

Her iki şirket için de “Endeksin Üzerinde Getiri” tavsiyemizi koruyor; Turkcell için hedef fiyatımızı TL163,19 (Önceki: TL160), Türk Telekom için ise TL92,43 (Önceki: TL90) olarak güncelliyoruz: Turkcell ve Türk Telekom, artan enflasyon ve sektörde fiyat yansımalarının gecikmeli etkisi nedeniyle Ara21–Ara23 döneminde BIST100 endeksinde sırasıyla %20 ve %29 oranında zayıf performans sergilemiştir. 2024 yılında telekom hisseleri anlamlı bir yeniden değerlendirme sürecine girmiş; yılı Turkcell (%30) ve Türk Telekom (%36) olmak üzere BIST100’e göre güçlü bir relatif performansla tamamlamıştır. 2025YBB itibarıyla performanslar ayrılmış; Türk Telekom endeksi %13 geride bırakırken, Turkcell %7 gerisinde kalmıştır. Bu ayrışma, ağırlıklı olarak Türk Telekom’un 3Ç’deki olağanüstü güçlü net abone kazanımı ve buna bağlı ivmelenen kârlılığın, benzerlerine kıyasla daha yüksek FAVÖK büyüme potansiyeli sunmasından kaynaklanmaktadır. Bize göre; mevcut telekom değerlemeleri, sektörün enflasyonist dönem sonrası reel büyümesini ve nakit üretimini yeniden tesis etme kapasitesini yeterince yansıtmamakta olup, operasyonel momentumun normalleşmesiyle kademeli bir yeniden değerlendirme potansiyeli barındırmaktadır.

Enflasyonun hızlandığı dönemlerde sektör oyuncularının operasyonel görünümü daha kırılğan hale gelmiş olsa da—fiyat güncellemeleri zamanında yapılması dahi, sözleşme yenileme döngüleri nedeniyle finansal etki gecikmeli yansıyor—mevcut durumda sözleşmelerin enflasyonu büyük ölçüde yakaladığını ve bunun önümüzdeki yıllarda sürdürülebilir nakit üretimini destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, mevcut değerlendirme çarpanlarını gerekçesiz derecede düşük buluyoruz.

2026 tahminlerimize göre, Turkcell ve Türk Telekom sırasıyla 2,6x ve 2,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. Karşılaştırma amacıyla belirtmek gerekirse, düşük enflasyon dönemi olan 2015–2017 arasında şirketler ortalama 6,1x ve 5,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmüştür. Bununla birlikte, telekom sektörünün yüksek sermaye yoğunluğu nedeniyle FAVÖK bazlı çarpanların yanıltıcı olabileceğini düşünüyoruz; bu nedenle ROIC’i daha anlamlı bir değerlendirme çerçevesi olarak görüyoruz. Bu doğrultuda, Turkcell için ROIC’in 2024’teki %8 seviyesinden 2025’ta %10’a, Türk Telekom için ise %9’dan %15’e yükselmesini bekliyoruz. 2026T–2042T tahmin dönemimiz boyunca ortalama ROIC’in Turkcell için %16, Türk Telekom için %21 seviyelerinde gerçekleşmesini; terminal ROIC varsayımlarının AOSM’nin yaklaşık 3 puan üzerinde olmasını öngörüyoruz.

Enflasyonist dönem sonrası normalleşme: 2025, bizim düşüncemize göre; enflasyon kaynaklı ARPU (kullanıcı başına gelir) büyümesinin zirve yaptığı yıl olup; bu yıldan itibaren Türkiye telekom sektörünün fiyatlamaya telafisine dayalı büyümeden; müşteri karması, churn (ayrılma oranları) yönetimi ve veri kullanımı temelli büyümeye geçmesini bekliyoruz. Mobil ve sabit genişbantta AB ortalamalarının altında kalan penetrasyon seviyeleri, tüm yaş gruplarında artan veri yoğunluğu ile birlikte uzun vadeli üye/veri kullanımı bazlı gelir büyümesini desteklemektedir. (Sektör verileri için sıradaki sayfalara; finansal model detayları, finansallar için ise sayfa 13-18 arasına bakınız.)

TURKCELL

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu				
Hisse Bilgileri				
Sektör	İletişim Hizmetleri			
Bloomberg / Reuters Kodu	TCELL.TI / TCELL.IS			
Fiyat (TL/hisse)	93,50			
Hedef Fiyat (TL/hisse)	163,19			
Potansiyel Getiri	75%			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	83,21-105,18			
Piyasa Değeri (milyon TL)	205.700			
Firma Değeri (milyon TL)	250.016			
Filili Dolaşım PD (milyon TL)	90.508			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.200			
Dolaşımdaki Paylar	644			
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)				
En Son	643,5			
3 Ay Önce	642,5			
İşlem Hacmi				
	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	17.118	21.612	26.152	26.475
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	1.635.364	2.115.803	2.512.355	2.499.919
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	93,5-96,88	91,83 -103,46	89,18 -103,46	83,21-105,18
Hisse Performansı				
	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%2	-%3	-%1	%4
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%1	-%4	-%12	-%8

* 30/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

TÜRK TELEKOM

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör

İletişim Hizmetleri

Bloomberg / Reuters Kodu

TTKOM.TI / TTKOM.IS

Fiyat (TL/hisse)

57,15

Hedef Fiyat (TL/hisse)

92,43

Potansiyel Getiri

62%

52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)

43,48-62,4

Piyasa Değeri (milyon TL)

200.025

Firma Değeri (milyon TL)

257.359

Fili Dolaşım PD (milyon TL)

26.003

Ödenmiş Sermaye (milyon TL)

3.500

Dolaşımdaki Paylar

613

Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)

En Son

64,2

3 Ay Önce

63,3

İşlem Hacmi

1H

1A

3A

1'

Ortalama İşlem Miktarı (000)

16.148

22.894

26.825

23.748

Ortalama İşlem Hacmi (000TL)

911.738

1.299.031

1.463.784

1.262.432

Fiyat Aralığı (TL/hisse)

55,7-57,15

55,7-57,95

48,12-57,95

43,48-62,4

Hisse Performansı

1A

3A

6A

12A

Nominal Getiri

%3

%13

-%3

%28

BİST-100'e Göre Rölatif Getiri

%0

%10

-%14

%13

* 30/12/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

5G İhalesi: Türkiye'nin 5G spektrum ihalesi, toplam ~USD2,9mlr (KDV dahil ~USD3,5mlr) gelirle tamamlanmış; bu tutar asgari rezerv bedel olan ~USD2,1 mlr'nin (KDV dahil ~USD2,5mlr) sınırlı ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir. Turkcell, Türk Telekom ve Vodafone, 700MHz ve 3,5GHz bantlarında 2042'ye kadar geçerli spektrum haklarını edinmiştir.

Son dönem sonuçlar ve finansal görünüm: 2021 sonu / 2022 başında başlayan yüksek enflasyonist ortamın ardından; güçlü abone kazanımları, yıllık müşteri sözleşmelerinin yenilenmesi (upsell çalışmaları ve artan faturalı abone oranı ile desteklenen) ve fiyat ayarlamalarının finansallara gecikmeli yansması sayesinde sektör temelleri 2023 sonu / 2024 başından itibaren güçlü bir reel toparlanma sergilemiştir. 9A25 itibarıyla ise Turkcell ve Türk Telekom, sırasıyla %12 ve %14 reel gelir büyümesi kaydetmiştir.

FAVÖK performansı ise ağırlıklı olarak fiyat yansımalarının zamanlaması ve temel maliyet yapılarındaki farklılıklar nedeniyle ayrılmıştır. Türk Telekom'un FAVÖK büyümesi (Yıllık: +%26) gelir artışının üzerine çıkarken, Turkcell de keza yıllık +%15 ile güçlü bir reel FAVÖK artışı açıklamıştır. Net kâr tarafında Turkcell, 3Ç24'te Lifecell satışından kaynaklanan tek seferlik yüksek baz etkisi (Eyl25 satın alma gücü cinsinden TL15mlr) nedeniyle yıllık -%51 düşüş kaydetmiştir. Tek seferlik giderler hariç tutulduğunda, temel net kâr büyümesi yıllık +%26 seviyesinde gerçekleşmiş; bu performans kısmen yüksek finansman giderleri ve daha yüksek efektif vergi oranı ile sınırlanmıştır. Buna karşılık, Türk Telekom'un net kârı %69 yıllık artış göstermiş; bu artış güçlü operasyonel kaldıraç, daha düşük finansman maliyetleri ve gerileyen efektif vergi oranı ile desteklenmiştir.

Bilanço metrikleri her iki operatör için de Eyl25 itibarıyla sağlıklı görünmektedir. Operasyonel performanstaki normalleşme ile birlikte her iki şirket de raporlanan kaldıraç oranlarını iyileştirmiştir. Raporlanan Net Borç/FAVÖK oranları Turkcell için 0,5x (düzeltilmiş: 0,2x) ve Türk Telekom için 0,6x (düzeltilmiş: 0,6x) seviyesindedir. Turkcell, bizim düşüncemize göre, 5G yatırım döngüsüne daha güçlü bir bilanço ve daha düşük net kaldıraçla girerken; Türk Telekom ise 5G ile birlikte imtiyaz (concession) kaynaklı Yatırım Harcaması da içeren daha geniş bir yatırım gündemi ile karşı karşıyadır. Bununla birlikte, Türk Telekom'un kaldıraç seviyesinin de yönetilebilir düzeyde kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Fiyat telafisinden kalite odaklı büyümeye, Türkiye mobil pazarında yapısal bir dönüşüm:

Bizim düşüncemize göre 2025 yılı, Türkiye mobil pazarında enflasyon üzerinde ARPU büyümesinin zirve yaptığı yıl olarak öne çıkmakta; bu yıldan itibaren sektör, fiyat artışına dayalı toparlanma sürecinden çıkarak müşteri karması ve churn yönetimi odaklı daha sürdürülebilir bir büyüme modeline geçiş yapmaktadır. Bu dönüşüm, yapısal olarak premium konumlanması güçlü ve müşteri elde tutma kabiliyeti yüksek operatörleri daha avantajlı bir konuma taşımaktadır. Bununla birlikte, 2026 yılı özelinde Türk Telekom'un daha düşük reel ARPU büyümesine işaret eden beklentileri, fiyatlama disiplinine net bir geçişten ziyade rekabetçi fiyatlamasının sürdürülmesine yönelik bir isteğe de işaret ediyor olabilir. Rekabetin yüksek seyretmeye devam etmesi durumunda, churn dinamikleri üzerindeki baskının sürmesi muhtemel olup, bunu fiyat telafisi sonrası dönemde önemli bir risk faktörü olarak değerlendiriyoruz.

Telekom sektörü, defansif iş modeli ve sözleşmeye dayalı gelir yapısı ile öne çıkmakla birlikte, enflasyonist döngülerin ilk 1–2 yılında, maliyet artışlarına karşı fiyat yansımalarının sözleşme yenileme döngüleri nedeniyle gecikmesi sebebiyle geçici kârlılık baskılarına maruz kalabilmektedir. Bununla birlikte, son on yılın analizi, sektör oyuncularının bu yapısal gecikmeyi geçmişe kıyasla çok daha etkin yönettiklerini ve bunun daha dayanıklı bir finansal performansla sonuçlandığını göstermektedir. 2016 sonrası dönemi, kalıcı kur değer kaybı ve enflasyonist makro ortamla şekillenen bir rejim değişimi olarak ele aldığımızda, Türkiye telekom sektörünün son sekiz yılda ortalama %1,1 civarında reel büyüme ürettiğini hesaplıyoruz.

Her ne kadar 2022–2023 yılları, enflasyonun zirve yaptığı dönemler olarak tekil bazda reel daralmaya işaret etse de, AOSM perspektifiyle bakıldığında, gecikmeli fiyat yansımalarını takiben reel büyüme ivmesini yeniden tesis eden bir toparlanma fazı net şekilde görülmektedir. Bu toparlanma yalnızca fiyatlama kaynaklı değil; abone artışı ve yükselen veri kullanımı ile de desteklenmektedir. Bu yapı, birçok sanayi sektöründe gözlemlenmeyen belirgin bir yapısal dayanıklılığa işaret etmektedir. Telekom sektörünün sözleşmeli gelir tabanı, inelastik talep profili ve yapısal olarak artan veri tüketimi – mobil kullanım yaşının giderek düşmesiyle de desteklenerek – enflasyonist şoklara rağmen uzun vadeli reel büyüme kapasitesinin korunmasını mümkün kılmaktadır.

Bu çerçevede, Türkiye telekom hisselerinin mevcut değerlemelerinin, sektörün fiyatlama gecikmelerini takiben reel büyümeyi yeniden tesis etme kabiliyetini yeterince yansıtmadığı kanaatindeyiz. Fiyat ayarlamalarının finansallara giderek daha net yansımaları ve operasyonel ivmenin görünür hâle gelmesiyle birlikte, bu değerlendirme açığının önümüzdeki yıllarda kademeli olarak kapanması için alan bulunduğunu düşünüyoruz. Aşağıdaki tablo yıl-sonu figürlerini sunmaktadır.

Mobil ARPU / (Düzeltilmemiş)	Ara17	Ara18	Ara19	Ara20	Ara21	Ara22	Ara23	Ara24	Ara25T	Ara26T
TL										
Turkcell	30	34	42	46	51	79	145	243	374	482
Türk Telekom	28	31	33	37	42	63	118	210	301	392
Vodafone	29	32	36	41	46	68	129	238	341	437
Sektör	29	32	37	41	46	70	131	230	339	437
Nominal YBBO % (Baz: Ara25)	8y	7y	6y	5y	4y	3y	2y	Yıllık		
Turkcell	37%	41%	44%	52%	64%	68%	61%	54%		
Türk Telekom	35%	39%	45%	52%	64%	68%	60%	43%		
Vodafone	36%	40%	45%	53%	65%	71%	63%	44%		
Sektör ort. YBBI	36%	40%	45%	53%	65%	69%	61%	47%		
Türkiye Enflasyon YBBO	35%	37%	41%	47%	50%	46%	38%	31%		
Türkiye Enflasyon	11,9%	20,3%	11,8%	14,6%	36,1%	64,3%	64,8%	44,4%	31,0%	24,5%
Sector ARPU - Reel Büyüme	1,1%	2,4%	2,3%	3,5%	9,4%	15,6%	17,1%	12,4%		
USD/TL YBBO (YS)	35%	35%	38%	41%	45%	33%	29%	20%		
TL'nin USD'ye karşı değer kaybı (YS)	20,7%	32,2%	17,7%	23,5%	26,7%	87,1%	43,0%	38,0%	20,4%	21,1%
Sektör ARPU - USD büyümesi	1,0%	3,7%	4,7%	8,0%	13,4%	26,6%	25,0%	22,3%		

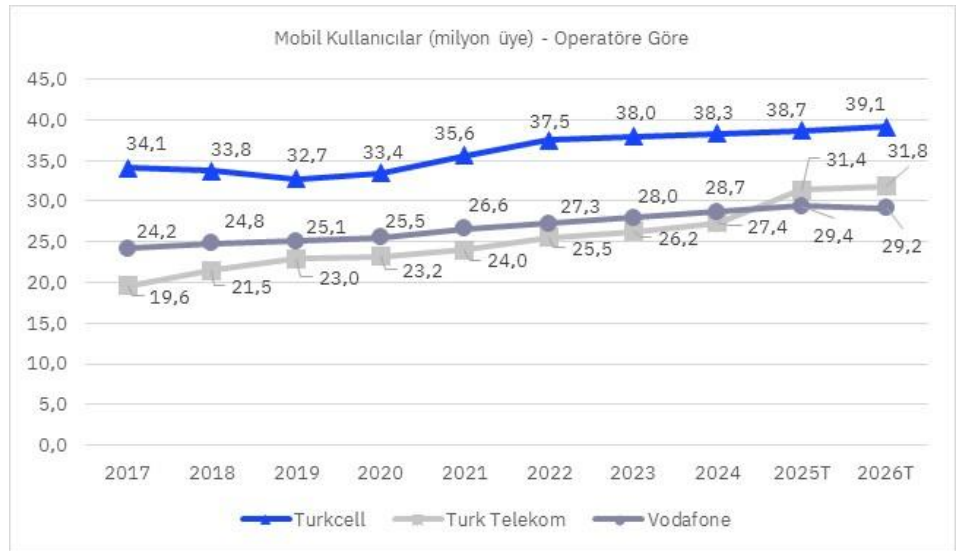
Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

Pandemi sonrası dönemde, mobil penetrasyondaki artışa paralel olarak tüm operatörlerde abone sayıları büyümeye devam etmiştir. Bu eğilim, uzaktan çalışma modellerinin yaygınlaşması, IoT kullanımının hızlanması ve veri yoğun dijital hizmetlerin artmasıyla desteklenen; çevrimiçi kalmaya yönelik yapısal talebin yükselişini yansıtmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye’deki mobil penetrasyon seviyelerini, küresel verilerle kıyasladığımızda uzun vadeli büyüme açısından anlamlı bir potansiyel sunduğunu düşünüyoruz. (bkz. sonraki sayfa)

Aşağıdaki tabloda ise, operatör bazında mobil abone dağılımı ile birlikte önümüzdeki yıla ilişkin tahminlerimizi sunmaktayız. 2025 beklentilerimiz 3Ç ve 4Ç dönemlerine ilişkin operasyonel gözlemlerimize dayanmakta olup, en güncel resmi veri seti BTK tarafından yayımlanan 2Ç25 verilerini yansıtmaktadır.

Mobil pazar parçalı bir yapıya sahip değildir ve en büyük üç oyuncunun belirgin bir hakimiyeti söz konusudur...

Tablo 1: Mobil Kullanıcılar – Operatör Bazında



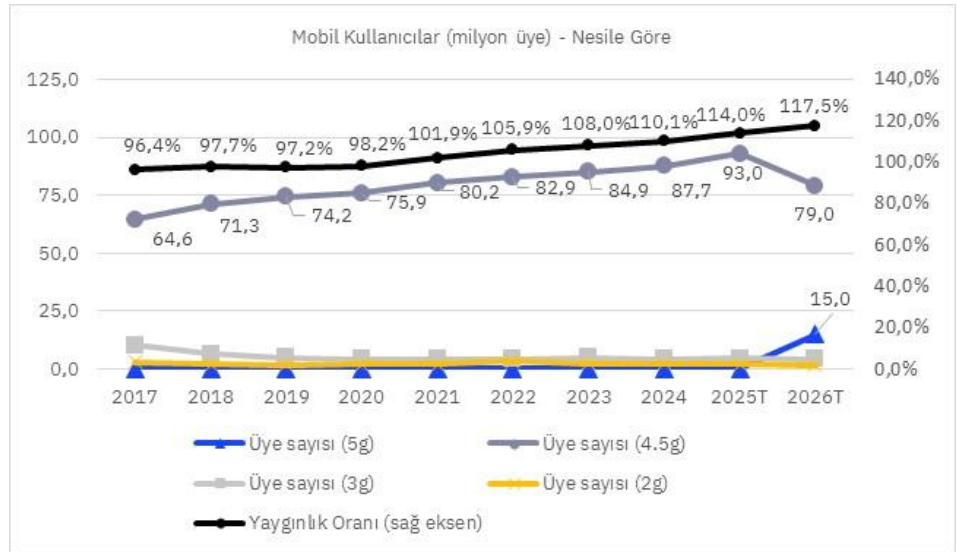
Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

Penetrasyondaki artışa paralel olarak, son on yılda tüm operatörler mobil abone sayılarını artırmıştır. Bu dönemde Turkcell ve Türk Telekom, 2017’den bu yana sırasıyla yaklaşık ~5mn ve ~11mn mobil abone kazanımı sağlamıştır. Son iki yılda uygulanan agresif fiyatlandırma kampanyalarının etkisiyle, Türk Telekom güçlü bir abone ivmesi yakalamıştır.

3Ç25’te ~2,3mn net mobil abone artışı sonrasında Türk Telekom, Türkiye mobil pazarında Vodafone’u geride bırakarak ikinci sıraya yükselmiştir. Bu değerlendirme Türk Telekom’un 3Ç verilerine ve bizim gözlemimize dayanmaktadır; BTK tarafından yayımlanacak resmi 3Ç25 mobil abone verileri henüz açıklanmamıştır.

2026 sonrasındaki dönemde, 4.5G'nin 5G ile ikamesinin, 3G'den 4.5G'ye geçişte olduğu gibi hızlı bir dönüşümden ziyade, kademeli bir süreç şeklinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Tablo 2: Mobil Kullanıcılar – Nesile göre



Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

2Ç25 itibarıyla Avrupa'da mobil penetrasyonun en yüksek olduğu ülkeler Finlandiya (%162), Danimarka (%153), Avusturya (%150), Hollanda (%148) ve Birleşik Krallık (%145) olarak öne çıkmaktadır. AB genelinde ortalama mobil penetrasyon oranı %134 seviyesindeyken, Türkiye'de bu oran 2Ç25 itibarıyla %113 ile anlamlı ölçüde daha düşüktür. Bu çerçevede, Türkiye'nin hem bireysel hem de kurumsal segmentlerde, penetrasyon artışı ve değişen kullanım dinamikleriyle desteklenen kayda değer bir mobil abone büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz.

Hatırlanacağı üzere, 4.5G hizmetleri 1 Nisan 2016 tarihinde devreye alınmıştır. 3G'den 4.5G'ye geçiş oldukça hızlı gerçekleşmiş; ilk yıl içinde geçişin %90'dan fazlası tamamlanmıştır. Bu hız, 4.5G'nin 3G'ye kıyasla günlük kullanımda sunduğu belirgin hız artışı ve kullanıcı deneyimi iyileşmesinden kaynaklanmıştır. Buna karşılık, 5G'nin ilk devreye alındığı dönemde sektör gelirleri veya marjlar üzerinde anlamlı bir yukarı yönlü etki yaratmasını beklemiyoruz. Bunun temel nedeni, 5G'nin teorik olarak daha yüksek azami hızlar sunmasına rağmen, mevcut 4.5G deneyiminin hâlihazırda çoğu kitlesel kullanıcı için yeterli performansı sağlamasıdır. Bu durumun ayrışan bir kullanıcı deneyimi üzerinden ek fiyatlandırma yapılabilmesini kısa vadede sınırlandırdığını düşünüyoruz.

Türkiye'de 5G uyumlu cihazların toplam cihazların ~%25'ini oluşturduğu varsayımıyla, 2026'da bu kitlenin yaklaşık yarısının 5G'ye geçebileceğini varsayıyoruz. 5G'den kısa vadede değer yaratımının, kitlesel tüketici mobilitesinden ziyade; özel şebekeler, düşük gecikme gerektiren uygulamalar ve IoT tabanlı çözümler gibi kurumsal odaklı kullanım alanlarında yoğunlaşması daha olası görünmektedir. Dolayısıyla, mevcut aşamada 5G yatırımlarını, yakın vadeli bir büyüme katalistinden ziyade, şebeke rekabetçiliğini ve hizmet kalitesini korumaya yönelik savunmacı bir gereklilik olarak değerlendiriyoruz. 5G'den anlamlı finansal katkının ise kurumsal talebin güç kazanmasıyla daha uzun vadede ortaya çıkmasını bekliyoruz.

5G İhalesi: Spektrum maliyetlerinin rezerv fiyatlara yakın seviyelerde kalması, kısa vadede bilanço ve nakit akışı üzerindeki baskıyı sınırlamaktadır. Bu sonuç, operatörlerin temel yükümlülüklerin ötesinde ilave Yatırım Harcaması için sınırlı alanı olduğu bir ortamda, temkinli bir sermaye tahsisi yaklaşımını yansıtmaktadır. Lisans bedellerinin beklenenden yüksek olmaması, sermayenin peşin finansal yükümlülükler yerine şebeke yayılımı ve gelir yaratımına yönelik alanlara daha verimli şekilde yönlendirilmesine imkân tanımaktadır.

Ayrıca, üç büyük operatör arasında büyük ölçüde simetrik bir spektrum dağılımı, rekabetçi bozulmaları sınırlayarak eşit bir oyun alanının korunmasına katkı sağlamaktadır. Kullanım haklarının 2042 yılına kadar geçerli olması, spektruma bağlı yatırımlar açısından uzun vadeli görünülük sağlamakta ve düzenleyici riski sınırlı tutmaktadır. Genel olarak, ihalenin spektrum güvenliği ile finansal disiplin arasında dengeli ve yapıcı bir sonuç ortaya koyduğunu değerlendiriyoruz. Spektrum maliyetlerinin kontrol altında kalmasıyla birlikte, odak noktasının uygulama riski (yayılım hızı, kapsama yükümlülükleri vb.) ve gelir yaratım mekanizmalarına (ARPU artışı, IoT, FWA vb.) kayması beklenmektedir.

Spektrum bedelleri Oca26, Ara26 ve May27 tarihlerinde olmak üzere üç taksit halinde ödenecektir. Nis29'dan itibaren, operatörlerin yıllık mobil gelirlerinin %5'ini BTK'ya ödemesi gerekecek olup, spektrum kullanım hakları Ara42'ye kadar geçerlidir. 5G altyapısında %60'a kadar yerli ürün ve %30 oranında ulusal olarak geliştirilen ekipman kullanımını zorunlu kılan yerli içerik gereklilikleri, yerli kabiliyetlerin gelişimini destekleyebilmekle birlikte, teknik bilgi birikimi veya ekosistem olgunluğundaki sınırlılıkların entegrasyon maliyetlerini artırması ya da operasyonel verimsizliklere yol açması halinde, uygulama karmaşıklığı ve zamanlama/maliyet riski de yaratabilir. 2029 sonrası %5 gelir paylaşımı yükümlülüğünün, sektör marjları üzerinde anlamlı bir baskı yaratmasını beklemiyoruz. Uzun vadede sektör için ana katalistlerin; veri monetizasyonunun artması, şebeke verimliliği kazanımları ve özellikle üretim ve lojistik gibi alanlarda kurumsal odaklı fırsatlar etrafında şekillenmesini öngörüyoruz.

Toplam 5G ihale bedeli: ~USD2,9mlr + KDV = ~USD3,5mlr // (~USD3,8mlr + KDV olan tahminimizin ve piyasa beklentilerinin altında)

700MHz bandı (kapsama spektrumu): Toplam: USD1.280 mn // Turkcell Paket A1 için USD429mn teklif verdi // Vodafone Paket A2 için USD426mn teklif verdi // Türk Telekom Paket A3 için USD425mn teklif verdi

3.5GHz bandı (kapasite spektrumu): Toplam: USD624mn // Turkcell Paket B1 için USD214mn teklif verdi // Türk Telekom Paket B2 için USD209mn teklif verdi // Vodafone Paket B3 için USD201mn teklif verdi

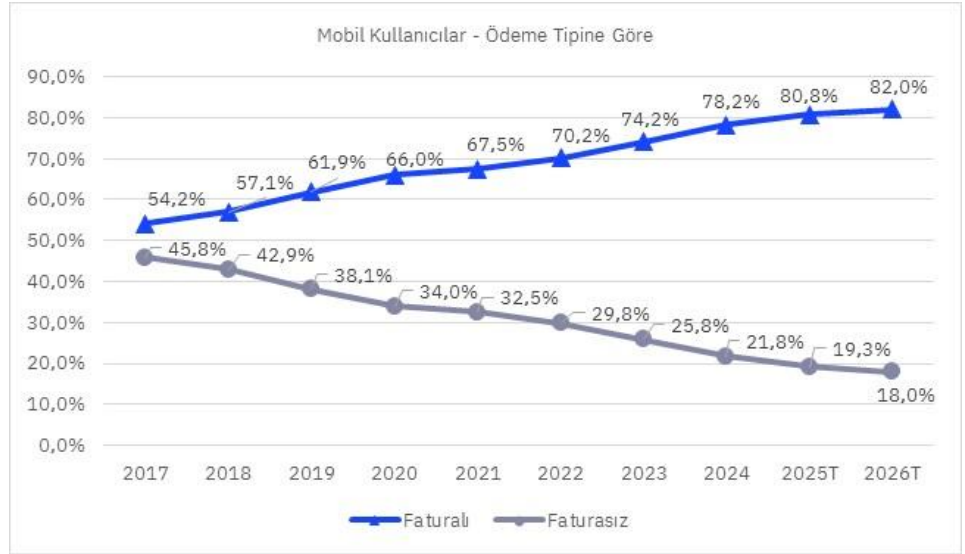
B4: Toplam=Turkcell=USD187mn // **B5:** Toplam=Turkcell=USD186mn // **B6:** Toplam=Turkcell=USD208mn // **B7:** Toplam=Türk Telekom=USD212mn // **B8:** Toplam=Türk Telekom=USD248mn

Toplam maliyet (KDV hariç) Turkcell için ~USD1,2mlr (Gedik: ~USD1,5mlr), Türk Telekom için ~USD1,1mlr (Gedik: ~USD1,3mlr) ve Vodafone için ~USD0,6mlr (Gedik: ~USD1,0mlr)

5G hizmetlerinin ticari kullanımı 1 Nisan 2026 tarihinde başlayacaktır.

Faturalı abone sayısındaki yukarı yönlü trendin önümüzdeki dönemde de devam etmesini bekliyoruz. Bu eğilim, sektör genelinde ARPU kalitesini, gelir görünürlüğünü ve marj dayanıklılığını desteklemektedir. 2Ç25 itibarıyla Avrupa’da faturalı abone penetrasyonunun en yüksek olduğu ülkeler Fransa (%93), Finlandiya (%92), Belçika (%92), İsviçre (%90) ve Norveç (%88) olarak öne çıkmaktadır. Avrupa genelinde ortalama faturalı penetrasyon oranı yaklaşık %85 seviyesindeyken, Türkiye’de bu oran %80 civarında olup ilave büyüme alanına işaret etmektedir. Abone karmasındaki iyileşme, tarihsel olarak sektör oyuncularının operasyonel kârlılığını destekleyen önemli bir unsur olmuştur.

Tablo 3: Mobil Kullanıcılar – Ödeme Tipine Göre



Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

Bu çerçevede, 2017–2020 döneminde (TL’de aşırı hızlanan değer kaybının başlamasından ve enflasyonist baskıların sektör kârlılığını anlamlı şekilde bozmasından önce), operatörlerin ROIC seviyeleri, artan maliyet baskılarına rağmen ~+7 puan artış göstermiştir. Dikkat çekici şekilde, bu dönem TL’de ~%90’lık değer kaybı ve ~+7 puanlık ort. enflasyon artışı ile aynı zamana denk gelmiş olup, enflasyonist şok öncesi bir tür “ön ısınma” evresi niteliği taşımaktadır. ROIC’teki bu iyileşmenin temelinde ise, faturalı abone oranında ~+12 puanlık artış yer almakta; bu da ARPU kalitesini, gelir görünürlüğünü ve sermaye verimliliğini belirgin şekilde desteklemiştir. 2022–2023 enflasyonist şoku sırasında Türk Telekom, gecikmeli fiyat yansımaları ve yükselen maliyetler nedeniyle belirgin bir operasyonel baskı yaşamıştır. Bu durum, Türk Telekom’un büyük ölçüde sabit genişbant ağırlıklı gelir yapısından kaynaklanmış; daha uzun fiili sözleşme vadeleri (tarihsel olarak ~24 ay; son dönemde ~12–15 aydan ~18 aya doğru uzayan yapı), rakiplere kıyasla fiyatlama çevikliğini sınırlamış ve fiyat yansımalarının hızını düşürmüştür. Bu doğrultuda, Türk Telekom’un FAVÖK marjı 2020’deki %48 seviyesinden 2022’de %40’a, 2023’te %34’e gerilemiş; ardından 2024’te %39’a ve 2025T’de tahmini %42’ye toparlanmıştır. Turkcell ise, bu dönemde daha dayanıklı ve istikrarlı bir marj profili sergilemiştir. Mobil ağırlıklı gelir karması, daha kısa ort. sözleşme süreleri (~12 ay) ve daha çevik fiyatlama ile desteklenmiştir. FAVÖK marjı, 2017’de %35 seviyesinden 2020’de %42’ye yükselmiş, 2022’de %41 civarında yatay seyretmiş ve 2024’te %42’ye ulaşmıştır. 2025T için ise yaklaşık %43 seviyesinde ilave bir genişleme beklenmektedir.

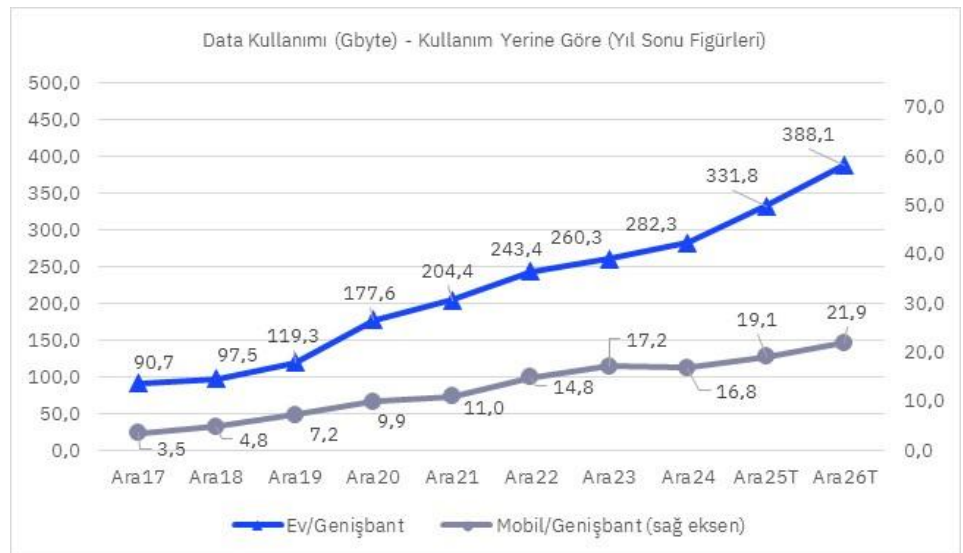
Türkiye’de veri talebinin, görece genç demografik yapı ve hızla evrilen tüketim alışkanlıkları tarafından desteklenerek, önümüzdeki yıllarda da güçlü bir büyüme eğilimini sürdürmesini bekliyoruz. Artan veri kullanımı, telekom operatörleri için temel bir kârlılık itici gücü olmaya devam etmekte; ARPU büyümesini desteklemekte, premium paketlere geçişi hızlandırmakta ve daha sağlıklı bir gelir karmasının sürdürülmesine katkı sağlamaktadır.

Genç kullanıcılar arasında, canlı yayın, oyun toplulukları ve gerçek zamanlı sosyal içerikler gibi etkileşimli dijital platformların artan kullanımı, trafik desenlerini yeniden şekillendirmektedir. Bu hizmetler, geleneksel medyaya kıyasla çok daha yüksek bant genişliği ve daha uzun oturum süreleri gerektirmektedir. Buna paralel olarak, oyun sektöründeki güçlü ivme ve canlı yayıncılığın doğrusal kanallardan dijital platformlara kayışı, orta vadede veri yoğunluğunu daha da artırması beklenen unsurlar arasındadır.

Önemli olarak, artan veri talebi artık yalnızca genç kullanıcı gruplarıyla sınırlı değildir. Dijital tüketim alışkanlıkları, sosyal ve video tabanlı platformlarda geçirilen sürenin geleneksel TV ve radyonun yerini almasıyla birlikte, X Kuşağı’na da yayılmıştır. Sonuç olarak, kişi başı veri tüketimi neredeyse tüm yaş gruplarında anlamlı ölçüde artmış; bu durum operatörler için talep tabanını genişletmiştir. Veri kullanımındaki yapısal artış eğiliminin korunmaya devam ettiğini; bunun da zaman içinde ARPU kalitesini ve premium paketlere geçişi desteklediğini düşünüyoruz.

Buna ek olarak, akıllı telefon donanımlarındaki gelişmeler, daha yüksek kaliteli fotoğraf ve video üretimini mümkün kılarken; görsel odaklı platformlar, daha zengin ve veri yoğun medya formatlarını teşvik etmektedir. Yüksek çözünürlüklü içeriklere doğru bu yapısal kayış, abone tabanının tamamında sürdürülebilir ve yaygın bir veri kullanımı artışını desteklemektedir.

Tablo 4: Veri Kullanımı – Tipine Göre (Yıl Sonu Figürleri)

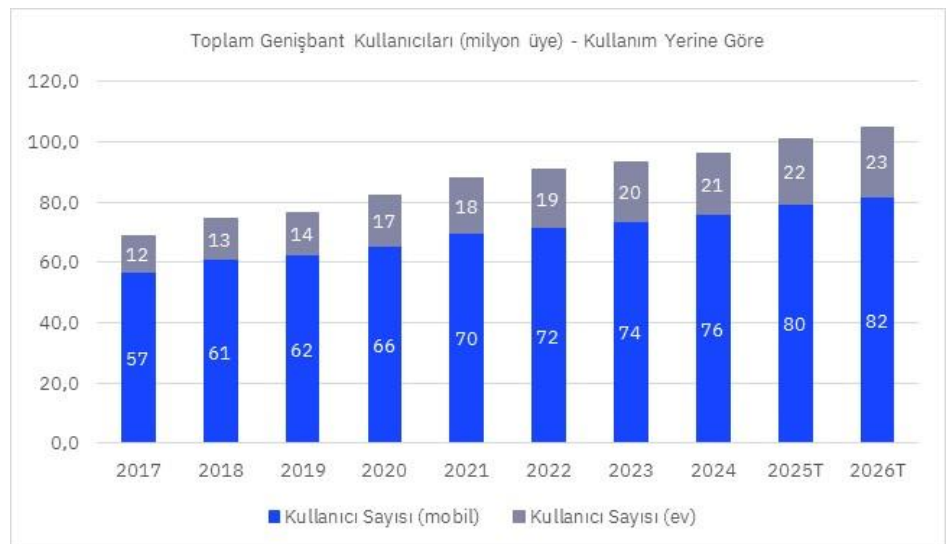


Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

Türkiye’de nüfusa göre sabit genişbant yaygınlık oranı %24,2 seviyesindeyken, OECD ortalaması %36,3 düzeyindedir. Mobil genişbant yaygınlığı ise Türkiye’de %89,5 iken, OECD ortalaması %137,8 seviyesindedir. Her iki alanda da güçlü büyüme potansiyeli bulunduğunu görüyoruz. Genç nüfus yoğunluğu ve kuşaklar arası kültürel dönüşümün, Türkiye’de genişbant yaygınlığını OECD ülkelerine kıyasla daha yüksek bir potansiyele taşıyabileceğini düşünüyoruz. Genç Türk nüfusunun internet kullanımına olan yüksek eğilimi, bu görüşü destekleyen temel unsurlardan biridir. “Digital 2026 Global Overview Report” verilerine göre Türkiye, birçok yapısal dijital kullanım metriğinde küresel ortalamaların belirgin şekilde üzerinde performans sergilemekte olup, bu durum Türkiye’yi benzer ekonomiler arasında en veri yoğun pazarlardan biri konumuna taşımaktadır. Günlük sosyal medya kullanım süresi 3 saat ile, küresel ortalama olan 2 saat 23 dakikanın anlamlı ölçüde üzerindedir; bu da platformlar genelinde daha yüksek etkileşim ve daha sık veri tüketimine işaret etmektedir. Benzer şekilde, Türkiye’de video penetrasyonu yaklaşık %98 seviyesinde olup, küresel ortalama olan %91’in üzerindedir. Bu durum, streaming, kısa video ve canlı içerik gibi yüksek bant genişliği gerektiren formatların ağırlıkta olduğu bir kullanım profilini desteklemektedir. Tüm bu eğilimler, Türkiye’nin genç demografik yapısı (medyan yaş 33, Avrupa’da ise yaklaşık 44) ile daha da güçlenmekte; bu yapı, dijital davranışları oyun, canlı yayın ve etkileşimli platformlar gibi yüksek veri tüketimi yaratan segmentlere yönlendirmekte ve yapısal olarak yüksek veri trafiğini beraberinde getirmektedir.

Buna ek olarak, Türkiye belirgin bir mobil-öncelikli kullanım profili sergilemekte; internet aktivitelerinin küresel normlara kıyasla daha büyük bir bölümü mobil cihazlar üzerinden gerçekleşmektedir. Yüksek mobil etkileşim düzeyi, güçlü sosyal medya ve video tüketimi ile oyun ve canlı yayın platformlarının ortalamasının üzerindeki penetrasyonu bir araya geldiğinde, Türkiye pazarı veri odaklı gelir büyümesi açısından yapısal olarak daha güçlü bir ortam sunmaktadır. Telekom operatörleri açısından bu yapı; ARPU artışında sürdürülebilir bir ivmeye, premium veri paketlerine geçişin hızlanmasına ve abone büyümesinin doğal olarak yavaşladığı yüksek penetrasyonlu bir pazarda dahi veri yoğunluğuna dayalı uzun soluklu bir büyüme alanına işaret etmektedir.

Tablo 5: Veri Kullanımı (Gbyte) – Tipine Göre (Yıl Sonu Figürleri)



Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

Segmentler Bazında Pazar Payı / Rekabet Dinamikleri: BTK tarafından yayımlanan en güncel veri seti olan 2Ç25 itibarıyla, Türk Telekom sabit genişbant pazarında abone sayısı bazında %53,7, gelir bazında ise %56,6 pazar payına sahiptir. Bu görünüm, Türk Telekom'un sabit genişbant tarafındaki güçlü konumlanmasını ortaya koymaktadır. Buna karşılık, Turkcell sabit genişbant abonelerinin %15,2'sini, sektör gelirlerinin ise %14,3'ünü oluşturmaktadır. Bunun yanında, küçük ölçekli genişbant oyuncularının pazar payında anlamlı bir artış gözlemlenmektedir.

Sabit genişbant pazarının, mobil segmente kıyasla yapısal olarak daha parçalı bir yapıya sahip olması, artan rekabet yoğunluğu nedeniyle uzun vadeli kârlılık açısından aşağı yönlü riskler barındırmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu parçalı yapı, özellikle konsolidasyon ve varlık alımları yoluyla, büyük ölçekli operatörler için inorganik büyüme opsiyonelliği de yaratmaktadır.

Bu çerçevede, fiber penetrasyonu ve toptan dinamikler, sabit genişbant pazarında temel bir stratejik ayrıştırıcı unsur olmaya devam etmektedir. 3Ç25 itibarıyla Türk Telekom'un fiber abone sayısı ~14,2mn seviyesinde olup, bunun ~6,3mn'u FTTH (sokak/apartmanla sınırlı kalmayıp; eve kadar çekilmiş hat gibi düşünülebilir) bağlantılardan oluşmaktadır. Yönetim, 2030'a kadar FTTH abone sayısını ~13mn seviyesine çıkarmayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda, FTTH/B oranı, 2020 yıl sonundaki %37 seviyesinden güncel olarak yaklaşık %44'e yükselmiş olup, fiber yayılımının hızlanmasıyla birlikte ilave yukarı yönlü potansiyel barındırmaktadır. Bu karmadaki iyileşmenin, daha yüksek ARPU, daha düşük churn ve daha güçlü uzun vadeli sermaye verimliliği sağladığını; aynı zamanda Türk Telekom'un toptan fiber erişimdeki yapısal avantajını daha da pekiştirdiğini düşünüyoruz. Küçük ölçekli genişbant oyuncularının pazar payı kazanmaya devam etmesi durumunda ise, fiber altyapısının toptan kiralınması, Türk Telekom açısından kârlılığı dengeleyici önemli bir unsur olmaya devam ederek perakende segmentteki rekabet baskısını kısmen telafi edebilir.

Buna karşılık, Turkcell'in daha sınırlı ancak tamamı FTTH tabanlı olan fiber abone tabanı (~2,5mn abone), saf FTTH perakende konumlanmasını ve yüksek hizmet kalitesini desteklemektedir. Ancak bu yapı, Türk Telekom'un ülke geneline yayılmış altyapı platformuna kıyasla daha sınırlı bir toptan opsiyonellik sunmaktadır. Öte yandan, Turkcell'in fiber take-up oranı %42,6 ile (Türk Telekom'da %39,8) sektörün üst bandında yer almakta; bu da ağ kalitesinin somut bir müşteri kazanımı avantajına dönüştürülebildiğini göstermektedir.

Genişbant/Pazar Payları kullanıcı sayısına göre	2022	2023	2024	2025T	2026T
Türk Telekom	56,4%	56,2%	53,8%	53,8%	53,6%
Turkcell	14,6%	15,1%	15,2%	15,2%	15,1%
Vodafone	7,4%	7,2%	6,9%	6,5%	6,2%
Turksat	6,5%	6,5%	6,9%	7,0%	7,1%
Turknet	4,8%	5,1%	5,8%	6,3%	6,7%
Andromeda (D-Smart)	2,9%	2,4%	1,8%	1,5%	1,5%
Millenicom	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
Diğer	5,6%	5,6%	7,6%	7,9%	8,0%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Genişbant/Pazar Payları gelire göre	2022	2023	2024	2025T	2026T
Türk Telekom	58,0%	57,3%	56,8%	56,6%	56,4%
Turkcell	14,1%	14,3%	13,0%	14,3%	14,1%
Vodafone	7,8%	8,5%	9,0%	9,3%	9,0%
Turksat	1,9%	1,9%	3,1%	3,3%	3,4%
Turknet	5,3%	6,5%	7,0%	6,3%	6,7%
Andromeda (D-Smart)	2,0%	2,4%	1,6%	1,5%	1,5%
Millenicom	1,6%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Diğer	9,3%	7,0%	7,3%	6,8%	6,9%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

2Ç25 itibarıyla, mobil abone sayısı bazında Turkcell %40,1 pazar payı ile lider konumda yer alırken, Türk Telekom %29,6 ile ikinci sırada, Vodafone ise %30,3 pazar payı ile üçüncü sırada bulunmaktadır. Türkiye mobil pazarının parçalı olmayan, oligopolistik yapısı dikkate alındığında, bu segmentte uzun vadeli kârlılık açısından anlamlı bir aşağı yönlü risk görmüyoruz. 3Ç döneminde ağırlıklı olarak rekabetçi fiyatlara ve kullanıcı deneyimi olarak daha da pozitifleşen algıya bağlı olarak Türk Telekom'un güçlü abone kazanımları gerçekleştirmesinin ardından yıl sonu pazar payında anlamlı artış potansiyeli görüyoruz.

Mobil/Pazar Payları kullanıcı sayısına göre	2022	2023	2024	2025T	2026T
Turkcell	41,5%	41,2%	40,6%	38,9%	39,1%
Türk Telekom	28,3%	28,4%	29,0%	31,6%	31,8%
Vodafone	30,2%	30,4%	30,4%	29,5%	29,1%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak: BTK, Gedik Yatırım, Şirket Sunumları

Son 2–3 yıllık döneme bakıldığında, Turkcell'in abone tabanını daha kademeli şekilde, büyük ölçüde penetrasyon kaynaklı büyümeye paralel olarak genişlettiği görülmektedir. Buna karşılık, Türk Telekom hem penetrasyon rüzgârlarından faydalanmış hem de trade-down etkisinden ve artan bağlantı kalitesinden fayda sağlayabilmiş olup; özellikle 2024–2025 döneminde uygulanan agresif müşteri kazanım kampanyaları sayesinde de abone tabanında belirgin bir sıçrama gerçekleştirmiştir. Bu ivme, esas olarak Turkcell'e kıyasla var olan belirgin fiyat farkı sayesinde ve buna eşlik eden ağ kalitesine yönelik algıdaki iyileşmenin de katkısıyla, Türk Telekom'un anlamlı bir müşteri kaybı baskısı yaşamadan abone kazanmasını mümkün kılmıştır. Söz konusu abone kazanımları, gecikmeli fiyat yansımaları ve fiyat telafisi sürecinde oluşan operasyonel kaldıraç sayesinde, marj genişlemesiyle eş zamanlı olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, son dönemde fiyat farkının anlamlı ölçüde daralmış olması, bundan sonraki abone kazanımlarının hizmet kalitesi, müşteri deneyimi ve elde tutma performansına daha duyarlı hâle geleceğine işaret etmektedir. Operatörler arasındaki fiyat seviyelerinin yakınsamasıyla birlikte, önümüzdeki 18–24 aylık dönemde churn yönetiminin Türk Telekom açısından giderek daha kritik bir unsur hâline geleceğini düşünüyoruz. Aksi takdirde, 2027 civarından itibaren ARPU kalitesi ve müşteri bağlılığı dinamiklerinin daha olumsuz bir seyre dönme riski bulunmaktadır; bu riskin etkin upsell stratejileri ve sözleşme vadelerinin uzatılması yoluyla dengelenmesi gerekecektir.

Buna ek olarak, Vodafone'un 5G spektrumu kazanımı, şebeke kapsamı ve hizmet kabiliyetini artırarak, önümüzdeki yıl rakiplerine kıyasla daha rekabetçi bir konumlanma sağlamasına katkıda bulunabilir. Bu çerçevede, Turkcell'in, fiyatlama kaynaklı churn baskılarını büyük ölçüde önceki yılda absorbe etmiş olması nedeniyle, söz konusu rekabet dinamiklerine görece daha az kırılgan olduğunu düşünüyoruz.

Gözlemlerimize göre; mobil tarafta daha erken fiyatlama uygulaması, Turkcell'in gelir tarafında daha hızlı bir toparlanma sağlamasına imkân tanımış; ancak bu durum rakiplere kıyasla daha yüksek churn ile birlikte gerçekleşmiştir. Buna karşılık, Türk Telekom'un daha yavaş fiyatlama yaklaşımı, aynı dönemde daha güçlü abone kazanımları ile sonuçlanmıştır. Müşteri sadakatinin yapısal olarak zayıfladığı bir pazarda, kısa vadeli pazar payı dalgalanmalarından ziyade, uzun vadeli fiyatlama disiplini ile etkin churn yönetiminin, sürdürülebilir değer yaratımının asıl belirleyicileri olduğunu düşünüyoruz.

Şirket Finansalları / 2025 Beklentileri: Türk Telekom, 2025 yılına ilişkin marj beklentisini bir kez daha yukarı yönlü revize etmiş olup, bu durum geçen yıla kıyasla daha güçlü bir FAVÖK marjına, ancak daha yüksek yatırım harcaması yoğunluğuna işaret etmektedir. Buna göre Şirket, IFRIC gelirleri hariç tutulduğunda %10 (korundu) yıllık ciro büyümesi (2024: %12 yıllık, 2023: %10 yıllık), %41,5 düzeltilmiş FAVÖK marjı (Önceki: %41 / 2024: %39,1 / 2023: %33,5) ve %29 yatırım harcaması/ciro oranı (Korundu / 2024: %25,7) öngörmektedir. Söz konusu beklentiler, müşteri sözleşmelerinde yapılan fiyat ayarlamalarının ardından operasyonel marjlarda güçlü bir yukarı yönlü normalleşmeye işaret etmektedir. Ayrıca hatırlatmak isteriz ki Türk Telekom, 2024 yılını genel olarak 2024 hedeflerinin üzerinde bir performansla tamamlamıştır. Gelirler hedeflerle uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK marjı ve yatırım harcaması yoğunluğu beklentilerden daha iyi gerçekleşmiştir.

Turkcell ise 3Ç sonuçlarının ardından (yaklaşık %32 yıllık enflasyon varsayımıyla) 2025 beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir. Buna göre Şirket, %10 reel gelir büyümesi (Önceki: %7–9 / 2024: %8 yıllık, 2023: %14 yıllık), %42–43 FAVÖK marjı (Önceki: %41–42 / 2024 Düzeltilmiş: %41,9 / 2023 Düzeltilmiş: %41,0) ve yaklaşık %23 operasyonel yatırım harcaması/ciro oranı (Önceki: ~%24) hedeflemektedir. Veri Merkezi & Bulut gelirlerinde yıllık ~%43 büyüme beklenmektedir (Önceki: %32–34).

Finansal modelleme çalışmalarımıza ilişkin detaylar için lütfen takip eden sayfalara bakınız.

Değerleme - Turkcell

Tablo 1: Turkcell - İndirgenmiş Nakit Akımları

TLmn	2025T	2026T	2027T	2028T	2028T	2028T
Hasılat	238.964	310.783	399.990	509.005	633.543	788.424
% Büyüme	43,4%	30,1%	28,7%	27,3%	24,5%	24,4%
FAVÖK	103.251	135.133	174.050	221.613	275.921	343.477
% Büyüme	47,9%	30,9%	28,8%	27,3%	24,5%	24,5%
FAVÖK Marjı	43,2%	43,5%	43,5%	43,5%	43,6%	43,6%
FVÖK	43.155	61.522	81.055	110.518	133.619	164.048
Vergi Giderleri	12.165	15.380	20.264	27.630	33.405	41.012
Vergi Oranı	28,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
VSNFK	30.990	46.141	60.791	82.889	100.215	123.036
VSNFK Marjı	13,0%	14,8%	15,2%	16,3%	15,8%	15,6%
Yatırım Harcamaları	82.443	167.497	164.717	175.607	218.572	272.006
Amortisman	60.095	73.611	92.996	111.095	142.301	179.429
İşletme Sermayesi Değişimi	11.671	2.529	2.742	4.019	3.332	4.344
Serbet Nakit Akımı	-3.029	-50.273	-13.672	14.358	20.612	26.114
AOSM	39,0%	29,8%	25,8%	24,5%	23,5%	22,6%
İndirgeme Faktörü	1,00	0,77	0,61	0,49	0,40	0,32
İNA	-3.029	-38.741	-8.373	7.063	8.210	8.486
Toplam İNA	130.770					
Sonsuz Büyüme Oranı	9,0%					
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	241.712					
Firma Değeri	372.482					
Net Borç*	44.799					
Finansal Varlıklar	24.461					
Özsermaye Yöntemiyle Değerlenen Varlıklar	3.953					
Şimdiki Değer	356.097					
Hisse Adedi	2.182					
Hisse Başına Şimdiki Değer	163,19					
Hisse Fiyatı	93,50					
Getiri Potansiyeli	75%					

Kaynak: Mali Tablolar, BTK, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Finansal modelimiz, 5G anlaşmasına ilişkin tam ödeme takvimiyle tamamen uyumlu olup 2042'ye kadar uzanmaktadır.

Turkcell için tahmin döneminde sabit geniş bantta %1, mobilde %1 abone büyümesi varsayıyoruz. 2026 yılı için düşük tek haneli reel ARPU büyümesi öngörmekteyiz; bu da (2026T TÜFE: %24,5 varsayımıyla) yaklaşık %6 reel gelir büyümesine karşılık gelmektedir. Uzun vadeli reel gelir büyümesi varsayımımız %4,9 olup, bu artış yalnızca Türkiye'de devam eden penetrasyon artışıyla değil, aynı zamanda katma değerli servislerden gelen ilave büyüme opsiyonlarıyla da desteklenmektedir.

Bu çerçevede, Turkcell'i giderek saf bir telekom operatörünün ötesinde, son on yılda inşa edilen fintech (özellikle Paycell) ve veri merkezi & bulut girişimlerinin anlamlı katkı sunacağı bir yapı olarak değerlendiriyoruz.

Ayrıca Google ile stratejik ortaklığın, Turkcell'in bölgesel dijital altyapı oyuncusu konumunu güçlendiren pozitif bir ayrıştırıcı olmasını bekliyoruz. Buna bağlı olarak, veri merkezi & bulut gelirlerinin uzun vadede toplam gelirlerin yaklaşık %10'una yaklaşabileceğini varsayıyoruz. Google ortaklığı, uzun vadeli, USD bazlı kira gelirlerine dayanan ve gelir görünürlüğünü ile çeşitliliğini anlamlı ölçüde artıran yapısıyla, Turkcell'in veri merkezi stratejisinde yapısal bir seviye atlamasına işaret etmektedir. İki taraflı yatırım yapısının (yaklaşık USD1mlr

Turkcell / USD2mlr Google, 6 yıla yayılı) bilanço üzerinde baskı yaratmasını beklemezken; toplam veri merkezi gücünün 2032'ye kadar 100 MW'ı aşmasını (mevcut: ~50 MW) beklemekteyiz. Turkcell'in rolü; kesintisiz enerji, veri güvenliği, soğutma ve iş sürekliliği gibi kritik altyapı unsurlarını sağlayan bir altyapı sağlayıcısı olacak şekilde konumlanırken, Google kendi sunucuları ve bulut teknoloji yığınına sağlamaktadır. Bu yapı, Turkcell'in Google Cloud çözümlerinin premium satıcısı (reseller) olarak konumlanmasına imkân tanımakta ve geleneksel üçüncü taraf satış modellerine kıyasla daha yüksek marjlı ve katma değerli bulut gelirleri elde edilmesini mümkün kılmaktadır. Kademeli devreye alma takvimi (ilk tesis: 2028-2029; tam modüler kurulum: 2032), kârlılık katkısının arkaya yüklü olacağına işaret etse de, veri merkezlerine ayrılan yatırım harcaması payındaki artışın şimdiden görünür olduğunu not ediyoruz (2025 yatırım harcamalarının %13'ü; artması bekleniyor).

Küresel veri merkezi & bulut varlıklarına ilişkin değerlendirme kıyasları dikkate alındığında, Turkcell'in benzer çarpan genişlemesi dinamiklerinden faydalanmaması için sınırlı gerekçe görüyoruz. Finansman yapıları henüz netleşmemiş emsaller dahi güçlü değerlemelerle işlem görürken, Turkcell'in sağlıklı bilançosu ve Google ortaklığı, Şirket'i benzersiz bir bölgesel platform konumuna taşımaktadır.

Financell, ağırlıklı olarak cihaz finansmanına odaklanan TL7,5mlr'luk kredi portföyünde yaklaşık %5 net faiz marjı ve yaklaşık %3,3 risk maliyeti ile faaliyet göstermektedir. Taksit yapıları bilet büyüklüğüne göre farklılaşmakta (TL20 bin üzeri: 3 taksite kadar / TL20 bin altı: 12 taksite kadar); premium cihaz müşterilerinde taksit bağımlılığı görece daha düşüktür. 5G uyumlu cihazlar için taksit kısıtlarının gevşetilmesi, anlamlı bir talep oluşturarak 5G uyumlu cihaz talebini destekleyebilir ve dolaylı olarak daha yüksek değerli müşteri kazanımını güçlendirebilir.

Paycell, ağırlıklı olarak POS penetrasyonu ve sonradan ödeme çözümleriyle faaliyet göstermekte; bankalarla iş birliği içinde, tüccarlara karşı doğrudan muhatap olarak kalırken bankalara komisyon ödemekte ve müşteri ilişkisi kontrolünü elinde tutmaktadır. Platform ~6,7mn kullanıcıya (Aktif: ~3mn) hizmet vermekte olup, ölçek kaynaklı verimlilik kazanımları ve artan üye işyeri benimsemesi ile büyümenin sürmesini bekliyoruz. FAVÖK marjları halihazırda ~%32.5 seviyesindedir; POS hacimleri ölçeklendikçe marj seyrilmesi (3Ç24: 44.9%) doğal olmakla birlikte, düşük %30'lar bandında normalize bir FAVÖK marjı makul görünmektedir.

Ayrıca Turkcell, yenilenebilir enerji ayak izini büyötmeye devam etmekte; 152MW kurulu güneş kapasitesinin 37,5MW'ı halihazırda devrededir. Yönetim, 2026T itibarıyla toplam kurulu kapasiteyi ~300MW'a çıkarmayı hedeflemekte olup; önceki varsayımlarına göre bu seviye elektrik tüketiminin %60–65'ini karşılayabilirdi. Veri merkezi kapasitesindeki hızlı artışın bu oranı zamanla düşürmesi muhtemel olsa da, yerinde yenilenebilir üretimin artırılmasını uzun vadeli enerji maliyeti riskini azaltan ve marjları destekleyen, aynı zamanda olumlu bir ESG gelişmesi olarak değerlendirmeye devam ediyoruz.

Operasyonel yatırım harcamalarının, terminal dönem dahil olmak üzere model dönemi boyunca kademeli olarak gelirlerin yaklaşık %22'sine gerilemesini öngörüyoruz (2026T: %24; 2027T: %23; 2031T: %22,5; 2036T ve sonrası: %22,0).

Değerleme - Türk Telekom

Tablo 2: Türk Telekom - İndirgenmiş Nakit Akımları

TLmn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	233.602	301.590	379.272	471.526	581.225	714.373
% Büyüme	44,5%	29,1%	25,8%	24,3%	23,3%	22,9%
FAVÖK	98.243	118.729	142.700	177.073	217.855	267.256
% Büyüme	55,6%	20,9%	20,2%	24,1%	23,0%	22,7%
FAVÖK Marjı	42,1%	39,4%	37,6%	37,6%	37,5%	37,4%
FVÖK	54.259	63.773	68.185	84.042	101.855	128.683
Vergi Giderleri	13.565	12.755	13.637	16.808	20.371	25.737
Vergi Oranı	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
VSNFK	40.695	51.019	54.548	67.234	81.484	102.947
VSNFK Marjı	17,4%	16,9%	14,4%	14,3%	14,0%	14,4%
Yatırım Harcamaları	67.745	146.137	155.891	135.143	166.078	203.233
Amortisman	43.983	54.956	74.515	93.031	116.000	138.573
İşletme Sermayesi Değişimi	2.402	1.709	1.031	1.810	2.020	3.115
Serbet Nakit Akımı	14.531	-41.872	-27.859	23.312	29.386	35.171
AOSM	41,2%	31,5%	26,7%	25,5%	24,5%	23,7%
İndirgeme Faktörü	1,00	0,76	0,60	0,48	0,38	0,31
İNA	14.531	-31.853	-16.728	11.155	11.298	10.934

Toplam İNA	181.356
Sonsuz Büyüme Oranı	9,0%
Sonsuz Değer	198.747
Firma Değeri	380.103
Net Borç*	57.334
Finansal Varlıklar	748
Şimdiki Değer	323.518
Hisse Adedi	3.500
Hisse Başına Şimdiki Değer	92,43
Hisse Fiyatı	57,15
Getiri Potansiyeli	62%

Kaynak: Mali Tablolar, BTK, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Finansal modelimiz, 5G ile imtiyaz anlaşmalarına ilişkin tüm ödeme takvimini içermekte olup; 2050'ye kadar uzanmaktadır.

Türk Telekom için tahmin döneminde sabit geniş bantta %1, mobilde %2 abone büyümesi varsayıyoruz. 2026 yılı için düşük tek haneli reel ARPU artışı öngörmekteyiz; bu da (2026T TÜFE: %24,5 varsayımıyla) yaklaşık %5 reel gelir büyümesine karşılık gelmektedir. Uzun vadeli reel gelir büyümesi varsayımımız %2,9 seviyesindedir.

Türk Telekom'un temel stratejik dayanağı, ülke geneline yayılmış sabit altyapısı ve fiber omurgası olmaya devam etmekte; bu yapı hem perakende geniş bant liderliğini hem de toptan gelir yaratımını desteklemektedir. Sabit hat imtiyazının 2050'ye kadar uzatılması, uzun vadeli görünürlüğü ve yatırım esnekliğini anlamlı ölçüde artırarak fiber, mobil ve ICT alanlarında sürdürülebilir yatırımların önünü açmaktadır.

Fiber ölçeği ve kalite algısı iyileşmeye devam etmekte; toplam fiber tabanı içinde FTTH/B penetrasyonu kademeli olarak artarak ARPU kalitesini, churn kontrolünü ve uzun vadeli sermaye verimliliğini desteklemektedir. Fiber yatırımların hız kesmeden sürmesi, görüşümüze göre, kilit bir ayrıştırıcıdır; fiber abone tabanı 14,2mn'a ulaşırken, FTTH/B aboneleri yeni bağlantılar ve fiber dönüşümlerinin etkisiyle 6,3mn'a yükselmiştir.

Buna ek olarak, mobil segmentteki güçlü net abone kazanımları dikkate alındığında, etkin churn yönetimi, Türk Telekom'un son dönemde elde ettiği ölçek kazanımlarını sürdürülebilir ARPU kalitesine ve uzun vadede yapısal olarak daha yüksek nakit akımı üretimine dönüştürmesi açısından kritik olacaktır.

Operasyonel yatırım harcamalarını, terminal dönem dahil olmak üzere model dönemi boyunca gelirlerin yaklaşık %25'i seviyesinde öngörüyoruz. (2025T: %29) Bu oran, sektör ortalamasının bir miktar üzerinde olup; imtiyaz çerçevesi kapsamında 2050'ye kadar sabit altyapı ve yenilikçi teknoloji alanlarında taahhüt edilen ~USD17mlr'lık yatırım programını yansıtmaktadır. Söz konusu yatırım profili, sermaye yoğunluğunu yapısal olarak artırmakla birlikte, uzun vadeli ağ kalitesi, teknolojik rekabetçilik ve altyapı dayanıklılığını desteklemektedir.

Finansallar – Turkcell

Turkcell - Gelir Tablosu (milyon TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	238.964	310.783	399.990	509.005	633.543	788.424
Satışların Maliyeti	-169.330	-214.898	-274.838	-342.497	-430.321	-537.860
Brüt Kar	69.634	95.885	125.152	166.508	203.222	250.564
Faaliyet Giderleri	-25.141	-32.697	-42.082	-53.551	-66.654	-82.949
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-1.543	-3.088	-3.287	-3.734	-4.138	-4.761
Faaliyet Gelirleri	42.951	60.100	79.783	109.222	132.431	162.854
FAVÖK	103.251	135.133	174.050	221.613	275.921	343.477
Finansal Gelir, net	-6.829	-21.443	-33.661	-40.036	-43.448	-50.225
Vergi Gideri	-12.165	-8.710	-10.807	-16.777	-21.833	-27.907
Net Kar	18.670	26.130	32.420	50.331	65.499	83.722
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	18.670	26.130	32.420	50.331	65.499	83.722
Pay Başına Kazanç	8,49	11,88	14,74	22,88	29,77	38,06
Pay Başına Temettü	2,12	0,00	0,00	11,44	14,89	19,03

Turkcell - Büyüme Oranları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış	43,4%	30,1%	28,7%	27,3%	24,5%	24,4%
FAVÖK	47,9%	30,9%	28,8%	27,3%	24,5%	24,5%
Net Kar	68,4%	40,0%	24,1%	55,2%	30,1%	27,8%

Turkcell - Bilanço (milyon TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Nakit ve Nakit Benzerleri	131.187	93.108	106.543	134.280	161.532	190.039
Ticari Alacaklar	26.552	34.531	44.443	56.556	70.394	87.603
Stoklar	910	1.155	1.477	1.840	2.312	2.890
Maddi Duran Varlıklar	126.973	165.244	210.245	274.757	351.028	443.605
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	134.925	246.156	299.596	299.596	299.596	299.596
Diğer Varlıklar	75.156	93.781	115.263	140.650	170.471	206.555
Toplam Varlıklar	495.703	633.974	777.567	907.679	1.055.333	1.230.289
Finansal Borçlar	192.171	262.445	340.574	380.470	438.429	503.458
Ticari Borçlar	21.166	26.862	34.355	42.812	53.790	67.233
Diğer Yükümlülükler	33.316	41.874	51.368	62.884	76.597	93.310
Özkaynaklar	249.050	302.792	351.271	421.513	486.518	566.288
Net Borç / (Nakit)	46.808	151.686	212.679	220.362	245.654	275.627

Turkcell - Finansal Göstergeler	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Özsermaye Karlılığı	7,5%	8,6%	9,2%	11,9%	13,5%	14,8%
FAVÖK Marjı	43,2%	43,5%	43,5%	43,5%	43,6%	43,6%
Net Kar Marjı	7,8%	8,4%	8,1%	9,9%	10,3%	10,6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Net Borç / FAVÖK (x)	0,5	1,1	1,2	1,0	0,9	0,8
KV Borçlar / Toplam Borçlar	32,9%	29,4%	28,3%	30,7%	31,8%	33,0%
Sermaye / Toplam Varlıklar	50,2%	47,8%	45,2%	46,4%	46,1%	46,0%
Cari Oran (x)	2,1	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Nakit Kar Payı Ödemesi	25%	0%	0%	50%	50%	50%

milyon TL	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Net Satışlar	238.964	310.783	399.990	509.005	633.543	788.424
FAVÖK	103.251	135.133	174.050	221.613	275.921	343.477
Net Kar	18.670	26.130	32.420	50.331	65.499	83.722
Brüt Kar Marjı	29,1%	30,9%	31,3%	32,7%	32,1%	31,8%
FAVÖK Marjı	43,2%	43,5%	43,5%	43,5%	43,6%	43,6%
Net Kar Marjı	7,8%	8,4%	8,1%	9,9%	10,3%	10,6%
F/K (x)	11,0	7,9	6,3	4,1	3,1	2,5
PD/DD (x)	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
FD/FAVÖK (x)	2,4	2,6	2,4	1,9	1,6	1,4
FD/Satışlar (x)	1,1	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6
Özsermaye Karlılığı	7%	9%	9%	12%	13%	15%
Temettü Verimi	2%	0%	0%	12%	16%	20%

Kaynak: Mali Tablolar, BTK, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Finansallar – Türk Telekom

Türk Telekom - Gelir Tablosu (milyon TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	233.602	301.590	379.272	471.526	581.225	714.373
Satışların Maliyeti	-133.566	-171.170	-219.240	-273.082	-337.839	-412.768
Brüt Kar	100.036	130.420	160.032	198.444	243.386	301.605
Faaliyet Giderleri	-45.776	-66.647	-91.847	-114.403	-141.531	-172.922
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler , net	-2.641	-3.354	-4.392	-5.483	-6.813	-8.265
Faaliyet Gelirleri	51.619	60.419	63.793	78.558	95.042	120.418
FAVÖK	98.243	118.729	142.700	177.073	217.855	267.256
Finansal Gelir, net	-24.979	-28.527	-42.675	-35.607	-38.005	-36.539
Vergi Gideri	-13.857	-18.520	-24.343	-28.263	-27.227	-29.703
Net Kar	30.707	32.286	16.600	34.902	51.562	77.309
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	30.707	32.286	16.600	34.902	51.562	77.309
Pay Başına Kazanç	8,77	9,22	4,74	9,97	14,73	22,09
Pay Başına Temettü	0,00	0,00	0,00	4,99	7,37	11,04

Türk Telekom - Büyüme Oranları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış	44,5%	29,1%	25,8%	24,3%	23,3%	22,9%
FAVÖK	55,6%	20,9%	20,2%	24,1%	23,0%	22,7%
Net Kar	263,1%	5,1%	-48,6%	110,3%	47,7%	49,9%

Türk Telekom - Bilanço (milyon TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.053	20.196	26.470	22.162	26.920	33.856
Ticari Alacaklar	29.200	37.699	47.409	58.941	72.653	89.297
Stoklar	3.710	4.755	6.090	7.586	9.384	11.466
Maddi Duran Varlıklar	165.091	230.318	284.053	295.086	309.005	332.909
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	105.899	131.853	159.495	190.573	226.731	267.489
Diğer Varlıklar	29.152	36.296	43.905	52.465	62.426	73.660
Toplam Varlıklar	359.104	461.116	567.422	626.812	707.120	808.676
Finansal Borçlar	67.236	118.629	186.877	187.019	204.350	220.900
Ticari Borçlar	27.826	35.660	45.675	56.892	70.383	85.993
Diğer Yükümlülükler	41.291	51.790	63.232	76.362	91.736	109.604
Özkaynaklar	222.751	255.037	271.638	306.540	340.650	392.178
Net Borç / (Nakit)	41.183	98.433	160.407	164.857	177.430	187.044

Türk Telekom - Finansal Göstergeler	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Özsermaye Karlılığı	13,8%	12,7%	6,1%	11,4%	15,1%	19,7%
FAVÖK Marjı	42,1%	39,4%	37,6%	37,6%	37,5%	37,4%
Net Kar Marjı	13,1%	10,7%	4,4%	7,4%	8,9%	10,8%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
Net Borç / FAVÖK (x)	0,4	0,8	1,1	0,9	0,8	0,7
KV Borçlar / Toplam Borçlar	24,1%	16,7%	13,2%	16,0%	17,5%	19,3%
Sermaye / Toplam Varlıklar	62,0%	55,3%	47,9%	48,9%	48,2%	48,5%
Cari Oran (x)	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	50%	50%	50%

milyon TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	233.602	301.590	379.272	471.526	581.225	714.373
FAVÖK	98.243	118.729	142.700	177.073	217.855	267.256
Net Kar	30.707	32.286	16.600	34.902	51.562	77.309
Brüt Kar Marjı	42,8%	43,2%	42,2%	42,1%	41,9%	42,2%
FAVÖK Marjı	42,1%	39,4%	37,6%	37,6%	37,5%	37,4%
Net Kar Marjı	13,1%	10,7%	4,4%	7,4%	8,9%	10,8%
F/K (x)	6,5	6,2	12,0	5,7	3,9	2,6
PD/DD (x)	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5
FD/FAVÖK (x)	2,5	2,5	2,5	2,1	1,7	1,4
FD/Satışlar (x)	1,0	1,0	1,0	0,8	0,6	0,5
Özsermaye Karlılığı	13,8%	12,7%	6,1%	11,4%	15,1%	19,7%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	8,7%	12,9%	19,3%

Kaynak: Mali Tablolar, BTK, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.