%	46%

\* HLY Araştırma tahmini

TTKOM'un 2019T yılı çarpanları şirket hisselerinin fiyatlamadaki toparlanma ve şirketin devam eden borç ödeme sürecinin etkisiyle güçlenerek küresel benzerlerine göre fiyatında işlem gördüğünü gösterirken, 2020T yılı için hesapladığımız FD/FAVÖK ve F/K çarpanları, şirketin karlılığının olumlu makroekonomik koşullar ve kur riskini minimize etmek için yapılan çalışmalardan alınacak olan sonuçlarla destekleneceğine işaret ediyor. Bu bağlamda, operasyonel karlılığın şirket için tek karlılık göstergesi olmayacağını söyleyebiliriz. Diğer yandan, kur riskinden korunmak için alınan aksiyonların ve güçlü operasyonel performansın nakit üretimi üzerindeki olumlu etkisinin devam ederek net borç/FAVÖK rasyosunun gerilemesinde etkili olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz.

Türk Telekom: 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



Türk Telekom: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



## Finansallar & Tahminler

Türk Telekom (milyon TL)	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T
Nakit ve nakit benzerleri	2.838	3.016	4.100	4.495	5.601	6.573	7.437
Stoklar	252	261	204	249	287	330	373
Ticari alacaklar	3.801	4.145	4.817	5.151	5.506	5.853	6.202
Diğer	1.551	1.764	1.446	1.042	1.061	1.117	1.231
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>8.442</b>	<b>9.186</b>	<b>10.566</b>	<b>10.936</b>	<b>12.455</b>	<b>13.874</b>	<b>15.243</b>
Maddi duran varlıklar	8.565	8.760	9.138	14.274	16.130	16.291	16.454
Finansal duran varlıklar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	8.767	8.928	9.444	10.988	12.636	13.900	15.290
<b>Toplam duran varlıklar</b>	<b>17.332</b>	<b>17.688</b>	<b>18.582</b>	<b>25.262</b>	<b>28.766</b>	<b>30.191</b>	<b>31.744</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>25.774</b>	<b>26.874</b>	<b>29.149</b>	<b>36.199</b>	<b>41.221</b>	<b>44.065</b>	<b>46.987</b>
Kısa vadeli borç	2.728	2.221	2.679	7.409	9.481	11.016	12.686
Ticari borçlar	4.236	4.531	4.069	3.845	5.290	5.710	6.358
Karşılıklar	591	633	772	643	865	992	1.068
Diğer	998	966	1.142	1.599	1.543	1.855	2.164
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>8.553</b>	<b>8.352</b>	<b>8.662</b>	<b>13.496</b>	<b>17.179</b>	<b>19.573</b>	<b>22.276</b>
Karşılıklar	723	791	821	915	1.098	1.153	1.211
Uzun vadeli borçlar	9.179	13.053	14.005	13.161	12.366	11.457	10.337
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.326	1.291	1.105	1.172	1.157	1.464	1.516
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>12.228</b>	<b>15.136</b>	<b>15.932</b>	<b>15.249</b>	<b>14.622</b>	<b>14.075</b>	<b>13.064</b>
Azınlık payı	0	0	0	0	0	0	0
Ödenmiş sermaye	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
Rezervler	140	165	198	4.056	4.238	4.429	4.628
Kar yedekleri	1.354	-278	858	-102	1.682	2.488	3.517
Karşılıklar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Özsermaye</b>	<b>4.993</b>	<b>3.387</b>	<b>4.555</b>	<b>7.454</b>	<b>9.420</b>	<b>10.417</b>	<b>11.646</b>
<b>Toplam yükümlülükler ve özsermaye</b>	<b>25.774</b>	<b>26.874</b>	<b>29.149</b>	<b>36.199</b>	<b>41.221</b>	<b>44.065</b>	<b>46.987</b>

Gelir Tablosu (milyon TL)	2015G	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	2021T
<b>Net satışlar</b>	<b>14.523</b>	<b>16.109</b>	<b>18.140</b>	<b>20.431</b>	<b>23.276</b>	<b>26.794</b>	<b>30.343</b>
Düzeltilmiş operasyonel giderler	9.189	10.639	11.688	11.994	13.993	16.180	18.420
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>5.334</b>	<b>5.470</b>	<b>6.452</b>	<b>8.437</b>	<b>9.284</b>	<b>10.614</b>	<b>11.923</b>
Amortisman	2.272	2.849	3.019	3.735	4.190	4.823	5.462
<b>Operasyonel kar</b>	<b>3.062</b>	<b>2.621</b>	<b>3.433</b>	<b>4.701</b>	<b>5.094</b>	<b>5.791</b>	<b>6.461</b>
<b>Finansal gelirler (giderler), net</b>	<b>-1.801</b>	<b>-3.018</b>	<b>-1.954</b>	<b>-6.722</b>	<b>-3.040</b>	<b>-1.848</b>	<b>-1.140</b>
Kur ve türev gelirleri/(giderleri), net	-1.659	-2.517	-1.454	-5.982	-2.417	-1.238	-542
Faiz gelirleri/(giderleri), net	-1	-360	-340	-659	-787	-774	-762
Diğer finansal gelirler/(giderler), net	-141	-141	-160	-82	164	164	164
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>1.261</b>	<b>-396</b>	<b>1.478</b>	<b>-2.022</b>	<b>2.054</b>	<b>3.944</b>	<b>5.321</b>
Vergi	-398	-328	-343	631	-452	-868	-1.171
<b>Net kar</b>	<b>863</b>	<b>-724</b>	<b>1.135</b>	<b>-1.391</b>	<b>1.602</b>	<b>3.076</b>	<b>4.150</b>
Azınlık payı	-45	0	0	0	0	0	0
<b>Ana ortaklık payları</b>	<b>907</b>	<b>-724</b>	<b>1.135</b>	<b>-1.391</b>	<b>1.602</b>	<b>3.076</b>	<b>4.150</b>



## Finansallar & Tahminler

Marjlar	2015G	2016G	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Düzeltilmiş operasyonel giderler	63%	66%	64%	59%	60%	60%	61%
VFÖK	21%	16%	19%	23%	22%	22%	21%
Net	6%	-4%	6%	-7%	7%	11%	14%
Amortisman	16%	18%	17%	18%	18%	18%	18%
Stoklar	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Karlılık Oranları	2015G	2016G	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Aktif devir hızı	56%	60%	62%	56%	56%	61%	65%
Aktif karlılığı	4%	-3%	4%	-4%	4%	7%	9%
Özkaynak karlılığı	18%	-21%	25%	-19%	17%	30%	36%
Borçluluk Oranları	2015G	2016G	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Borçların aktiflere oranı	46%	57%	57%	57%	53%	51%	49%
Borçların özsermayeye oranı	4,16	6,94	5,40	3,86	3,38	3,23	3,03
Net borç / Özsermaye	182%	362%	276%	216%	172%	153%	134%
Net borç /Düzeltilmiş FAVÖK	1,70	2,24	1,95	1,91	1,75	1,50	1,31
Temettü ödeme oranı	97%	0%	0%	0%	0%	80%	80%
Değerleme Ölçütleri	2015G	2016G	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Şirket değeri	27.445	30.738	35.124	29.726	34.096	33.750	33.436
Piyasa değeri	18.375	18.480	22.540	13.650	17.850	17.850	17.850
Hisse başı kar	0,26	-0,21	0,32	-0,40	0,46	0,88	1,19
Hisse başı defter değeri	1,43	0,97	1,30	2,13	2,69	2,98	3,33
Hisse başına düşen nakit	N/A	-0,04	-0,01	0,84	1,04	0,93	1,12
Temettü getirisi	5%	0%	0%	0%	0%	14%	19%
Kazanç getirisi	5%	-4%	5%	-10%	9%	17%	23%
Serbest nakit akımı getirisi	N/A	-1%	0%	22%	20%	18%	22%
Firma değeri / Satışlar	1,89	1,91	1,94	1,45	1,46	1,26	1,10
Firma değeri /Düzeltilmiş FAVÖK	5,15	5,62	5,44	3,52	3,67	3,18	2,80
F/K	20,25	-25,51	19,87	-9,81	11,14	5,80	4,30
PD/DD	3,68	5,46	4,95	1,83	1,89	1,71	1,53

### Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL : %20 ve üzeri artış

TUT : %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

## KÜNYE

Banu KIVCI TOKALI

Araştırma Direktörü

[BTokali@halkyatirim.com.tr](mailto:BTokali@halkyatirim.com.tr)

+90 212 314 81 88

İlknur HAYIR TURHAN

Yönetmen

[ITurhan@halkyatirim.com.tr](mailto:ITurhan@halkyatirim.com.tr)

+90 212 314 81 85

Abdullah DEMİRER

Uzman

[ADemirer@halkyatirim.com.tr](mailto:ADemirer@halkyatirim.com.tr)

+90 212 314 87 24

Ayşegül BAYRAM

Uzman

[ABayram@halkyatirim.com.tr](mailto:ABayram@halkyatirim.com.tr)

+90 212 314 87 30

Uğur BOZKURT

Uzman Yardımcısı

[UBozkurt@halkyatirim.com.tr](mailto:UBozkurt@halkyatirim.com.tr)

+90 212 314 87 26

## ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

