PhillipCapital
Your Partner In Finance

TCELL ve TTKOM
Araştırma Raporu

16 Kasım 2026

Türk telekomünikasyon sektörünü, Turkcell için 162.97 TL ve Türk Telekom için 89.13 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamına alıyoruz. 12 Kasım kapanışa göre yükseliş potansiyelleri sırasıyla %69 ve %76'dır. Değerlemelerimizde, indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemine %75, göreceli değerleme yöntemine ise %25 ağırlık veriyoruz. İNA değerlememiz, sektörün mevcut yatırım harcamalarındaki zirve dönemini geride bırakmasıyla beklenen nakit akışı toparlanmasını yansıtmaktadır. Her iki şirket de 2026T FD/FAVÖK ve F/K çarpanları bazında uluslararası çapta benzer şirketlere kıyasla iskontolu işlem görmektedir. **İstikrarlı ve tekrarlayan gelirlerin, yeniden güçlenen fiyatlama kabiliyetinin ve azalan yatırım harcamalarının, şirketlerin işlem gördüğü çarpanları yukarı yönlü destekleyebilecek katalizörler olduğuna inanıyoruz.**

76% Getiri Potansiyeli

Öneri ve Hedef Fiyat				
Bloomberg Ticker				**TTKOM TI**
Öneri				Endeks Üzeri Getiri
Kapanış Fiyatı, TL				50,55
Hedef Fiyat, TL				89,13
Yükseliş Potansiyeli				76%
Finansallar, Milyon TL	2024	**2025**	**2026T**	**2027T**
Gelirler	263.041	**301.132**	**330.459**	**429.101**
Esas Faaliyet Karı	37.452	**64.521**	**64.620**	**85.820**
Brüt Kâr	96.733	**125.814**	**135.488**	**175.931**
FAVÖK	96.064	**123.201**	**137.320**	**180.222**
FAVÖK Marjı	36,5%	**40,9%**	**41,6%**	**42,0%**
Net Kâr	13.760	**28.569**	**35.599**	**48.457**
F/K	10,8	**6,3**	**5,0**	**3,7**
FD/FAVÖK	**2,4**	**2,0**	**2,2**	**1,6**

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Türk telekomünikasyon sektörünün, yüksek yatırım harcamalarının öne çıktığı bir dönemden daha güçlü nakit akışı yaratımına doğru evrildiğini düşünüyoruz. Telekomünikasyon hizmetleri giderek temel bir ihtiyaç haline geldiği için, ekonomik ve kur baskısının yaşandığı dönemlerde bile talep istikrarını korumaktadır.Bununla birlikte, daha regüle rekabet ortamı ve düzenli fiyat ayarlamaları kullanıcı başına gelirleri desteklemektedir. Öte yandan, en büyük yatırım gereksinimleri (5G lisansları, şebeke yaygınlaştırma çalışmaları, fiber altyapının genişletilmesi ve Türk Telekom'un imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi) 2026–2027 döneminde yoğunlaşmaktadır. Bu yükümlülüklerin hafiflemesiyle birlikte, yatırım harcamalarının gelirlere oranındaki düşüşün serbest nakit akışındaki toparlanmayı desteklemesini ve sektörün finansal yapısını kademeli olarak güçlendirmesini bekliyoruz.

69% Getiri Potansiyeli

Öneri,ve Hedef Fiyat				
Bloomberg Ticker				**TCELL TI**
Öneri				Endeks Üzeri Getiri
Kapanış Fiyatı, TL				96,45
Hedef Fiyat, TL				162,97
Yükseliş Potansiyeli				69%
Finansallar, Milyon TL	2024	**2025**	**2026T**	**2027T**
Gelirler	218.160	**241.471**	**329.191**	**432.579**
Esas Faaliyet Karı	30.446	**41.517**	**56.950**	**72.241**
Brüt Kâr	53.834	**68.346**	**88.882**	**116.796**
FAVÖK	92.523	**104.867**	**139.248**	**180.386**
FAVÖK Marjı	42,4%	**43,4%**	**42,3%**	**41,7%**
Net Kâr	30.790	**17.604**	**34.741**	**44.461**
F/K	6,2	**12,1**	**6,1**	**4,8**
FD/FAVÖK	**2,5**	**2,7**	**2,2**	**1,7**

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Turkcell, güçlü bilanço ve düşük borçluluğa sahip olup mobil iletişim sektöründeki liderliğini çeşitlendirilmiş dijital hizmetler platformuyla birleştirmektedir. Şirket, temel mobil iletişim faaliyetlerinin ötesinde veri merkezleri, Google Cloud iş ortaklığı, finansal teknolojiler (fintek) ve dijital iş hizmetleri aracılığıyla ek büyüme fırsatlarına sahiptir. Geniş frekans spektrumu, kapasite artırımı devam eden 5G yatırım sürecini desteklemektedir. **162.97 TL** seviyesindeki hedef fiyatımız **%69** yükseliş potansiyeline işaret ederken, İNA değerlememiz kısa vadeli yatırım harcamalarının yarattığı yükü ve sonrasında serbest nakit akışında beklenen toparlanmayı yansıtmaktadır. Turkcell, 2026T tahminlerimize göre **6,1x F/K** ve **2,2x FD/FAVÖK** çarpanlarıyla benzer şirket ortalamalarının altında işlem görmektedir. Kullanıcı başına ortalama gelirdeki (ARPU) artışın, azalan yatırım yoğunluğunun ve yeni dijital iş kollarının katkılarının daha belirgin hale gelmesiyle birlikte mevcut değerleme iskontosunun daralacağını düşünüyoruz.

Roida Maharramli

Roida.Maharramli@phillip.com.tr

Sadrettin Bağcı

Sadrettin.Bagci@phillip.com.tr

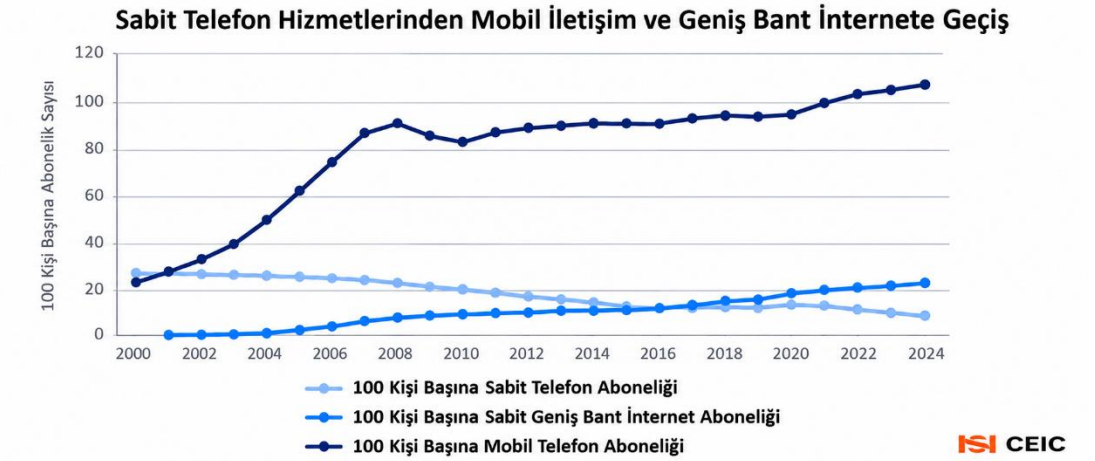
Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, müşteri ile aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar dâhil olmak üzere yetkili kuruluşlar arasında imzalanan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulur. Buradaki yorum ve tavsiyeler, bunları sunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuza ve risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanılarak verilen yatırım kararları beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Türk Telekom, ülke geneline yayılan fiber altyapısını ve uzun vadeli imtiyaz sözleşmesini, yatırım yoğunluğunun normalleşmesiyle birlikte serbest nakit akışında önemli bir artış potansiyeliyle birleştirmektedir. Şirketin sabit hat altyapısı, geniş bant, mobil iletişim ve kurumsal veri hizmetlerindeki büyüme için güçlü bir temel oluştururken, 2026–2027 yatırım döngüsü 5G, fiber altyapı ve imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesine yönelik önemli harcamaları kapsamaktadır. **89.13 TL** seviyesindeki hedef fiyatımız **%76** yükseliş potansiyeline işaret ederken, İNA değerlememiz yatırım harcamalarının zirve yaptığı dönemin ardından serbest nakit akışında beklenen toparlanmayı yansıtmaktadır. Türk Telekom, 2026 yıl sonu tahminlerimize göre **5,0x F/K ve 2,2x FD/FAVÖK** çarpanlarıyla benzer şirket ortalamalarının altında işlem görmektedir. Bununla birlikte, şirketin görece yüksek borçluluk seviyesi ve lisans ile imtiyaz yükümlülüklerinden kaynaklanan döviz kuru riski, yatırım değerlendirmesinde dikkate alınması gereken önemli unsurlar olmaya devam etmektedir.

Piyasa Yapısı ve Eğilimleri

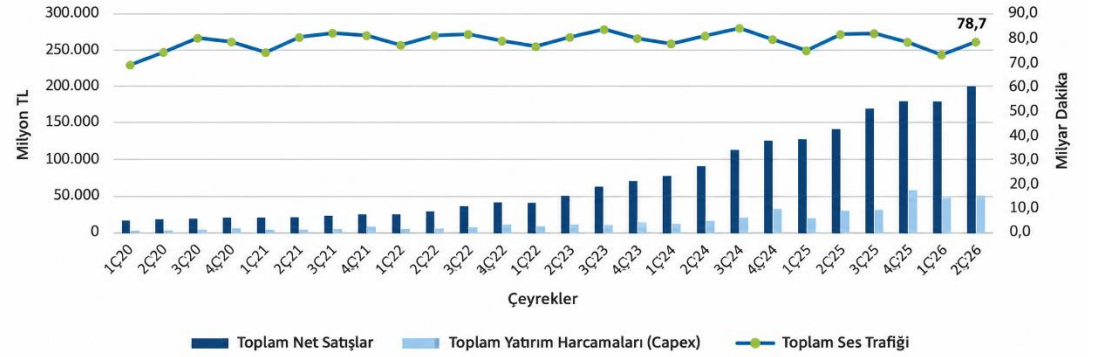
Türkiye Telekomünikasyon Pazarına Genel Bakış

Sabit Telefon Hizmetlerinden Mobil İletişim ve Geniş Bant Veri Hizmetlerine: Türkiye'de İletişim Altyapısının Tarihsel Gelişimi, 2000–2024



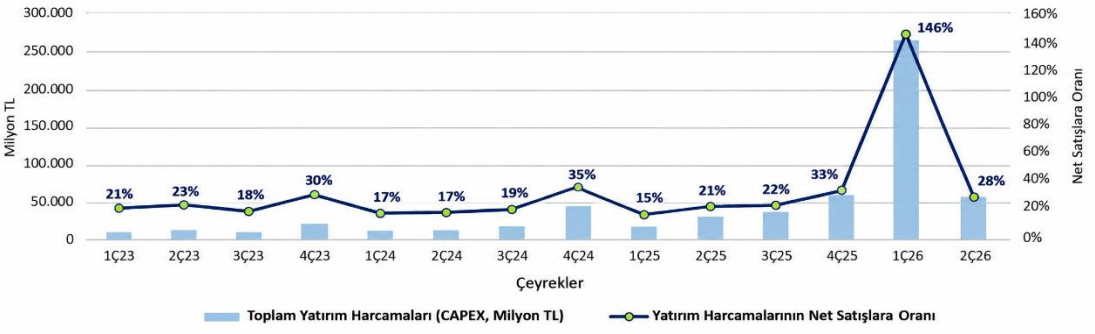
Kaynak: CEIC

Sektörün Net Satışları, Yatırım Harcamaları ve Ses Trafiği, 1Ç23-2Ç26



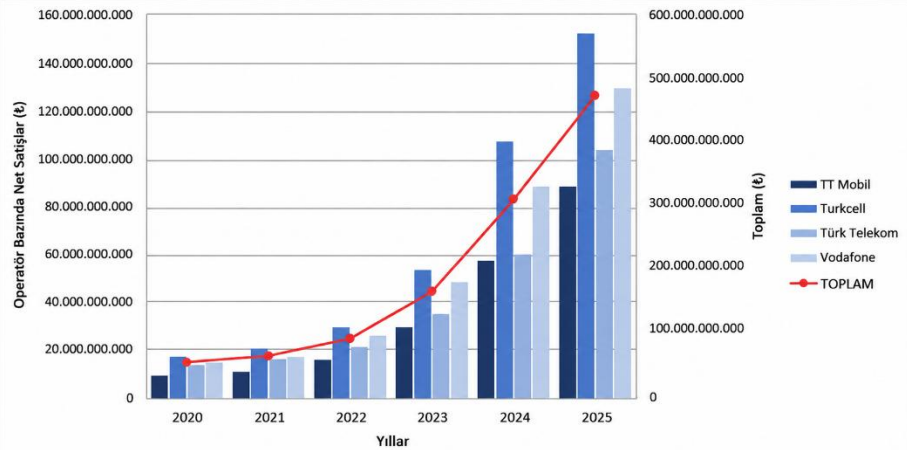
Kaynak: BTK
Not: 2026 yılı 1. çeyrek yatırım harcamaları (CAPEX), 5G yetkilendirme ihalesinden kaynaklanan lisans bedellerini ve Türk Telekom'un imtiyaz sözleşmesi uzatma bedelini içermektedir.

Sektörün Yatırım Harcamaları ve Yatırım Harcamalarının Gelirlere Oranı, 1Ç23-2Ç26



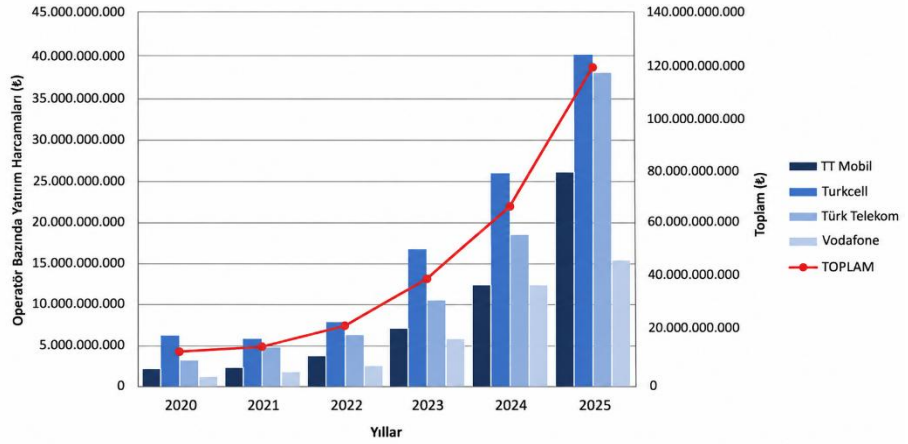
Kaynak: BTK
Not: 2026 yılı 1. çeyrek yatırım harcamaları (CAPEX), 5G yetkilendirme ihalesinden kaynaklanan lisans bedellerini ve Türk Telekom'un imtiyaz sözleşmesi uzatma bedelini içermektedir.

Yıllık Net Satış Gelirleri (₺), 2020–2025



Kaynak: BTK

Toplam Yıllık Yatırım Harcamaları (₺), 2020–2025



Kaynak: BTK

Yıllık Toplam Telefon Görüşme Trafiği (Milyar Dakika), 2013–2025

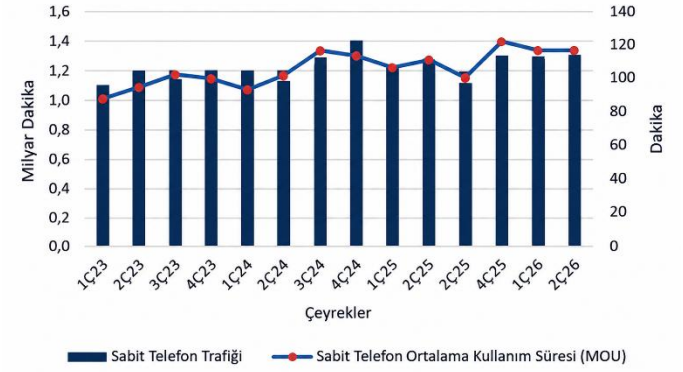


Kaynak: BTK

Sabit Telefon Pazarı

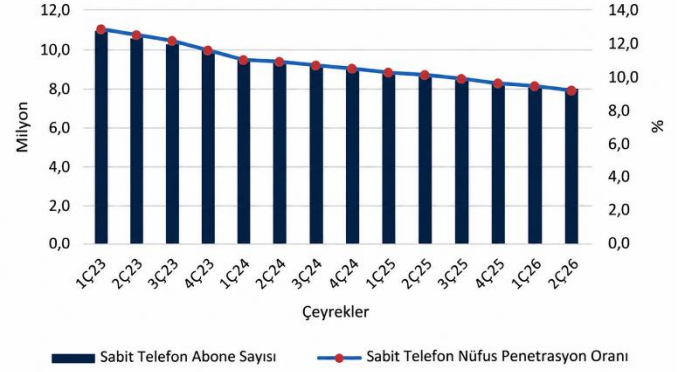
Trafik Hacmi ve Abone Sayısı Eğilimleri

Sabit Telefon Trafiği ve Kullanım Dakikaları, 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

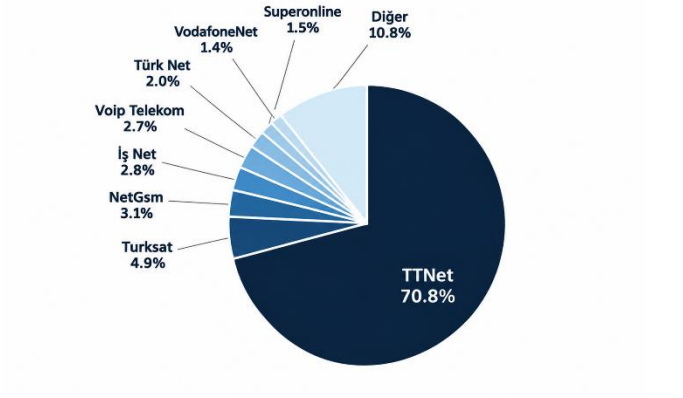
Sabit Telefon Abone Sayısı ve Nüfusa Göre Penetrasyon Oranı, 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

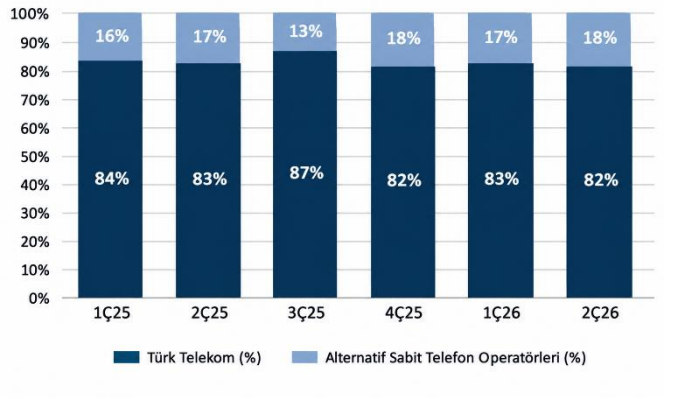
Pazar Payları

Abone Sayısına Göre Sabit Telefon Pazarı Payları, 2Ç26



Kaynak: BTK

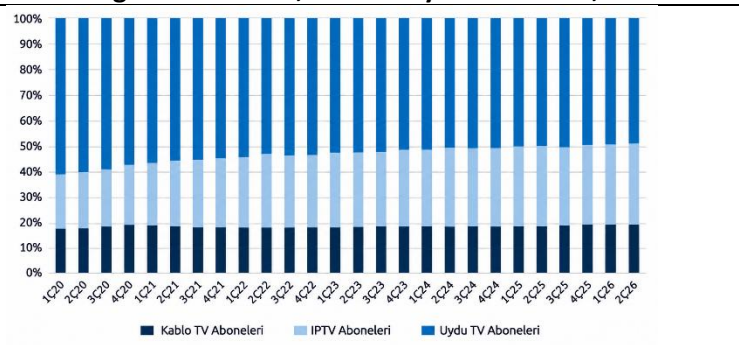
Telefon Hizmeti Gelirlerine Göre Türk Telekom ve Alternatif Sabit Telefon Operatörlerinin Pazar Payları (%), 1Ç25–2Ç26



Kaynak: BTK

Televizyon Pazarı

TV Pazarının Dağılımı: Kablo TV, IPTV ve Uydu Aboneleri, 2020–2026

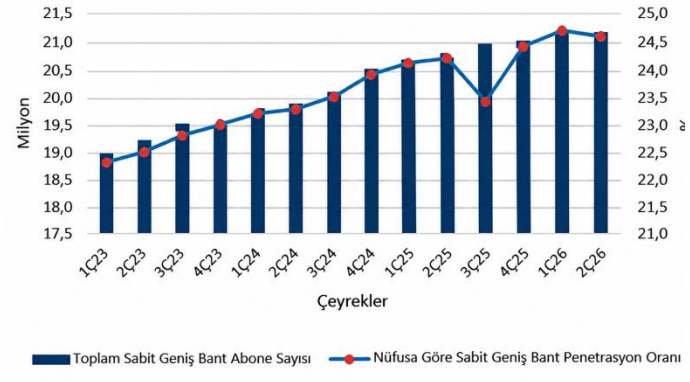


Kaynak: BTK

Geniş Bant İnternet Pazarı

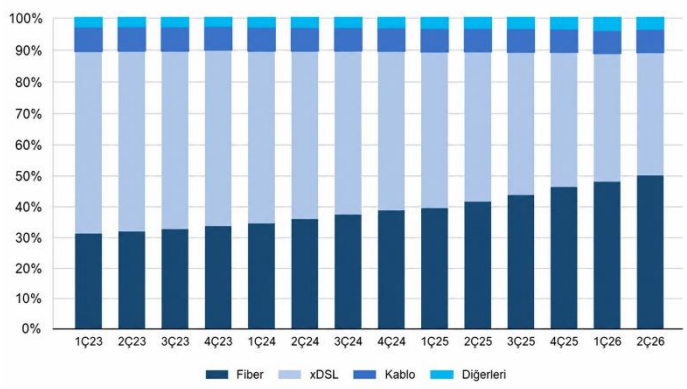
Pazar Büyüklüğü ve Genel Teknoloji Dağılımı

Sabit Geniş Bant İnternet Abone Sayısı ve Nüfusa Göre Penetrasyon Oranı, 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

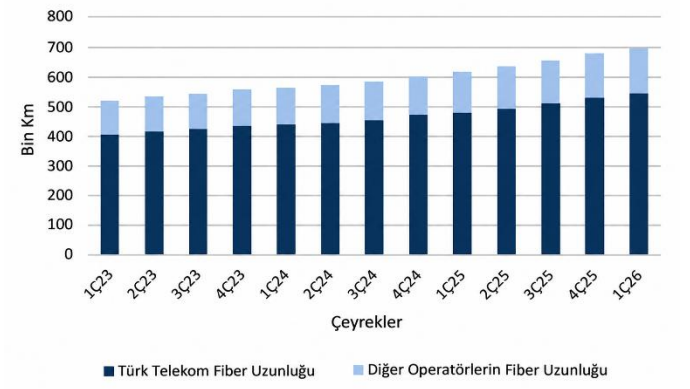
Sabit Geniş Bant İnternet Abonelerinin Teknolojiye Göre Dağılımı, 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

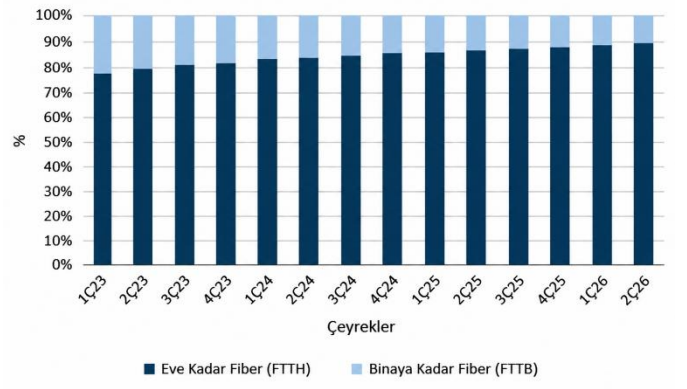
Fiber Altyapının Detaylı Analizi

Fiber Altyapı Gelişimi: Türk Telekom ve Diğer Operatörlerin Karşılaştırması, 1Ç23–1Ç26



Kaynak: BTK

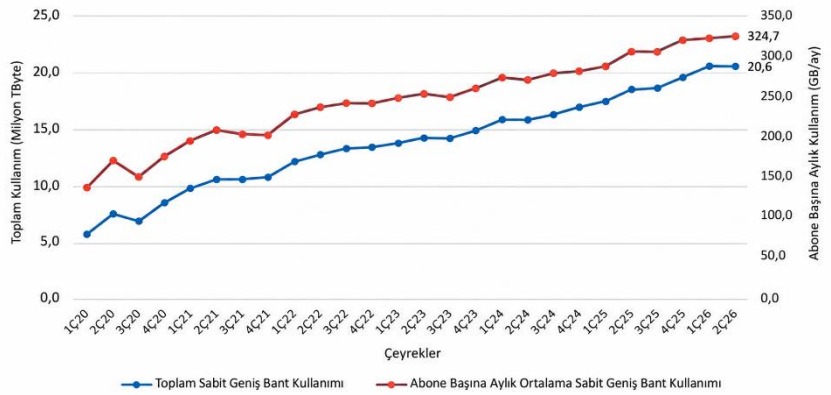
Fiber Abone Dağılımı: Eve Kadar Fiber (FTTH) ve Binaya Kadar Fiber (FTTB), 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

Kullanım Eğilimleri

Sabit Geniş Bant İnternet Kullanımı: Toplam ve Abone Başına, 2020–2026

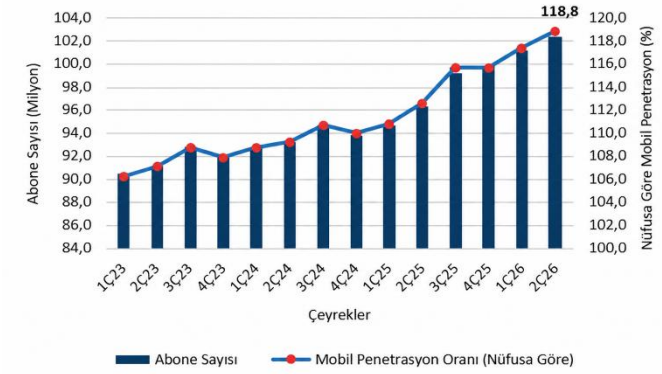


Kaynak: BTK

Mobil İletişim Pazarı

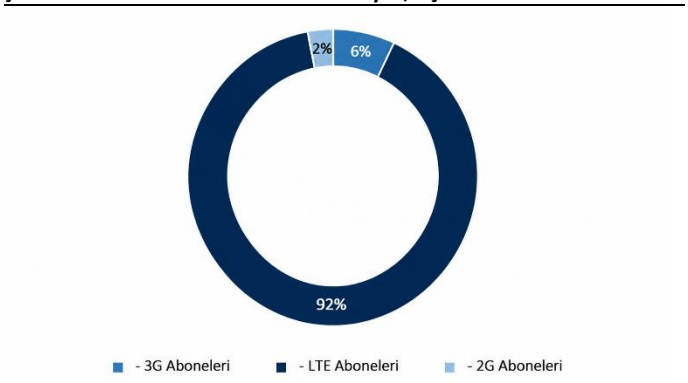
Pazar Büyüklüğü ve Şebeke Teknolojilerine Göre Dağılım

Mobil Abone Sayısı ve Nüfusa Göre Penetrasyon Oranı (M2M Dahil), 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

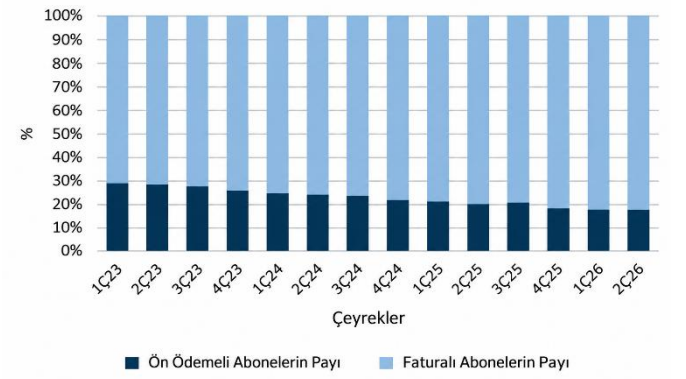
Şebeke Nesline Göre Mobil Abone Sayısı, 2Ç26



Kaynak: BTK

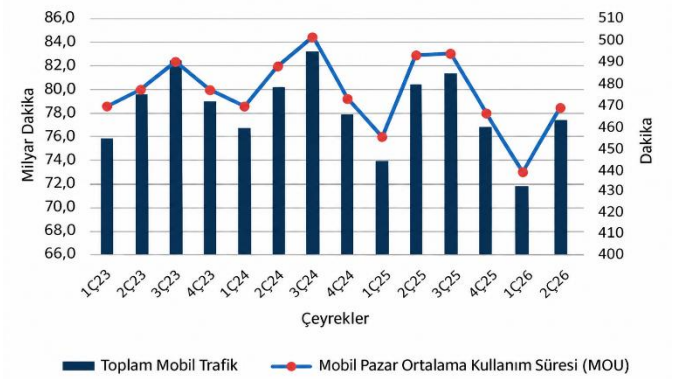
Abone Davranışları

Ön Ödemeli ve Faturalı Abonelerin Oransal Dağılımı, 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

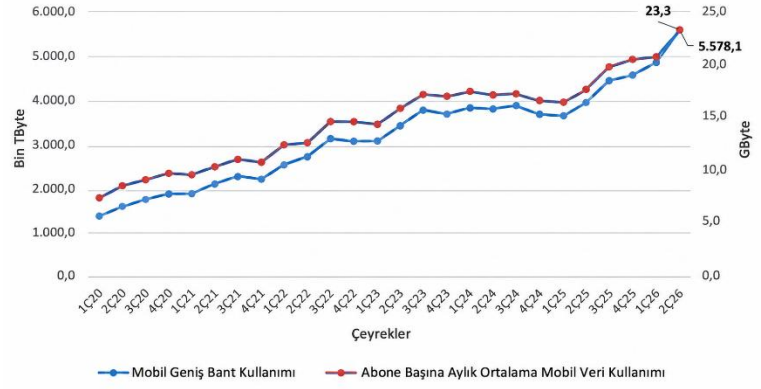
Mobil Ses Trafiği ve Abone Başına Aylık Ortalama Görüşme Süresi (MoU): Yatay Seyreden Pazar, 1Ç23–2Ç26



Kaynak: BTK

Veri Tüketimi

Mobil Geniş Bant İnternet Kullanımı: Toplam ve Abone Başına, 1Ç20–2Ç26

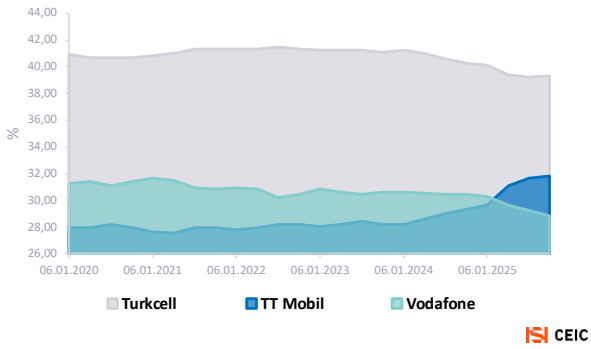


Kaynak: BTK

Rekabet Ortamı

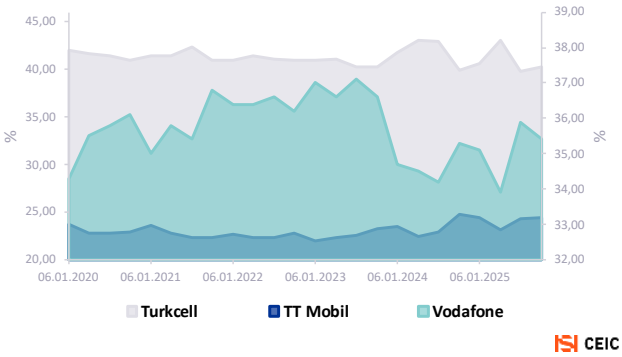
Türkiye mobil iletişim pazarı, Turkcell, Türk Telekom ve Vodafone Türkiye'den oluşan üç oyunculu oligopol bir yapıya sahiptir. Bu nedenle, söz konusuoperatörler arasındaki pazar payı değişimleri, sektörün rekabet dinamiklerini anlamak açısından en önemli göstergelerden biridir. Bu operatörlerin ilgili metriklerdeki pazar payları aşağıdaki gibidir.

Abone Sayısına Göre Pazar Payları, 2020–2025



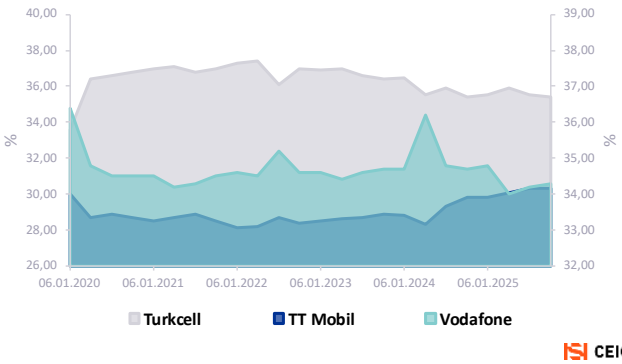
Kaynak: CEIC

Gelirlere Göre Pazar Payları, 2020–2025



Kaynak: CEIC

Görüşme Trafiğine Göre Pazar Payları, 2020–2025

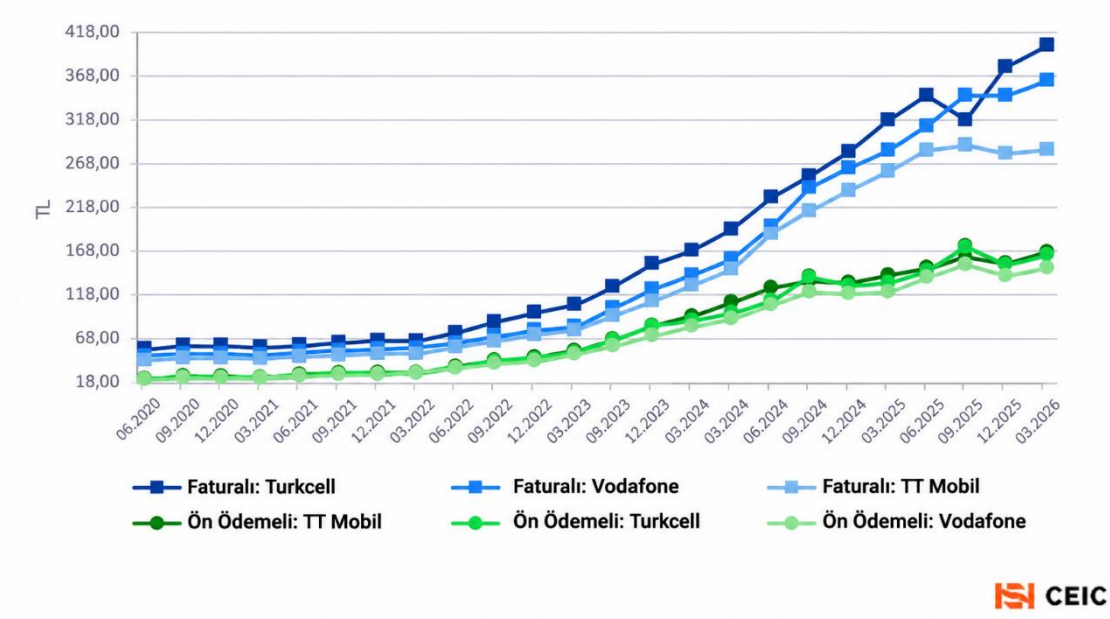


Kaynak: CEIC

Üç gösterge birlikte değerlendirildiğinde, Turkcell dönem boyunca abone sayısı ve gelir bazında liderliğini korurken, görüşme trafiğinde de dönemin neredeyse tamamında ilk sırada yer almaktadır. Vodafone, yalnızca dönemin başında ve 2024 yılının başlarında görüşme trafiği açısından Turkcell ile benzer seviyelere ulaşmış veya kısa süreliğine öne geçmiştir. **En dikkat çekici gelişme ise TT Mobil'in abone sayısına dayalı pazar payındaki değişimdir.** Birkaç yıl süren yatay seyrin ardından TT Mobil'in pazar payı, 2024 yılının ortalarından itibaren yükselmeye başlamış ve bu artış, 2025 yılı boyunca ivmelenmiştir. Şirket, 2025 yılının ikinci yarısında Vodafone'u geride bırakarak abone sayısı bakımından ikinci büyük operatör konumuna yükselmiş ve Turkcell ile arasındaki farkı daraltmıştır. Görüşme trafiği açısından da TT Mobil, 2024 yılından itibaren istikrarlı bir artış kaydederek Turkcell ile arasındaki farkı kademeli olarak azaltmıştır. Fakat bu olumlu eğilim, gelirlere sınırlı ölçüde yansımıştır. TT Mobil'in gelir bazındaki pazar payı hafif bir artış göstermesine rağmen dönem boyunca en düşük seviyede kalmıştır. Bu yüzden şirketin abone sayısı ve görüşme trafiğindeki konumunun belirgin biçimde gerisinde seyretmiştir.

Vodafone ise bunun tersi bir görünüm sergilemektedir. Şirketin abone bazındaki pazar payı dönem boyunca Turkcell'in altında kalmış ve 2025 yılının başından itibaren düşüş trendine girmiştir. Görüşme trafiğindeki payı da büyük ölçüde Turkcell'in gerisinde seyretmiştir. Buna karşın gelir bazındaki pazar payı, abone payının ima ettiğinden çok daha güçlü bir performans göstermektedir. Vodafone'un gelir bazındaki pazar payı 2022–2023 döneminde zirveye ulaşmış, 2024 yılında gerilemiş ve 2025 yılının ortalarında kısa süreli bir düşüşün ardından yeniden toparlanmıştır. Bu durum, şirketin görece daha yüksek gelir yaratan bir müşteri tabanına sahip olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, Vodafone'un gelir bazındaki pazar payı, dönem boyunca Turkcell'in altında kalmaya devam etmiştir.

Operatör Bazında Mobil ARPU: Faturalı ve Ön Ödemeli (Nominal TL/Ay), 2Ç20 – 1Ç26



Kaynak: CEIC
Not: Faturalı ARPU, M2M hatlarını da içermektedir. TT Mobil'in faturalı ARPU'sundaki yatay seyir, M2M hatlarının ortalama geliri aşağı çekici etkisini yansıtmaktadır.

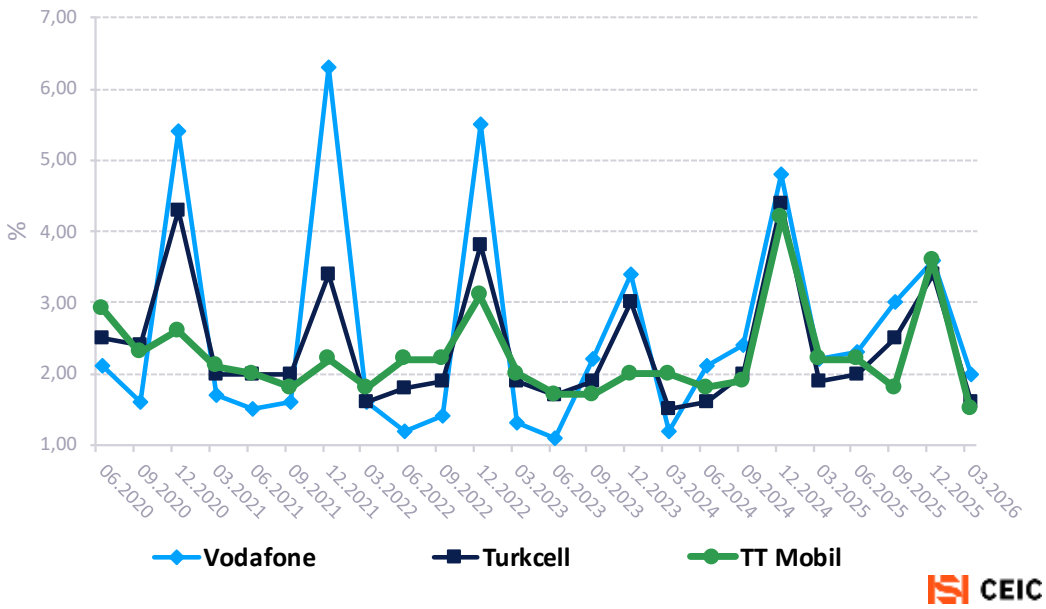
ARPU (Kullanıcı Başına Ortalama Gelir) verileri, rekabet ortamına ilişkin değerlendirmeyi daha da derinleştirmektedir. İncelenen dönem boyunca üç operatörün tamamında faturalı ARPU, ön ödemeli ARPU'nun sürekli ve belirgin şekilde üzerinde seyretmiştir. Her iki segmentte de 2022 yılından itibaren önemli bir yükseliş eğilimi görülmüş, 2023 ve 2024 yıllarında ise büyük ölçüde yurt içindeki yüksek enflasyonun etkisiyle artış hızlanmıştır. Ön ödemeli segmentte üç operatörün ARPU seviyeleri birbirine yakın seyrederken, TT Mobil, dönemin ikinci yarısının büyük bölümünde en yüksek veya en yüksek seviyeye yakın ARPU'ya sahip olmuştur. Faturalı segmentte ise Turkcell dönemin neredeyse tamamında liderliğini korumuş; Vodafone ve TT Mobil ise 2024 yılının ortalarına kadar birbirine yakın seyretmiştir.

2025 yılından itibaren Turkcell ve Vodafone'un faturalı ARPU seviyeleri yükselmeye devam ederken, TT Mobil'in faturalı ARPU'sunda yatay bir seyir gözlemlenmiştir. Bu durum büyük ölçüde abone kompozisyonundaki değişimden kaynaklanmaktadır. TT Mobil, faturalı abone tabanına önemli sayıda M2M hattı eklemiş ve M2M abone sayısı 2025 yılının başından 2Ç26'ya kadar 3,8 milyon artmıştır. M2M hatları, bireysel faturalı abonelere kıyasla abone başına çok daha düşük gelir yarattığından dolayı bu segmentteki hızlı büyüme hem karma ARPU'yu hem de faturalı ARPU'yu aşağı yönlü baskılamıştır. Türk Telekom'un finansal sonuç açıklamalarında M2M hariç ARPU verilerini paylaşmasının temel nedeni budur.

Aynı etki, daha önce değinilen abone sayısı ile gelir bazındaki pazar payları arasındaki ayrışmayı da açıklamaktadır. TT Mobil'in son dönemdeki abone kazanımlarının önemli bir bölümü M2M hatlarından kaynaklanmış, bu hatlar abone bazındaki pazar payını artırırken gelir bazındaki pazar payına daha sınırlı katkı sağlamıştır.

İleriye dönük olarak, 5G teknolojisinin Nesnelerin İnterneti (IoT) kullanımını yaygınlaştırmasıyla birlikte M2M segmenti önemli büyüme fırsatları sunmaktadır. M2M teknolojisi hâlihazırda finans ve ulaştırma sektörlerinde yaygın olarak kullanılmakta olup, lojistik, sağlık ve perakende sektörlerinin de orta ve uzun vadede bu gelişimden faydalanması beklenmektedir. Türk Telekom, M2M pazarındaki payını toplam abone pazar payına yakın bir seviyeye yükseltmiştir., Önümüzdeki dönemde şirketin M2M abone tabanında toplam pazar payıyla uyumlu, daha ılımlı bir büyüme eğilimi izlemesi beklenmektedir. Bu gelişmenin, M2M hatlarının raporlanan ARPU üzerindeki aşağı yönlü baskısını kademeli olarak hafifletmesi öngörülmektedir.

Operatör Bazında Abone Kaybı Oranları



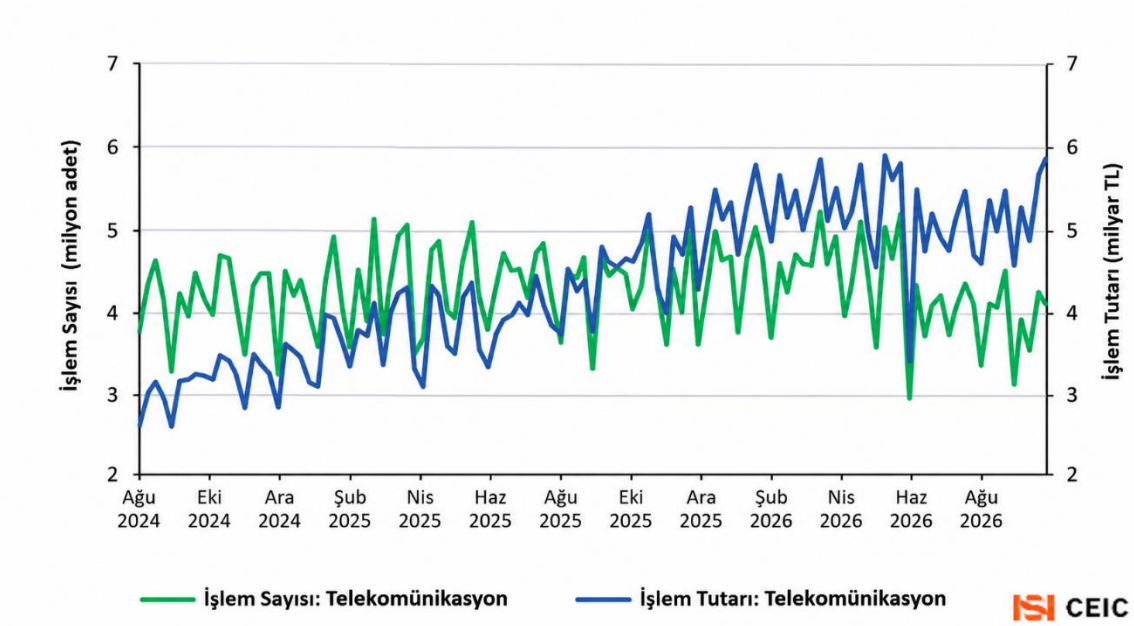
Kaynak: CEIC

Abone kaybı oranlarındaki eğilimler, rekabet ortamına ilişkin değerlendirmeye ek bir boyut kazandırmaktadır. Vodafone, üç operatör arasında en yüksek zirve seviyelerine ve en dalgalı abone kaybı oranına sahiptir. Özellikle önceki yılların sonlarında tekrarlanan sert yükselişler, rakiplerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiş, bazı dönemlerde Turkcell'in zirve seviyesinin neredeyse iki katına çıkmıştır. Bununla birlikte, 2023 yılından itibaren bu fark önemli ölçüde daralmıştır. Söz konusu zirve dönemleri dışında ise Vodafone'un abone kaybı oranı çoğu zaman üç operatör arasındaki en düşük seviyede seyretmiştir.

Turkcell'in abone kaybı oranı, Vodafone ile benzer bir dönemsel eğilim izleyerek aynı dönemlerde yükselip gerilemiş, ancak dalgalanmaların büyüklüğü genel olarak daha sınırlı kalmıştır. TT Mobil ise başlangıçta her iki rakibinden farklı bir görünüm sergilemiştir. Şirketin abone kaybı oranı, 2023 yılına kadar üç operatör arasında en yatay seyri izlemiş,rakiplerinin yıl sonu verilerinde gördüğümüz sert yükselişlerden az etkilenmiştir. Bununla birlikte, zirve dönemleri dışında TT Mobil'in abone kaybı oranı çoğu zaman daha yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir.

Ancak son iki yılda bu ayrışma büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. TT Mobil'in abone kaybı oranında da benzer yıl sonu yükselişleri görülmeye başlanmış ve oran genel olarak Turkcell ve Vodafone ile paralel hareket etmeye başlamıştır. Bu durum, **TT Mobil'in son dönemdeki abone kazanımlarının, mevcut aboneleri elde tutmadaki üstün performansından ziyade yeni müşteri kazanımından kaynaklandığına işaret etmektedir.** Yukarıda ele alındığı üzere, söz konusu kazanımların önemli bir bölümü M2M hatlarından kaynaklanmıştır. Bu durum,abone sayısındaki artışın gelir bazındaki pazar payına aynı ölçüde yansımamasını da açıklamaktadır.

Telekomünikasyon Hizmetlerine Yönelik Haftalık Kart Harcamaları, Ağustos 2024 – Ağustos 2026



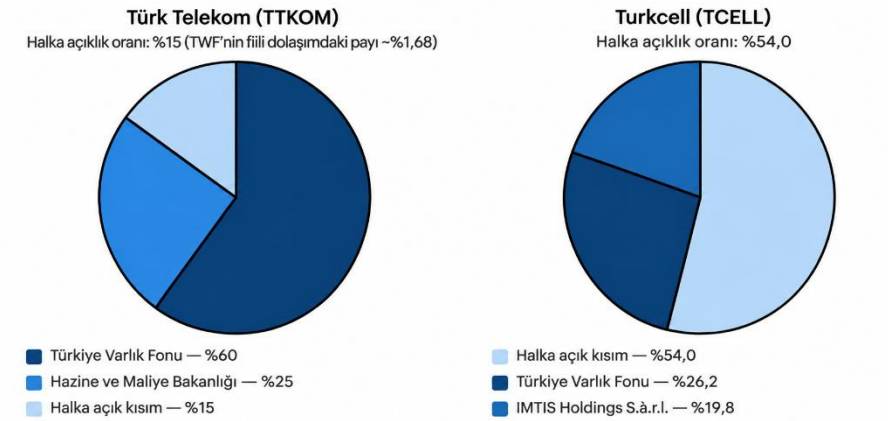
Kaynak: CEIC

Telekomünikasyon hizmetlerine ilişkin **kart harcama verileri**, sektörü değerlendirmek için daha geniş bir bakış açısı sunmaktadır. 2024 yılının ortalarından itibaren kartlı işlemlerin toplam tutarı istikrarlı bir şekilde artmış, 2025 boyunca yükselişini sürdürmüş ve 2026 yılında da yüksek seviyelerini korumuştur. Buna karşılık, işlem sayısı genel olarak yatay seyretmiş, belirli bir aralıkta dalgalanmış ve 2026 yılının ortalarında bir miktar gerilemiştir. İşlem sayısının istikrarlı seyretmesi, abonelerin büyük bölümünün sözleşmeli tarifeler kullanması ve ödemelerini ayda bir kez gerçekleştirmesi nedeniyle beklenen bir durumdur. Bu ayrışma, işlem başına ortalama harcama tutarının belirgin şekilde arttığını göstermektedir. **Diğer bir ifadeyle, tüketiciler telekomünikasyon hizmetleri için daha sık ödeme yapmak yerine, işlem başına daha yüksek tutarlar ödemektedir.**

Tarife fiyatlarındaki artışlar enflasyonu yansıtmakla birlikte, **2024 ve 2025 yıllarında ARPU büyümesi enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir.** Bu gelişme, abone başına veri kullanımındaki artış ve daha yüksek internet kotasına sahip tarifelere yönelimle desteklenmiştir. Nitekim bireysel faturalı abonelerde 40 GB üzeri, ön ödemeli abonelerde ise 20 GB üzeri tarifelerin payı belirgin şekilde yükselmiştir. Dolayısıyla sektördeki büyüme yalnızca fiyat artışlarından değil, müşterilerin mobil iletişimde daha yüksek veri kotalı paketlere ve sabit geniş bantta daha yüksek internet hızlarına geçişiyle gerçekleşen üst paket satışlarından da kaynaklanmaktadır. 5G teknolojisinin yaygınlaşmasının bu eğilimi arttırması beklenmektedir. Yukarıdaki veriler operatör bazında ayrıştırılmamış olsa da rekabet ortamı açısından önem taşımaktadır. Müşterilerini daha "premium" paketlere yönlendirebilen operatörler, gelir büyümesi açısından daha avantajlı konumda bulunmaktadır.

Piyasa dinamiklerinin yanı sıra **ortaklık** yapısı da rekabet ortamına farklı bir boyut kazandırmaktadır. Turkcell ve Türk Telekom, aynı hâkim hissedarın kontrolü altındadır. Her iki şirket de Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından kontrol edilmekle birlikte, bu kontrol farklı ortaklık yapıları üzerinden sağlanmaktadır. TVF, Türk Telekom'un çoğunluk hissesine sahiptir., Turkcell'de ise çok daha düşük bir paya sahip olup imtiyazlı hisseler aracılığıyla yönetim kurulundaki kontrolünü sürdürmektedir. Bunun sonucunda, iki operatörün halka açıklık ve hisse likidite profilleri belirgin biçimde ayrışmaktadır. Turkcell'in sermayesinin büyük bir kısmı piyasada serbestçe işlem görürken, Türk Telekom'da TVF dışındaki payların çoğusu Hazine ve Maliye Bakanlığı aracılığıyla kamuya aittir.

Türk Telekom ve Turkcell'in Ortaklık Yapısı



Kaynak: Türk Telekom ve Turkcell Yatırımcı İlişkileri

Telekom Sektöründe Borçluluk

2025'in sonlarında gerçekleştirilen 5G yetkilendirme ihalesinin ardından, 5G'ye yönelik yatırım harcamalarındaki artışın ve lisans bedeli yükümlülüklerinin 2026'dan itibaren tüm operatörlerin borçluluğunu artırması ve borçluluk oranlarını zirveye taşıması beklenmektedir. Bu baskının geçici olacağını öngörüyoruz. Her iki operatörde de ARPU arttıkça FAVÖK'ün borçtan daha hızlı büyümesi beklenmektedir. Bu etkinin 2027'den itibaren Net Borç/FAVÖK oranlarına yansımasıyla borçlulukta belirgin bir düşüş öngörülmektedir.

Yatırım harcamalarının gelirlere oranının 2028'e kadar sektör genelinde normalleşmesiyle borçluluktaki düşüşün hızlanması beklenmektedir. Borçluluk üzerindeki baskının 2025–2026 döneminde artarak zirveye ulaşması, 2027'de ise ARPU artışı ve fiyat düzenlemelerinin toparlanmayı desteklemesiye bir "dönüm noktasına ulaşması " beklenmektedir. 2028–2030 döneminde yatırım harcamalarının gelirlere oranının normalleşmesi ve borçluluktaki düşüşün sürmesiyle borçluluk seviyelerinin olağan seyrine yaklaşması öngörülmektedir. Toparlanmaya en büyük katkının ARPU artışından gelmesi beklenmektedir. ARPU artışı, gelirleri ve FAVÖK'ü doğrudan artırarak operatörlerin daha yüksek borç taşıyabilmesine olanak sunmaktadır.

Türk Telekom	2026		2027	2028–2034	2035
Milyon ABD Doları (USD)	1Ç	4Ç			
Konsesyon – KDV	500	–	–	–	–
Konsesyon – Taksitler	–	500	500	200 / yıl	100
5G – KDV	219	–	–	–	–
5G – Taksitler	365	365	365	–	–
TOPLAM	1.083	865	865	1.400	100

Turkcell (Milyon ABD Doları)	2026	2027	2028T	2029–2032
5G – 1. Taksit	408	-	-	-
5G – 2. Taksit	408	-	-	-
5G – 3. Taksit	-	408	-	-
5G – KDV	245	-	-	-
TOPLAM	1.061	408	-	-

Kaynak: Türk Telekom ve Turkcell Yatırımcı İlişkileri

Kur uyumsuzluğu bu baskıyı artırmaktadır. Lisans ve imtiyaz ödemeleri USD cinsinden yapılırken her iki operatör de gelirlerinin büyük bölümünü TL cinsinden elde etmektedir. Türk Telekom'un imtiyaz ve 5G lisansı için yapacağı ödemelerin toplam tutarı olan 4,3 milyar USDnın büyük bölümü kısa vadede yoğunlaşmaktadır. 2026'da yaklaşık 1,9 milyar USD (1Ç26'da 1,1 milyar ve 4Ç26'da 0,9 milyar USD), 2027'de ise 0,9 milyar USD daha ödenecektir. Sonrasında ödeme yükü hafifleyecektir. İmtiyaz taksitleri 2028–2034 döneminde yılda 200 milyon USD, 2035'teki son ödeme ise 100 milyon USD olacaktır.

Turkcell'in kısa vadeli ödeme takvimi de benzer bir görünüm sergilemektedir. KDV dâhil 1,5 milyar USD tutarındaki 5G lisans bedelinin 1,1 milyar USD 2026'da, 0,4 milyar USD ise 2027'de ödenecektir. Lisans bedeli Ocak 2026 ile Mayıs 2027 arasında üç taksite yayılmaktadır. Turkcell'in Google Cloud iş ortaklığı kapsamında 2026–2032 dönemine yayılan USD cinsinden ödemelerini de tahminlerimize dâhil ediyoruz. TL'deki değer kaybı, dolar cinsinden sabit olan bu yükümlülüklerin TL karşılığını artırmaktadır. Kur riski, ödemelerin büyük kısmının vadesinin geldiği 2026–2027 döneminde en yüksek seviyededir.

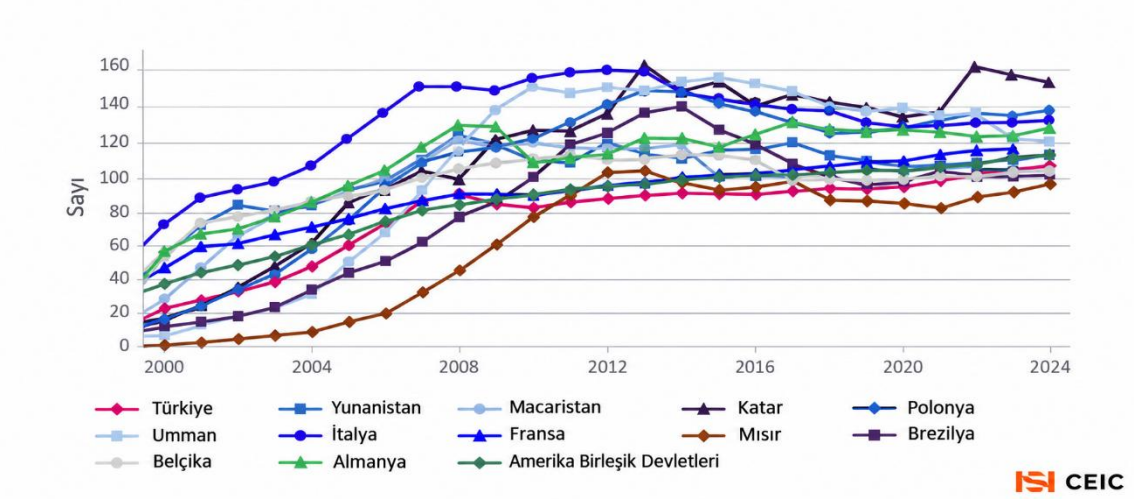
Bu nedenle fiyat ayarlamalarının ARPU'ya yansıması, **borçluluğun azalmasında** önemli bir rol oynamaktadır. TL cinsinden gelirlerin artış hızı döviz kurundaki artışı aştıkça, kalan dolar yükümlülüklerinin göreli ağırlığı kademeli olarak azalmaktadır. Temel risk, TL'nin beklenenden hızlı değer kaybetmesi sonucunda kalan lisans ve imtiyaz ödemelerinin ve kur farkı giderlerinin artmasıdır.

Ülkeler Arası Karşılaştırma

Karşılaştırma grubuna bakıldığında,, Türkiye telekomünikasyon sektörünün daha yüksek gelirli pazarların seviyesine hızla yaklaştığı ve hâlâ büyüme potansiyeli taşıdığı görülmektedir. . Türkiye'de sabit telefonun olgun pazarlara göre yaygınlığının daha az oluşualtyapının zayıf olduğu anlamına gelmemektedir. Türkiye'nin sabit telefon şebekesi bu pazarlardaki kadar genişlememiş ve bağlantı talebi görece erken bir aşamada mobil şebekelere kaymıştır. Hızla büyüyen dijital ekonomilerde yaygın olan bu gelişim, yapısal bir avantaj olarak değerlendirilebilir. Bakımı gereken

eski bakır altyapının sınırlı olması, operatörlerin yatırımlarını veri iletimi için kurulan mobil ve fiber şebekelere yönlendirmelerine olanak tanımıştır. Mobil abonelik verileri de bu değerlendirmeyi desteklemektedir. Türkiye'de mobil abonelik oranı 2000'li yıllarda hızla artmış, 2010'lu yılların büyük bölümünde yatay seyretmiş ve 2020'den sonra yeniden yükselişe geçmiştir. Bu oran, 2024 itibarıyla Yunanistan ve Macaristan gibi yerleşik Avrupa pazarlarına yakın bir düzeye ulaşmıştır.

100 Kişi Başına Mobil Abonelik Sayısı (Türkiye ve Karşılaştırma Grubu), 2000–2024

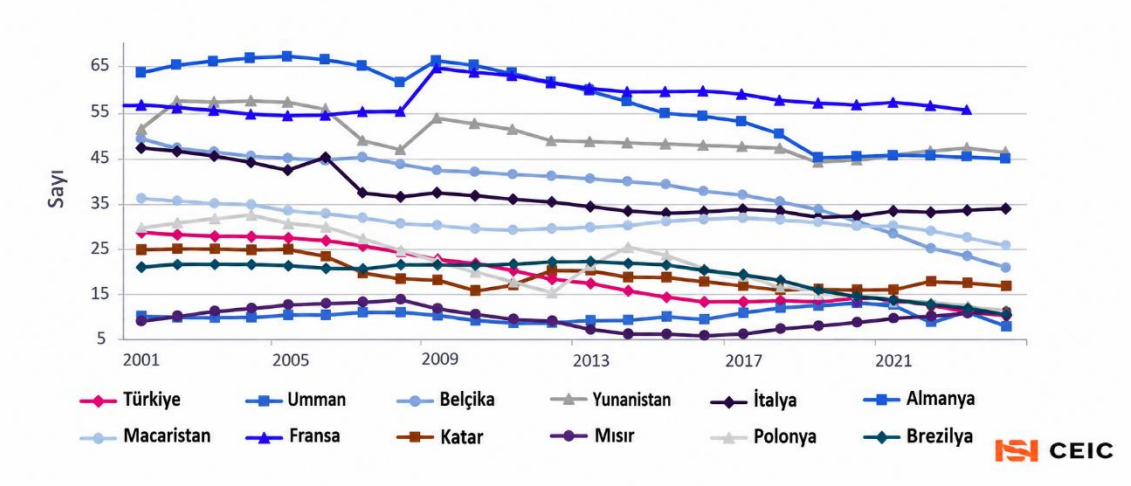


Kaynak: CEIC

Sabit telefon verileri de bu görünümü desteklemektedir. Türkiye'nin sabit telefon abonelik oranı, dönemin başında Almanya, Fransa ve Yunanistan gibi büyük Avrupa pazarlarının belirgin biçimde altında; Polonya, Katar gibi ülkelere daha yakın bir düzeydeydi. Bu oran 2000'li yılların ortalarından itibaren karşılaştırma grubundaki çoğu ülkeden daha hızlı geriledi. Türkiye, 2024 itibarıyla Brezilya, Umman ve Mısır ile birlikte grubun en düşük oranlarına sahip ülkeleri arasında yer aldı. Mobil hizmetler geleneksel sabit telefon hatlarının yerini aldıkça grubun büyük bölümünde sabit telefon abonelikleri geriledi. Almanya, Fransa ve Yunanistan gibi az sayıda pazarda oranlar görece yüksek kaldı. Türkiye'de gerilemenin daha hızlı olması mobil hizmetlere daha erken geçilmesinden kaynaklanmaktadır. . Sabit telefon abonelik düzeyinin henüz düşük olması, büyüme potansiyeline işaret etmektedir. Talep, ses hizmetlerinden yüksek hızlı veri hizmetlerine kaydıkça sabit geniş bant ve fiber hizmetlerinin büyümesi için önemli bir alan bulunmaktadır. En geniş fiber şebekeye sahip olan Türk Telekom, bu fırsattan yararlanabilir.

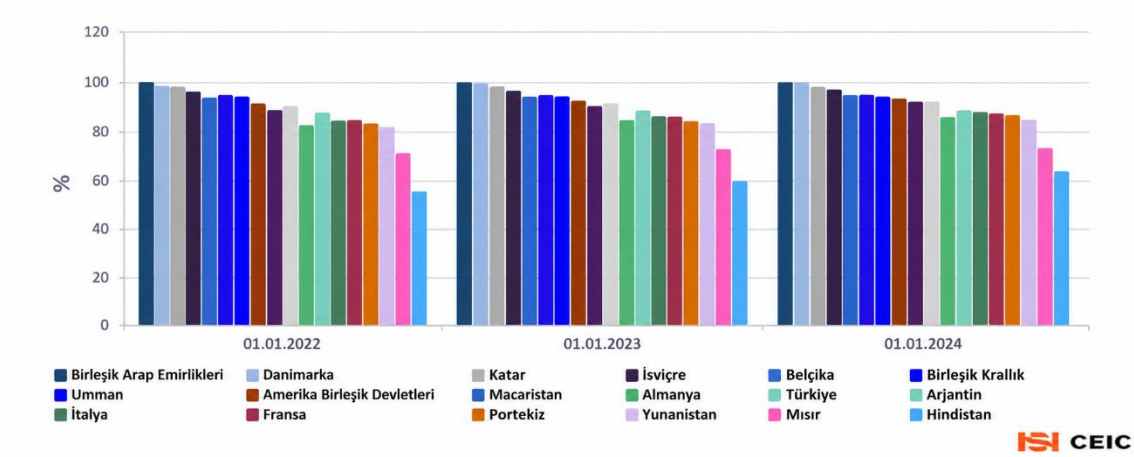
Bu ilerleme, internet kullanımına da yansımaktadır. Türkiye'nin internet penetrasyon oranı 2022–2024 döneminde artarak İtalya, Portekiz ve Yunanistan gibi Güney Avrupa pazarlarına yakın bir seviyeye ulaşmış;Mısır,Hindistan gibi gelişmekte olan pazarların üzerine çıkmıştır. İnternet kullanımının nüfusun neredeyse tamamına ulaştığı Körfez ülkeleri ve Kuzey Avrupa pazarlarıyla arasındaki fark sürmekle birlikte bu fark, kademeli olarak daralmaktadır. Genç ve dijital hizmetleri giderek daha çok kullanan nüfus, bu farkın kapanmasına yardımcı olabilir.

100 Kişi Başına Sabit Telefon Aboneliği Sayısı (Türkiye ve Karşılaştırma Grubu), 2001–2024



Kaynak: CEIC

İnternet Kullanıcılarının Toplam Nüfusa Oranı (Türkiye ve Karşılaştırma Grubu), 2022–2024



Kaynak: CEIC

Sektörel Riskler

Döviz Kuru Riski

Turkcell ve Türk Telekom'un gelirlerinin ağırlıklı olarak TL cinsinden, maliyet ve yatırım taahhütlerinin önemli bir bölümünün ise döviz cinsinden olması yapısal bir kur uyumsuzluğu yaratmaktadır. TL değer kaybettiğinde şebeke ekipmanı, 5G frekans kullanım bedelleri ve diğer döviz yükümlülükleri ek baskı yaratmaktadır. Bu baskı, döviz çıkışlarının arttığı yoğun yatırım dönemlerinde daha belirgindir. ARPU artmaya devam etse de TL'nin değer kaybı, bu artışın döviz cinsinden erimesine yol açabilir. Bu durum, operatörlerin dövize bağlı maliyet artışlarını fiyatlar yoluyla tam olarak telafi etme imkânını sınırlandırmaktadır. Rekabet ve tüketicilerin alım gücü de fiyat artışını sınırlamakta, fiyatlar genellikle maliyetartışının arkasında kalmaktadır. . Sonuç olarak TL'deki sert değer kaybı, kâr marjlarını ve serbest nakit akışını baskılayabilir. Özellikle yüksek faiz

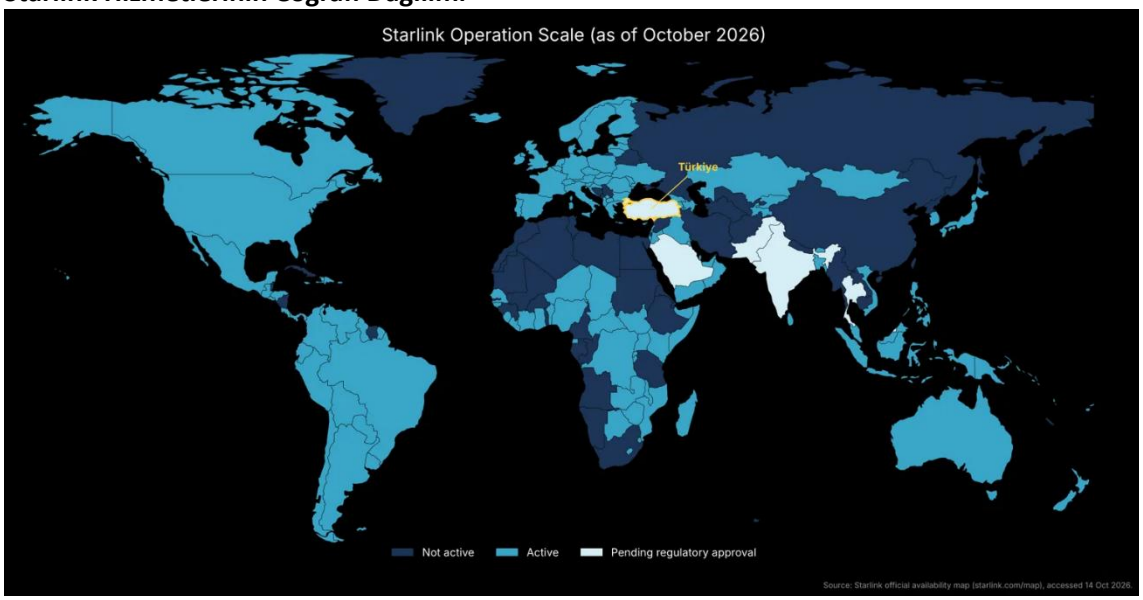
ortamında, kur hedge işlemleri sınırlı koruma sağladığından her iki operatör de kur hareketlerindn etkilenmektedir.

Teknoloji ve Altyapı Riski

Ticari 5G hizmetleri 1 Nisan 2026'da başlamış olsa da operatörler, bu şebekeyi yaygınlaştırmanın henüz ilk aşamalarındadır. Bu nedenleriskin yönü, 5G'den gelir elde etmekten şebekenin yaygınlaştırılmasına kaymaktadır. Frekans kullanım haklarına ve altyapıya yapılan yüksek tutarlı yatırımların sürdürülebilir reel ARPU artışı sağlayabilmesi için kapsamanın, şebeke kapasitesinin ve 5G uyumlu telefonların yeterli ölçüde yaygınlaşması gereklidir. . 5G'nin daha yavaş benimsenmesi veya şebekenin yaygınlaştırılmasında gecikmeler, yatırılan sermayenin önemli bir bölümünün verimli kullanılamamasına ve yatırım getirilerinin düşmesine yol açabilir.

Daha uzun vadede, mevcut teknolojilerin yerini yeni teknolojilerin alması daha kapsamlı bir yapısal risk oluşturmaktadır. Başta Starlink olmak üzere alçak Dünya yörüngesindeki uydular üzerinden sunulan geniş bant hizmetleri, hâlihazırda Avrupa Birliği genelinde kullanılmakta olup Türkiye'de ise düzenleyici kurumun onayını beklemektedir. Yetki verilmesi hâlinde uydu bağlantısı, özellikle nüfusun seyrek olduğu ve mevcut hizmetlerin yetersiz kaldığı bölgelerde karasal şebekelerle daha fazla rekabet edebilir. Bu durum, operatörlerin sabit ve mobil iletişim faaliyetlerini baskılayabilir ve mevcut şebeke yatırımlarının getirisini azaltabilir.

Starlink Hizmetlerinin Coğrafi Dağılımı



Kaynak: PhillipCapital Araştırması, Starlink Verileri

Deprem Riski

Türkiye'nin özellikle Kuzey Anadolu ve Doğu Anadolu fay hatları boyunca büyük depremlere açık olması, telekomünikasyon sektörü için yapısal bir risk oluşturmaktadır. Şiddetli depremler baz istasyonları, veri merkezleri, fiber optik şebekeler ve güç sistemleri gibi kritik altyapılara zarar verebilir. Bu durum iletişim hizmetlerinde kesintiye ve onarım ile şebekenin güçlendirilmesi için ek

harcamalara yol açabilir. Deprem riski her iki operatörü de etkilediğinden, operatörlerin göreli dayanıklılığı büyük ölçüde hazırlık düzeylerine ve hizmetleri yeniden devreye alma kapasitelerine bağlıdır. Bu nedenle şebeke yedekliliği, yedek güç kaynaklarının kullanılabilirliği ve felaket kurtarma ile iş sürekliliği planlarının etkinliği, deprem sonrasında hizmetlerin ne ölçüde eski seviyesine döneceğini belirleyen başlıca unsurlardır.

Türk Telekom Değerlemesi

Ağırlıklı Değerleme Yaklaşımı

İNA ve benzer şirket çarpanlarına sırasıyla %75 ve %25 ağırlık vererek 12 aylık hedef fiyatımızı 89,13 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef fiyatımız, 12 Kasım kapanışa göre %76 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. İNA modeli **79,44 TL (%57,2 yükseliş potansiyeli)** sonucunu vermektedir. Model, Türk Telekom'un 2026–2027T'de zirve yapan yatırımharcamalarının ardından firmaya serbest nakit akışındaki (FCFF) toparlanmayı ve beklenen dezenflasyonun iskonto oranına etkisini içeriyor. Benzer şirket çarpanları ise **118,21 TL (%133,8 yükseliş potansiyeli)** sonucunu vermektedir. %20 Türkiye iskontosu uygulandıktan sonra bile Türk Telekom'un 2026–2027T F/K ve FD/FAVÖK çarpanları benzerlerinin altında kalmaktadır. .

Şirketin kendi finansal göstergelerine ve Türkiye'ye özgü sermaye maliyetine dayanan İNA'ya daha yüksek ağırlık veriyoruz. Daha istikrarlı pazarlardaki operatörlerin çarpanlarının Türkiye'ye özgü riskleri tam yansıtmadığını düşündüğümüz için benzer şirket çarpanlarına ise %25 ağırlık veriyoruz. . Makroekonomik oynaklık, İNA' modelini iskonto oranı ve uç değer başta olmak üzere uzun vadeli varsayımlara duyarlı kılmaktadır. . İki yöntem arasındaki fark, ilave potansiyelin Türk Telekom'un benzerlerine göre iskontosunun daralmasına ne ölçüde bağlı olduğunu gösteriyor. İNA modelimiz, göreceli değerleme kıyasla daha sınırlı bir getiri potansiyeline işaret etmektedir. . Ağırlıklı değerleme, çarpanların benzerlerine tam yakınsamasına gerek kalmadan olası yükselişin bir bölümünü yansıtıyor. İki değerleme yönteminin ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

Yöntem	Hedef Fiyat (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Katkı (TL)	Getiri Potansiyeli / (Düşüş)
İNA Değerlemesi	79,44	75%	59,58	57,2%
Çarpan Analizi (Benzer Şirketler)	118,21	25%	29,55	133,8%
Toplam		**100%**	**89,13**	

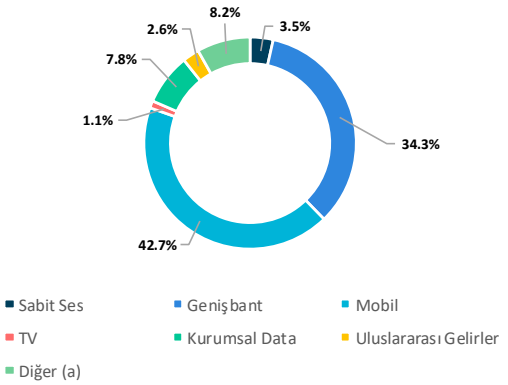
Harmanlanmış Hedef Fiyat (TL)	**89,13**
Kapanış Fiyatı (TL)	**50,55**
Harmanlanmış Getiri Potansiyeli /	**76%**

İNA Modeli ve Varsayımları

Serbest Nakit Akımı Değerlemesi (mn TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Hasılat	**330.459**	**429.101**	**536.830**	**666.015**	**808.374**	**970.142**	**1.133.192**	**1.307.575**	**1.509.967**	**1.738.659**
Nominal Hasılat Büyümesi		*29,9%*	*25,1%*	*24,1%*	*21,4%*	*20,0%*	*16,8%*	*15,4%*	*15,5%*	*15,1%*
FAVÖK Marjı	*41,6%*	*42,0%*	*42,0%*	*41,0%*	*41,0%*	*41,0%*	*41,0%*	*41,0%*	*41,0%*	*41,0%*
FAVÖK	**137.320**	**180.222**	**225.469**	**273.066**	**331.433**	**397.758**	**464.609**	**536.106**	**619.086**	**712.850**
(-) Amortisman	72.701	94.402	118.103	146.523	177.842	213.431	249.302	287.666	332.193	382.505
FVÖK	**64.620**	**85.820**	**107.366**	**126.543**	**153.591**	**184.327**	**215.306**	**248.439**	**286.894**	**330.345**
(-) Vergiler	23.263	32.612	38.652	50.617	61.436	73.731	86.123	99.376	114.757	132.138
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı (NOPLAT)	**41.356**	**53.209**	**68.714**	**75.926**	**92.155**	**110.596**	**129.184**	**149.063**	**172.136**	**198.207**
(+) Amortisman	72.701	94.402	118.103	146.523	177.842	213.431	249.302	287.666	332.193	382.505
(-) Yatırım Harcamaları	170.166	184.908	173.396	200.337	225.719	259.670	290.521	320.836	353.953	394.287
(-) Net İşletme Sermayesi Artışı	(1.576)	562	614	736	811	922	929	994	1.154	1.304
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)	**(54.532)**	**(37.860)**	**12.807**	**21.376**	**43.466**	**63.436**	**87.036**	**114.900**	**149.223**	**185.121**
İskonto Faktörü	0,76	0,61	0,50	0,42	0,35	0,29	0,25	0,21	0,18	0,16

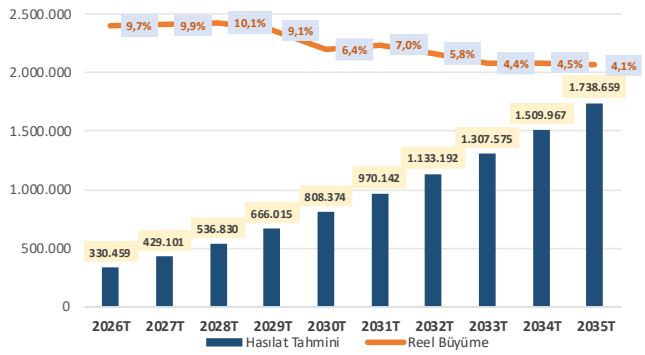
Uç Büyüme Oranı	4,5%
İndirgenmiş Uç Değer	234.638
İndirgenmiş FCFF Toplamı	86.585
Firma Değeri	**321.224**
(-) Net Borç	119.413
Özkaynak Değeri	**201.810**
Dolaşımdaki Hisse Sayısı	3.500
Hedef Fiyat	**57,66**
12 aylık hedef fiyat	**79,44**
Kapanış Fiyatı	50,55
Getiri Potansiyeli / (Düşüş)	**57,2%**

2026T Gelir Dağılımı



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

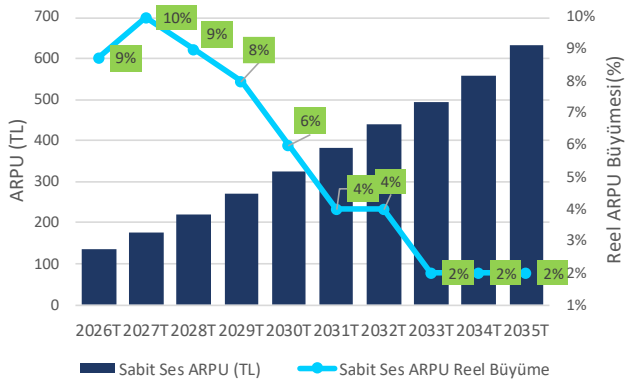
Gelir ve Reel Büyüme Tahmini (2026T–2035T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

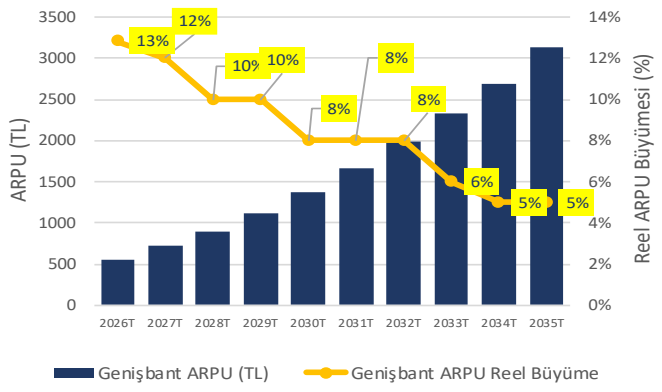
Gelirler. Geniş bant ve mobil tarifelerindeki fiyat ayarlamalarıyla gelirlerin 2026T'de 330 milyar TL'den 2035T'de 1.739 milyar TL'ye çıkacağını öngörüyoruz. Reel büyüme 2027T'de %9,9'a ulaşıyor. Fiyat ayarlamalarının enflasyonu aşmasıyla 2028T'de %10,1 ile zirve yapıyor. ARPU artışı normalleştikçe ve abone penetrasyonu doygunluğa yaklaştıkça reel büyüme 2029T'de %9,1'e iniyor, 2030–2031T'de %6–7 aralığında seyrediyor, 2032T'de %5,8'e ve 2033–2035T'de yaklaşık %4–4,5'e geriliyor.

Sabit Telefon ARPU'su (TL) ve Reel Büyüme (2026T–2035T)



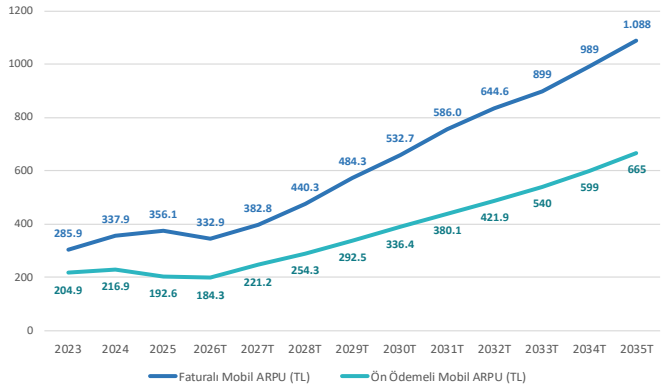
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Sabit Geniş Bant ARPU'su (TL) ve Reel Büyüme (2026T–2035T)



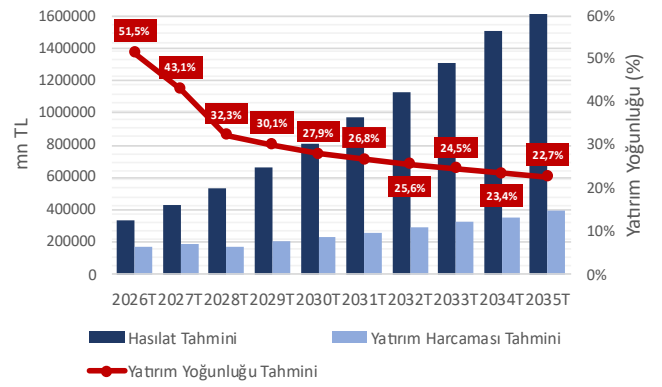
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Mobil ARPU (TL), Ön Ödemeli ve Faturalı (2026T–2035T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Yatırım Harcamaları ve Gelirlere Oranı (2026T–2035T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Gelir tahminimizi esas olarak fiyat ayarlamaları destekliyor. Büyük ölçüde olgunlaşan müşteri tabanında geniş bant abone sayısı yaklaşık 15,4–15,6 milyonda yatay seyrederken, sabit telefon aboneleri yılda %3–4 azalıyor. Mobilde büyümenin faturalı abonelerde yoğunlaşmasını ve bu grubun 2026T'de 28,1 milyondan 2035T'de 36,7 milyona ulaşmasını bekliyoruz. Fiyatlar kümülatif enflasyon oranın yetiştikçe ARPU, büyümenin başlıca kaynağı oluyor. Fiyat ayarlamalarının etkisinin kısa vadede en güçlü seviyede olmasını, reel gelir büyümesinin 2028T'de zirve yaptıktan sonra kademeli olarak yavaşlamasını bekliyoruz.

Bu eğilime en çok sabit geniş bant katkı sağlıyor. Reel ARPU artışının 2026T'de %13'ten 2027T'de %12'ye, 2030–2032T'de %8'e inmesini bekliyoruz. Gelir tabanı çok daha küçük olan sabit telefonda da reel ARPU artışı 2027T'de %10'dan 2035T'de %2'ye geriliyor. Fiyat artışları 2032T'ye kadar abone kaybını fazlasıyla telafi ediyor. Ardından reel sabit telefon geliri hafif düşüyor**.**

Mobilde büyümeyi giderek abone dağılımı belirliyor. Ön ödemeli ARPU 2027–2029T'de sınırlı reel artış gösteriyor, 2030T'den sonra enflasyona paralel seyrediyor. Faturalı ARPU ise zayıf geçen 2026T'nin ardından 2027T'de 398 TL'ye toparlanıyor. Faturalı abone tabanı genişledikçe bu segmentin büyümesi, fiyat artışlarına ek olarak mobil gelirleri daha fazla destekliyor.

***Yatırım harcamaları ve serbest nakit akışı*.** Yatırım harcamalarının geçici olarak zirve yaptığı dönemde, yatırım harcamalarının gelirlere oranı 2026T'de %51,5 oranıyla 2023–2025 mali yılları ortalamasının belirgin biçimde üzerine çıkıyor. Artışın çoğu 2026–2027T'de yoğunlaşan tek seferlik imtiyaz uzatma ve 5G lisans ödemelerinden kaynaklanıyor. Bunlar hariç bu oran, şirket beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu olarak 2026T'de %34, 2035T'de yaklaşık %22 seviyesindedir. Toplam yatırım harcamaları 2026T'de 170 milyar TL'den 2035T'de 394 milyar TL'ye yükseliyor. Bileşik yıllık artışın %9,8 ile gelirlerdeki %20,3'ün altında kalmasıyla toplam harcamaların gelirlere oranı 2028T'de %32,3'e, 2035T'de %22,7'ye düşüyor.

FAVÖK marjı %41–42 civarında yatay seyrederken yatırım harcamalarının zirvesi olan 2026T ve 2027T'de serbest nakit akışını negatiftir. . Baskı esas olarak lisans ve imtiyaz ödemelerinden kaynaklanıyor. Bu ödemeler hariç firmaya serbest nakit akışı iki yılda da pozitifolmaktadır. . Geçici baskı kısa vadeli değerlemeyi ve yükseliş potansiyelini sınırlıyor. Yatırım harcamalarının gelirlere oranı normalleşirken FAVÖK 137 milyar TL'den 713 milyar TL'ye çıkıyor. Firmaya serbest nakit akışı 2028T'de 13 milyar TL ile pozitife dönüyor ve 2035T'de 185 milyar TL'ye ulaşıyor.

2026–2027T'deki nakit akışı baskısına rağmen İNA modelimiz %57,2 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir . Değerlemenin önemli bir bölümü, yatırım harcamalarındaki düşüş sonrasında artmasını beklediğimiz serbest nakit akışına dayanmaktadır. .

Tahmin dönemi. Türk Telekom'un imtiyaz ödemeleri sürdüğü için nakit akışlarını 2035T'ye kadarmodelliyoruz. . 5G lisans bedelinin ödemesi 2027'de tamamlanırken, 100 milyon USD tutarındaki son imtiyazın taksiti 2035'te ödenecek. Böylece taahhüt edilen ödemeleri yıllık nakit akışına yansıtıyor ve büyük ölçüde uç değer öncesinde hesaba katıyoruz. 2035T'de bakım yatırım harcamalarının gelirlere oranı %22'de dengeleniyor, FAVÖK marjı %41'de kalıyor ve reel büyüme yaklaşık %4 oluyor. .

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM). Türkiye'deki dezenflasyona paralel olarak her yılın nakit akışını o yıla ait AOSM ile iskonto ediyoruz. AOSM 2026T'de %31,1'den 2035T'de %17,3'e geriliyor ve uç değer hesaplamasında bu seviyede kalıyor. **Özkaynak maliyeti.** Finansal varlık fiyatlama modelinde (CAPM) risksiz faiz oranı olarak, dezenflasyon varsayımımızla %31,7'den %15,0 seviyesine düşen 10 yıllık Türk devlet tahvili getirisini kullanıyoruz. Tahmin dönemi boyunca özkaynak risk primi %5,5, Beta 1,10. Özkaynak maliyetinin %37,8'den %21,1'e düşüşü, risksiz faiz oranındaki normalleşmeyi yansıtıyor. **Borçlanma maliyeti.** Türk Telekom'un banka kredileri ve tahvillerini içeren borçlanma yapısını ve vergi kalkanını hesaba katıyoruz. Vergi sonrası borçlanma maliyeti 2026T'de %21,6'dan 2032T'de %8,5'e geriliyor.

AOSM (%)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Risksiz Faiz Oranı	31,7%	25,0%	22,0%	20,0%	18,0%	17,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Özkaynak Risk Primi (%)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Özkaynak Maliyeti (Ke)	37,78%	31,05%	28,05%	26,05%	24,05%	23,05%	21,05%	21,05%	21,05%	21,05%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	21,60%	14,55%	11,72%	10,99%	10,99%	9,76%	8,52%	8,52%	8,52%	8,52%
Hedef Borç Ağırlığı	41%	40%	40%	35%	35%	30%	30%	30%	30%	30%
AOSM (%)	31,1%	24,4%	21,5%	20,8%	19,5%	19,1%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%

Göreceli Değerleme Modeli ve Varsayımları

Hedef fiyat tahminimizi borsada işlem gören benzer telekomünikasyon şirketlerinin çarpanlarıyla karşılaştırıyoruz. Borsa İstanbul'da doğrudan karşılaştırılabilir şirket sayısı sınırlı olduğundan karşılaştırma grubunu uluslararası operatörlerle genişlettik. Bu seçimde pazar yapısı, büyüme ve risk yapılarını dikkate aldık.

Benzer şirketleri pazar olgunluğu ve risk düzeyine göre üç grupta ele alıyoruz. Bunlar **(1) Türkiye ve Körfez operatörleri, (2) Orta ve Doğu Avrupa operatörleri ve (3) gelişmiş Avrupa pazarlarındaki** operatörler. Faaliyet koşulları, pazar dinamikleri ve büyüme profilleri Türk Telekom'a daha yakın olan Turkcell'e (%30), Körfez operatörlerine (%25) ve Orta ve Doğu Avrupa'daki benzer şirketlere (%30) daha yüksek ağırlık veriyoruz. Daha olgun pazarlarda faaliyet gösteren ve farklı risk-getiri profillerine sahip gelişmiş Avrupa operatörlerine %15 ağırlık veriyoruz.

Peers Valuation		P/E		EV/EBITDA					
Companies		2026F	2027F	2026F	2027F	MCap TL	Mcap USD	Country	Weight
TCELL TI Equity	Turkcell Iletisim Hizmet AS	6,1x	4,8x	2,2x	1,7x	211.640	4.202	Türkiye	30%
ETEL EY Equity	Telecom Egypt	7,4x	6,4x	5,2x	4,7x	227.041	4.248	Egypt	10%
ETISALAT UH Equity	Emirates Telecom Group Co	13,6x	14,3x	6,3x	6,0x	193.938	52.801	Uae	10%
OTEL OM Equity	Oman Telecommunications Co	9,8x	10,6x	5,0x	4,6x	1.033	2.682	Oman	5%
MTELEKOM HB Equity	Magyar Telekom Telecommunica	11,4x	11,2x	6,8x	6,6x	2.667.685	8.068	Hungary	10%
PROX BB Equity	Proximus	6,7x	6,7x	3,6x	3,6x	2.180	2.411	Belgium	10%
HTO GA Equity	Hellenic Telecommun Organiza	11,4x	10,9x	5,9x	5,7x	7.621	8.428	Greece	10%
TKA AV Equity	Telekom Austria Ag	8,6x	8,0x	3,4x	3,3x	5.874	6.496	Austria	10%
TEF SM Equity	Telefonica Sa	10,5x	8,4x	4,9x	4,8x	19.732	21.822	Spain	5%
									100%
TTKOM TI Equity	Turk Telekomunikasyon AS	5,0x	3,7x	2,2x	1,6x	177.975	3.534	Türkiye	

Türk Telekom'un 2026T F/K ve FD/FAVÖK çarpanları 5,0x ve 2,2x, benzer şirketlerin ağırlıklı ortalamaları ise 8,8x ve 4,3x. Bu fark sırasıyla yaklaşık %43 ve %50 iskontoya işaret ediyor. Çarpanlar yalnızca Turkcell'e (6,1x F/K, 2,2x FD/FAVÖK) yakın. Körfez ile Orta ve Güneydoğu Avrupa operatörlerinin çarpanlarının yüksek olması, ülke riski ve piyasa koşullarındaki farkları yansıtmaktadır. Değerlemedeki farklılık, ağırlıklı olarak Türkiye'nin ülke risk priminden kaynaklanmaktadır. Dezenflasyon sürdükçe kârlar daha öngörülebilir hâle geldikçe ve yatırım döngüsü normalleştikçe bu çarpanlar yükselebilir.

Çarpanlara Dayalı Değerleme	F/K 2026T	F/K 2027T	FD/FAVÖK 2026T	FD/FAVÖK 2027T
Medyan	9,8x	8,4x	5,0x	4,7x
Sektör Ortalaması	8,8x	8,1x	4,3x	4,0x
TTKOM	5,0x	3,7x	2,2x	1,6x
Prim / (İskonto)	**-43,2%**	**-55,1%**	**-49,6%**	**-58,6%**
Çarpanlara Göre Özsermaye ve Firma Değeri (mn TL)	**249.382**	**315.196**	**470.584**	**573.132**
(-) Net Borç (mn TL)			119.413	119.413
Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri (mn TL)	**249.382**	**315.196**	**351.171**	**453.718**
Ağırlık	50%	0%	50%	0%
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	**300.276**			

Dolaşımdaki Pay Sayısı	3.500,00
Hedef Fiyat	**85,79**
Kapanış Fiyatı	50,55
12 Aylık Hedef Fiyat	118,21
Getiri Potansiyeli	**134%**

Özkaynak değerini ve hedef fiyatı, benzer şirketlerden çıkan çarpanları 2026T tahminlerimize uygulayıp bu değeri %20 iskonto ederek hesaplıyoruz. USD bazında Gordon büyüme modeli ve ülke risk primlerine göre özkaynak maliyeti Türk Telekom için %13,2, benzer şirketlerin ağırlıklı ortalaması için %10,1. Aradaki fark, Türkiye'nin %4,66'lık ülke risk primi ile benzer şirketlerin %1,53'lük ortalamasını yansıtıyor. Türk Telekom'un daha yüksek büyüme beklentisi (%4,0'a karşı %2,5) hesaba katıldığında model %17,7 iskonto vermektedir. . Modelin dışında kalan regülatif riskler ve enflasyon muhasebesi için bu oranı %20'ye yuvarlıyoruz. Bu oran, işlem çarpanlarının işaret ettiği yaklaşık %50 iskontonun altında kaldığından, değerleme sonucumuz çarpanlarda kısmi bir yükseliş öngörmektedir.

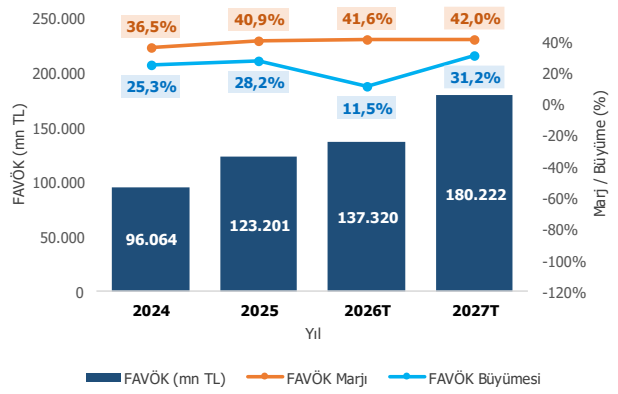
Duyarlılık Analizi: Emsal Bazlı Hedef Değer ve Türkiye / GOP İskontosu

Emsallere İskonto	F/K 2026T Özsermaye Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK 2026T Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlıklı Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
0%	311.728	468.817	390.272	153,63	203,9%
20%	**249.382**	**351.171**	300.276	118,21	133,8%
30%	218.209	292.348	255.279	100,49	98,8%
40%	187.037	233.525	210.281	82,78	63,8%
50%	155.864	174.702	165.283	65,06	28,7%
Model bazı (%20)			**300.276**	**118,21**	**133,8%**

Benzer şirket çarpanlarına uygulanan iskontodaki her %10'luk artış, bu yöntemle hesaplanan 12 aylık hedef fiyatı yaklaşık 17,7 TL düşürmektedir. . Türk Telekom, 2026T tahminlerine göre benzer şirketlerin ağırlıklı ortalamasına kıyasla F/K'da %43 ve FD/FAVÖK'te %50 iskontoludur. %20 iskonto varsayımımız, mevcut değerleme farkının yarısından az kısmının süreceğini öngörüyor. Göreceli değerleme yönteminin %25 ağırlığı, bu varsayımın ağırlıklı hedef fiyata etkisini sınırlıyor. %50 iskonto uygulansa bile hedef fiyat, mevcut fiyata göre yükseliş potansiyeli taşımaktadır. .

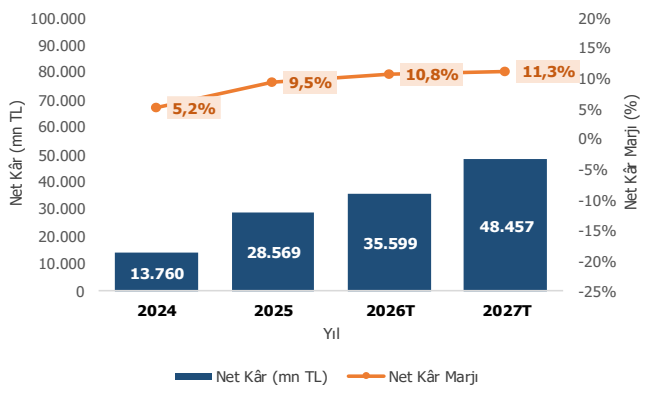
Finansal Tahminlere Genel Bakış

FAVÖK ve FAVÖK Marjı (2024–2027T)



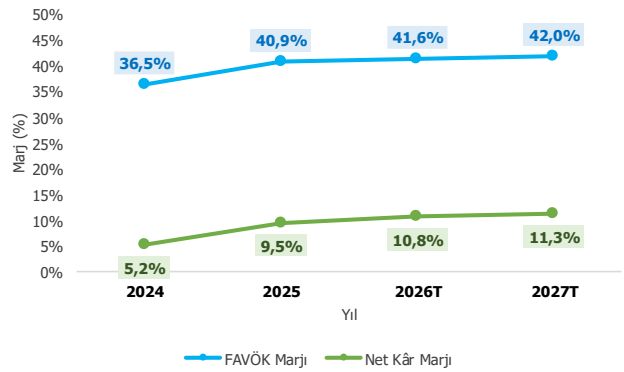
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Net Kâr ve Net Kâr Marjı (2024–2027T)



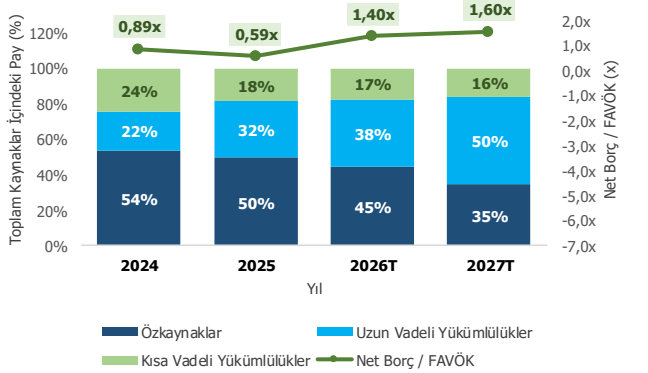
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Kâr Marjları (2024–2027T)



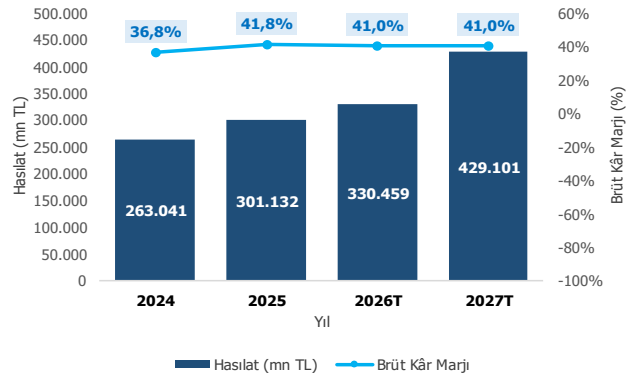
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Sermaye Yapısı ve Net Borç/FAVÖK (%, 2024–2027T)



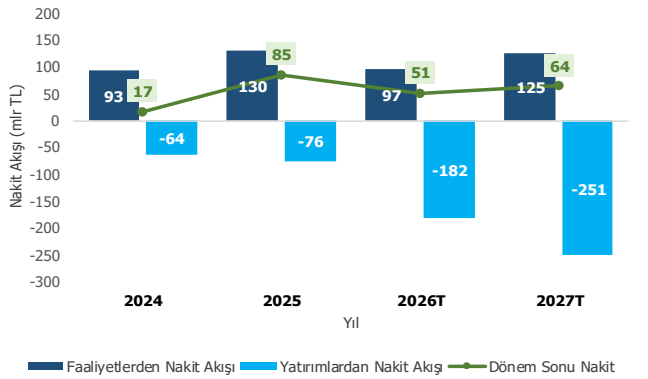
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Gelirler ve Brüt Kâr Marjı (2024–2027T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Nakit Akışı (2024–2027T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Finansal Veriler Milyon TL	2024	2025	2026T	2027T
Ciro	263.041	301.132	330.459	429.101
Brüt Kâr	96.733	125.814	135.488	175.931
Brüt Kâr Marjı	36,8%	41,8%	41,0%	41,0%
Esas Faaliyet Karı	37.452	64.521	64.620	85.820
FAVÖK	96.064	123.201	137.320	180.222
FAVÖK Büyümesi	25,3%	28,2%	11,5%	31,2%
FAVÖK Marjı	36,5%	40,9%	41,6%	42,0%
Vergi Öncesi Kâr	40.119	54.589	55.623	78.156
Vergi Gideri	26.359	26.020	20.024	29.699
Net Kâr	13.760	28.569	35.599	48.457
Net Kâr Marjı	5,2%	9,5%	10,8%	11,3%
Net İşletme Sermayesi	4.364	3.460	1.884	2.446

Bilanço (mn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	96.773	143.156	131.767	226.807
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.257	83.220	51.347	64.218
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	35.567	40.086	43.990	57.121
Stoklar	4.470	2.278	2.534	3.290
Diğer Dönen Varlıklar	44.479	17.571	33.896	102.178
Duran Varlıklar	342.995	387.255	485.715	577.108
Toplam Varlıklar	439.767	530.411	617.482	803.915
Kısa Vadeli Yükümlülükler	105.111	94.411	106.513	125.628
Uzun Vadeli Yükümlülükler	96.933	171.903	235.263	398.109
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	237.723	264.096	275.706	280.177
Ödenmiş Sermaye	4.351	3.500	3.500	3.500
Net Dönem Kârı/Zararı (Ana Ortaklık)	13.760	28.569	35.599	48.457
Toplam Kaynaklar (Özkaynak Dahil)	439.767	530.411	617.482	803.915

Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
F/K	10,8x	6,3x	5,0x	3,7x
FD/FAVÖK	2,4x	2,0x	2,2x	1,6x
PD/DD	0,62x	0,68x	0,65x	0,64x
Özkaynak Karlılığı	5,8%	10,8%	12,9%	17,3%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	4,0%	10,0%	8,8%	9,4%
Net Borç	85.358	72.139	192.249	288.356
Net Borç / FAVÖK	0,89x	0,59x	1,4x	1,6x
Net Borç / Özkaynaklar	0,36x	0,27x	0,70x	1,03x

Nakit Akış Tablosu (mn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	24.782	10.078	83.220	51.347
Net Kâr	13.760	28.569	35.599	48.457
Net Kar Düzeltmeleri	87.571	97.660	59.483	77.238
- Amortisman	58.613	58.680	72.701	94.402
İşletme Sermayesindeki Değişim	-8.588	3.908	1.576	-562
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı	92.743	130.137	96.658	125.132
Yatırım ve Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-63.894	-75.659	-182.248	-251.178
Finansal Borçlardaki Değişim	-40.011	40.595	64.489	165.737
Diğer Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	5.691	-11.797	-23.989	-43.985
Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit Akışı	-34.319	28.798	40.499	121.752
Toplam Nakit Akışı	-7.852	75.292	-31.873	12.871
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	16.930	85.370	51.347	64.218

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

Turkcell Değerlemesi

Ağırlıklı Değerleme Yaklaşımı

İNA ve göreceli değerlemeye sırasıyla %75 ve %25 ağırlık vererek 12 aylık hedef fiyatımızı 162,97 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef fiyatımız, 12 Kasım kapanışa göre %69 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. İNA modeli **153,41 TL (%59,1 yükseliş potansiyeli)** sonucunu veriyor. Model, Turkcell'in yatırım harcamalarının gelirlere oranının 2026T'de %47 seviyesine çıkarak zirve yapıp 2032T'de yaklaşık %26'ya inmesini, ardından firmaya serbest nakit akışındaki (FCFF) toparlanmayı ve dezenflasyonun iskonto oranına etkisini içermektedir. Göreceli değerleme ise **191,80 TL (%98,9 yükseliş potansiyeli)** sonucunu veriyor. Bunlar piyasanın benzer operatörleri nasıl fiyatladığını gösteriyor. Turkcell, F/K ve FD/FAVÖK'te benzer şirket medyanına göre %28–57 iskontolu işlem görmektedir.

Türk Telekom'da olduğu gibi İNA'ya %75, benzer şirket çarpanlarına %25 ağırlık veriyoruz. İNA, yatırım harcamalarının 5G lisansı ve Google Cloud taahhütlerinden dolayı 2026–2027T'de zirve yapmasını hesaba katmaktadır. Daha istikrarlı pazarlarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanları ise Türkiye'ye özgü riskleri tam yansıtmayabilir. İki değerleme yönteminin ayrıntıları aşağıdaki gibidir. .

Yöntem	Hedef Fiyat (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Katkı (TL)	Getiri Potansiyeli / (Kayıp)
İNA Değerlemesi	153,41	75%	115,02	59,1%
Çarpan Analizi (Benzer Şirketler)	191,80	25%	47,95	98,9%
Toplam		**100%**	**162,97**	

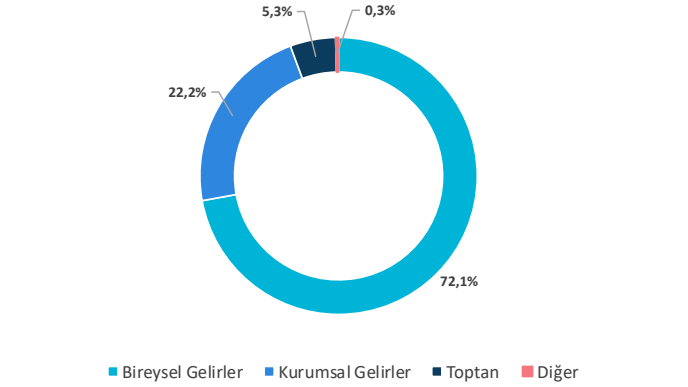
Ağırlıklı Hedef Fiyat (TL)	**162,97**
Kapanış Fiyatı (TL)	**96,45**
Ağırlıklı Getiri Potansiyeli / (Kayıp)	**69%**

İNA Modeli ve Varsayımları

FCFF Değerlemesi (mn TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Hasılat	**329.191**	**432.579**	**530.855**	**646.292**	**778.599**	**909.286**	**1.046.577**
Nominal Hasılat Büyümesi		*31,4%*	*22,7%*	*21,7%*	*20,5%*	*16,8%*	*15,1%*
FAVÖK Marjı	*42,3%*	*41,7%*	*41,2%*	*40,8%*	*40,5%*	*40,3%*	*40,1%*
FAVÖK	**139.248**	**180.386**	**218.712**	**263.687**	**315.333**	**366.442**	**419.677**
(-) Amortisman ve İtfa (D&A)	82.298	108.145	132.714	161.573	194.650	227.321	261.644
FVÖK	**56.950**	**72.241**	**85.999**	**102.114**	**120.683**	**139.121**	**158.033**
(-) Vergiler	14.238	18.060	21.500	25.529	30.171	34.780	39.508
NOPLAT	**42.713**	**54.181**	**64.499**	**76.586**	**90.512**	**104.341**	**118.525**
(+) Amortisman ve İtfa (D&A)	82.298	108.145	132.714	161.573	194.650	227.321	261.644
(-) Yatırım Harcamaları (CAPEX)	153.845	139.733	141.057	167.578	201.119	234.199	268.782
(-) Net İşletme Sermayesi Artışı	(4.831)	(4.997)	(3.737)	(5.697)	(6.697)	(2.591)	(1.811)
Borçsuz Serbest Nakit Akışı (FCFF)	**(24.004)**	**27.589**	**59.892**	**76.278**	**90.740**	**100.054**	**113.197**
İskonto Faktörü	0,75	0,60	0,49	0,40	0,33	0,28	0,23

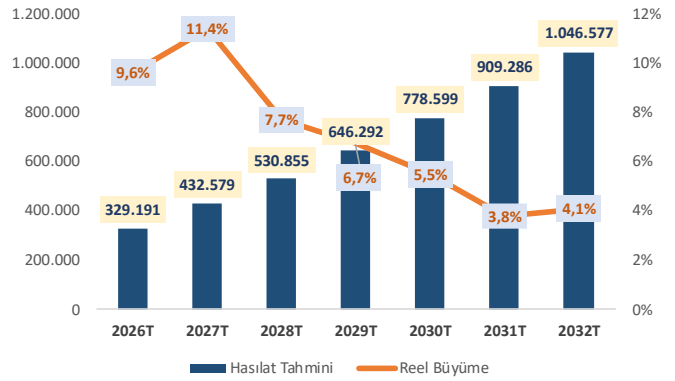
Sürekli Büyüme Oranı	4,0%
İskonto Edilmiş Terminal Değer	199.859
İskonto Edilmiş FCFF Toplamı	141.952
Firma Değeri (FD)	**341.811**
(-) Net Borç	96.861
Özsermaye Değeri	**244.950**
Dolaşımdaki Pay Sayısı	2.200
Hedef Fiyat	**111,34**
12 Aylık Hedef Fiyat	**153,41**
Kapanış Fiyatı	96,45
Yükseliş / Düşüş Potansiyeli	**59,1%**

2026T Turkcell Türkiye Gelir Dağılımı



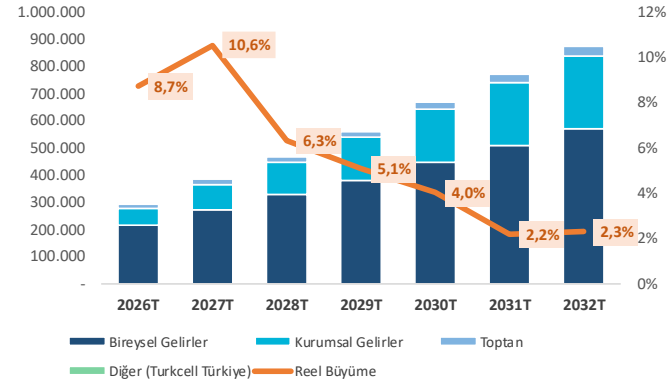
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Gelir ve Reel Büyüme Tahmini (2026T–2032T)



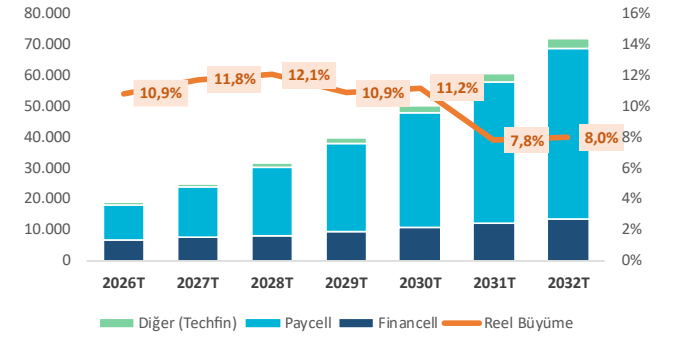
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Turkcell Türkiye Gelir Dağılımı ve Reel Büyüme (2026T–2032T)



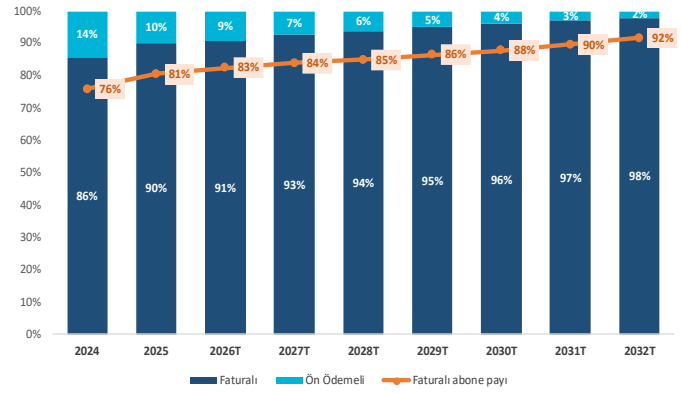
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Techfin Gelir Dağılımı ve Reel Büyüme (2026T–2032T)



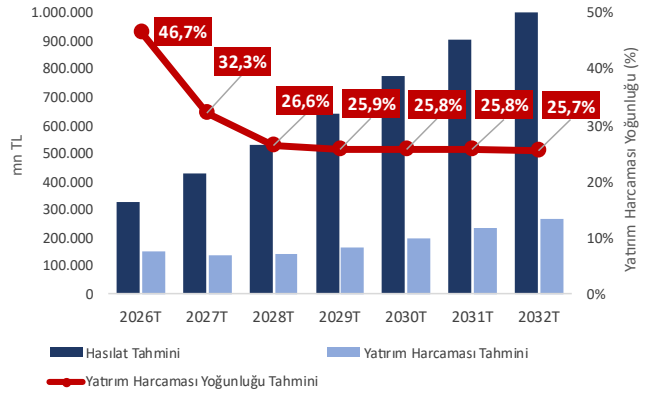
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Turkcell Türkiye Faturalı ve Ön Ödemeli Mobil Gelirleri



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Yatırım Harcamalarının Gelirlere Oranı (2026T–2032T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Gelirler. Konsolide gelirlerin 2026T'de 329 milyar TL'den 2032'de 1.047 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Reel büyümenin %11,4 ile zirve yapmasını öngördüğümüz 2027T'de kurumsal gelirlerin

reel olarak %20, faturalı abone sayısının %5 ve Paycell gelirlerinin reel olarak %25 artmasını bekliyoruz. Kurumsal gelirlerdeki büyümenin normalleşmesi ve abone kazanımının kademeli olarak yavaşlamasıyla reel büyümenin 2031–2032T döneminde yaklaşık %4'e gerilemesini öngörüyoruz. Türkiye'de mobil penetrasyon oranı hâlihazırda %100'ün belirgin biçimde üzerinde seyretmektedir. Faturalı tarifelere geçiş potansiyeli bulunan ön ödemeli abone tabanı ise daralmaya devam etmektedir.

Bireysel mobil hizmetler ana faaliyet alanı olmayı sürdürüyor. Daha yüksek değer yaratan faturalı hizmetlerin gelirdeki payının giderek artmasını bekliyoruz. Faturalı ARPU'nun kısa vadede enflasyonu bir miktar aşacağını, sonrasında enflasyona paralel seyredeceğini öngörüyoruz. Faturalı abone kazanımı, ARPU artışı ve ön ödemeliden faturalıya geçişler bireysel gelirleri destekliyor. Ön ödemeli abonelerin 2026T'de 7,2 milyondan 2032T'de 6,5 milyona düşmesini, faturalı hizmetlerin mobil gelirdeki payının %90,7'den yaklaşık %98'e çıkmasını bekliyoruz. Dijital hizmetlere ve veri merkezlerine yönelik talep sayesinde kurumsal iş kolunun Turkcell Türkiye'de en hızlı büyüyen iş kolu olarak kalmasını ve segment gelirlerindeki payının %22,2'den %30,4'e çıkmasını öngörüyoruz. Turkcell Türkiye dışında Techfin gelirlerinin 18,8 milyar TL'den 72,1 milyar TL'ye çıkmasını bekliyoruz. Paycell daha hızlı büyürken Financell gelirleri 2027–2028T'de reel olarak daralıyor ve ardından dengeleniyor. Techfin'in konsolide gelirlere katkısı %5,7'den %6,9'a yükseliyor.

Yatırım harcamaları ve serbest nakit akışı. Geçici yatırım zirvesinde harcamaların gelirlere oranı 2026T'de %46,7'ye ulaşıyor, 2027T'de %32,3'e düşüyor. Artış büyük ölçüde yaklaşık 2,5 milyar USD tutarındaki ek taahhütten kaynaklanıyor. Bunun 1,47 milyar USD 2026–2027T'deki 5G lisans taksitleri ve ilgili KDV ödemelerinden, yaklaşık 1 milyar USD ise 2032T'ye kadar süren Google Cloud iş ortaklığı taahhüdünden oluşuyor. Bu kalemler hariç oran 2026T'de %23, 2027T'den itibaren %24,5. Söz konusu ödemeler sona erdikçe toplam yatırım harcamalarının gelirlere oranının 2032T'de %25,7'ye gerileyerek normalleşmesini bekliyoruz.

Google Cloud harcaması, lisans ödemelerinden farklı olarak ek veri merkezi ve bulut kapasitesi sağlayan bir büyüme yatırımıdır. Bu harcama mevcut şebekenin bakımına ayrılmıyor. USD cinsinden taahhüt, tahmin dönemine yayılıyor. Yıllık ödemeler 2026–2028T'de 167 milyon USDndan 2029–2032T'de 125 milyon USDna düşüyor. TL maliyeti kura duyarlı kalırken bu kalemin ağırlığı, büyüyen gelir tabanına kıyasla azalıyor. Ek kapasite devreye girip kullanım arttıkça yatırımın kurumsal gelir segmentinde büyümeyi desteklemesini bekliyoruz.

Yatırım harcamalarındaki artış, %42,3 FAVÖK marjına rağmen 2026T'de firmaya serbest nakit akışını (FCFF) −24,0 milyar TL'ye indiriyor. Geçici nakit akışı baskısı esas olarak yüksek yatırım harcamalarından kaynaklanıyor ve faaliyet performansında zayıflamaya işaret etmiyor. FCFF 2027T'de 27,6 milyar TL ile pozitife dönüyor. Yatırım harcamalarının gelirlere oranı normalleştikçe ve şirketin nakit yaratma kapasitesi arttıkça FCFF'nin 2032T'de 113,2 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Kısa vadeli nakit çıkışına rağmen, İNA modelinin öngördüğü 153,41 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımız **%59,1** yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Yatırım harcamalarındaki düşüşten sonra serbest nakit akışının güçlenmesi, değerlemenin en önemli tezlerinden biridir.

Tahmin dönemi. Nakit akışlarını 2032T'ye kadar yıl bazında tahmin ediyoruz. Bu tarihe kadar tüm 5G lisans taksitleri ödenmiş olacak ve Google Cloud taahhüdü son yılına girecek. Yatırım harcamalarının gelirlere oranının yaklaşık %25,7'ye gerileyerek normalleşmesini ve reel gelir büyümesinin yaklaşık %4,1'e yavaşlamasını bekliyoruz. Tahmin dönemi sonrasındaki nakit akışlarını, nominal TL bazında %4 sonsuz büyüme oranı varsayımıyla hesapladığımız uç değer üzerinden değerlemeye yansıtıyoruz. Uç değer, tahmin döneminin son yılındaki yeniden yatırım gereksinimlerini içeren 2032T serbest nakit akışını esas alıyor.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM). Türkiye'deki dezenflasyon nedeniyle her yılın nakit akışını o yıla ait AOSM ile iskonto ediyoruz. AOSM 2026T'de %32,5'ten 2032T'de %17,8'e geriliyor ve uç değer hesabında bu seviyede kalıyor. **Özkaynak maliyeti**. Finansal varlık fiyatlama modelinde (CAPM) risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık Türk devlet tahvili getirisini kullanıyoruz. Bu oran dezenflasyon varsayımımıza göre %31,7'den %15,0 seviyesine düşüyor. Özkaynak risk primi %5,5'te, beta 1,10'da sabitken özkaynak maliyetinin %37,8'den %21,0'a düşüşü tamamen risksiz faiz oranından kaynaklanıyor. **Borçlanma maliyeti.** Banka kredileri ve tahvillerden oluşan borçlanma yapısını ve vergi kalkanını hesaba katıyoruz. Vergi sonrası borçlanma maliyeti 2026T'de %24,8'den 2032T'de %10,2'ye düşüyor. Lisans ödemeleri sona erdikçe borcun ağırlığının 2026T'deki %41'den 2029T'den itibaren %30 hedefine gerilemesini bekliyoruz.

AOSM (%)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	31,7%	25,0%	22,0%	20,0%	18,0%	17,0%	15,0%
Hisse Senedi Risk Primi (%)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Özkaynak Maliyeti (Ke)	37,78%	31,05%	28,05%	26,05%	24,05%	23,05%	21,05%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	24,75%	17,08%	13,24%	13,24%	13,24%	11,71%	10,17%
Hedef Borç Ağırlığı	41%	35%	35%	30%	30%	30%	30%
AOSM (%)	32,5%	26,2%	22,9%	22,2%	20,8%	19,6%	17,8%

Göreceli Değerleme Modeli ve Varsayımlar

Hedef fiyatın ikinci bileşeni olan göreceli değerlemeyi kullanarak Turkcell'i borsada işlem gören üç operatör grubuyla karşılaştırıyoruz. **(1) Türkiye ve Körfez ülkelerindeki operatörler, (2) Orta ve Doğu Avrupa'daki operatörler ve (3) gelişmiş Avrupa piyasalarındaki operatörler**. Faaliyet koşulları, pazar dinamikleri ve büyüme profilleri Turkcell'e daha yakın olduğu için Türk Telekom'a (%30), Körfez ülkelerindeki operatörlere (%25) ve Orta ve Doğu Avrupa'daki benzer şirketlere (%30) daha yüksek ağırlık veriyoruz. Daha olgun piyasalarda faaliyet gösteren ve farklı risk-getiri profillerine sahip olan gelişmiş Avrupa operatörlerine ise %15 ağırlık veriyoruz.

Peers Valuation		P/E		EV/EBITDA					
	Companies	2026F	2027F	2026F	2027F	MCap TL	Mcap USD	Country	Weight
TTKOM TI Equity	Turk Telekomunikasyon AS	5,0x	3,7x	2,2x	1,6x	177.975	3.534	Türkiye	30%
ETEL EY Equity	Telecom Egypt	7,4x	6,4x	5,2x	4,7x	227.041	4.248	Egypt	10%
ETISALAT UH Equity	Emirates Telecom Group Co	13,6x	14,4x	6,3x	6,0x	194.633	52.990	Uae	10%
OTEL OM Equity	Oman Telecommunications Co	9,8x	10,6x	5,0x	4,6x	1.033	2.682	Oman	5%
MTELEKOM HB Equity	Magyar Telekom Telecommunica	11,4x	11,2x	6,8x	6,6x	2.667.685	8.068	Hungary	10%
PROX BB Equity	Proximus	6,7x	6,7x	3,6x	3,6x	2.180	2.411	Belgium	10%
HTO GA Equity	Hellenic Telecommun Organiza	11,4x	10,9x	5,9x	5,7x	7.621	8.428	Greece	10%
TKA AV Equity	Telekom Austria Ag	8,6x	8,0x	3,4x	3,3x	5.874	6.496	Austria	10%
TEF SM Equity	Telefonica Sa	10,5x	8,4x	4,9x	4,8x	19.732	21.822	Spain	5%
									100%
TCELL TI Equity	Turkcell Iletisim Hizmet AS	6,1x	4,8x	2,2x	1,7x	211.750	4.204	Türkiye	

Turkcell, 2026T tahminlerine göre 6,1x F/K ve 2,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Benzer şirketlerin ağırlıklı ortalama çarpanları sırasıyla 8,4x ve 4,3x olup bu seviyeler F/K'da %28, FD/FAVÖK'te %48 iskonto anlamına gelmektedir. Turkcell'in FD/FAVÖK çarpanı yalnızca Türk Telekom'a (5,0x F/K ve 2,2x FD/FAVÖK) yakın seviyedeyken grubun geri kalanına göre iskontoludur. Körfez ülkeleri ile Orta ve Güneydoğu Avrupa'daki telekomünikasyon şirketleri, ülke riski ve piyasa koşullarındaki farklılıklar nedeniyle belirgin şekilde daha yüksek çarpanlarla işlem görmektedir. . Benzer şirketlere göre değerlemedeki farklılıkta, , Türkiye'nin ülke risk priminin daha belirleyici olduğu görülmektedir. Dezenflasyon ilerledikçe, kârların öngörülebilirliği arttıkça ve yatırım döngüsü normalleştikçe Turkcell'in işlem gördüğü çarpanlar yükselebilir.

Çarpanlara Dayalı Değerleme	F/K 2026T	F/K 2027T	FD/FAVÖK 2026T	FD/FAVÖK 2027T
Medyan	9,8x	8,4x	5,0x	4,7x
Sektör Ortalaması	8,4x	7,8x	4,3x	4,0x
TCELL	6,1x	4,8x	2,2x	1,7x
Prim / (iskonto)	**-27,5%**	**-38,8%**	**-48,0%**	**-56,7%**
Çarpanlara Göre Özsermaye ve Firma Değeri (mn TL)	**234.021**	**277.425**	**475.353**	**570.931**
(-) Net Borç (mn TL)			96.861	96.861
Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri (mn TL)	**234.021**	**277.425**	**378.492**	**474.070**
Ağırlık	50%	0%	50%	0%
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	**306.257**			

Dolaşımdaki Pay Sayısı	2.200,00
Hedef Fiyat	**139,21**
Kapanış Fiyatı	96,45
12 Aylık Hedef Fiyat	191,80
Getiri Potansiyeli	**99%**

Türkiye'nin daha yüksek ülke riskinden dolayı benzer şirket çarpanlarına %20 iskonto uyguluyoruz. USD bazında Gordon büyüme modeli ve Damodaran'ın güncel ülke risk primi tahminlerine göre özkaynak maliyeti Turkcell'de %13,2, benzer şirketlerin ağırlıklı ortalamasında ise %10,1 olarak hesaplanmaktadır. Türkiye'nin ülke risk primi %4,66, benzer şirketlerin ortalaması %1,53. Turkcell'in daha yüksek büyüme beklentisi (%4,0'a karşı %2,5) hesaba katıldığında model yaklaşık %17,4 iskonto vermektedir. Regülatif riskler, , enflasyon muhasebesi ve likidite riskinden dolayı bu oranı %20'ye yuvarlıyoruz. Bu oran, mevcut çarpanların işaret ettiği yaklaşık %28–58 aralığının altında kaldığından değerlememiz çarpanlarda kısmi bir yükseliş öngörüyor.

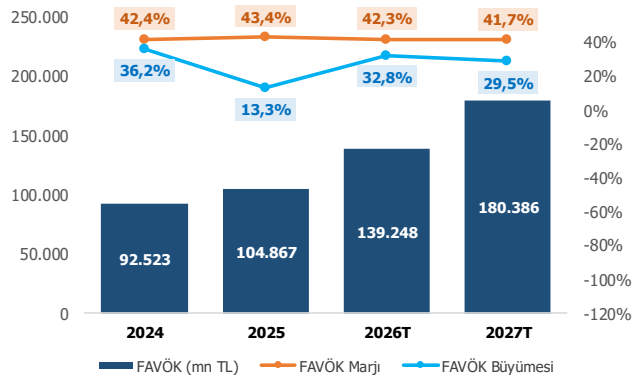
Duyarlılık Analizi: Emsal Bazlı Hedef Değer ve Türkiye / GOP İskontosu

Emsallere İskonto	F/K 2026T Özsermaye Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK 2026T Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlıklı Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli
0%	292.527	497.331	394.929	247,33	**156,4%**
20%	**234.021**	**378.492**	306.257	191,80	**98,9%**
30%	204.769	319.073	261.921	164,03	**70,1%**
40%	175.516	259.654	217.585	136,27	**41,3%**
50%	146.263	200.235	173.249	108,50	**12,5%**
	Model bazı (%20)		**306.257**	**191,80**	**98,9%**

Benzer şirket çarpanlarına uyguladığımız iskontodaki her %10'luk değişim, bu çarpanlara dayalı 12 aylık hedef fiyatımızı yaklaşık 27,8 TL değiştirmektedir. Güncel hisse fiyatına göre Turkcell, benzer şirketlerin ağırlıklı ortalama çarpanlarına kıyasla yaklaşık %40 iskontolu işlem görmektedir. (2026T'de F/K bazında %28, FD/FAVÖK bazında %48). Dolayısıyla, %20 iskonto varsayımımız mevcut değerleme farkının yaklaşık yarısının devam edeceğini öngörmektedir. Göreceli değerlemeye verdiğimiz %25 ağırlık, bu varsayımın nihai hedef fiyata etkisini sınırlıyor. İskonto %50'ye çıksa bile ağırlıklı hedef fiyatımız mevcut hisse fiyatına göre yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

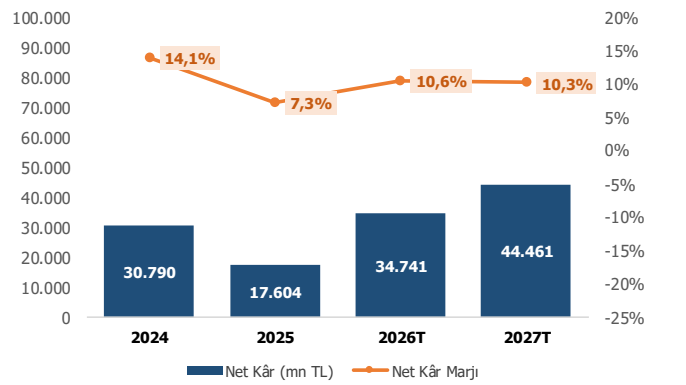
Finansal Tahminlere Genel Bakış

FAVÖK ve FAVÖK Marjı (2024–2027T)



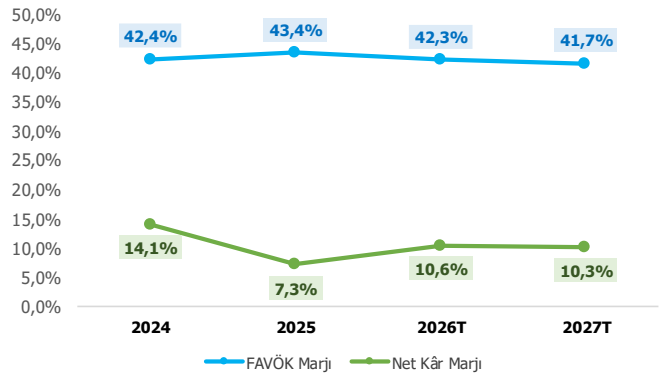
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Net Kâr ve Net Kâr Marjı (2024–2027T)



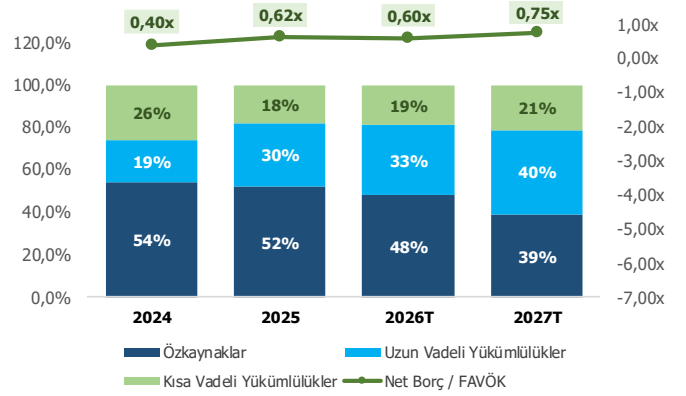
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Kâr Marjları (2024–2027T)



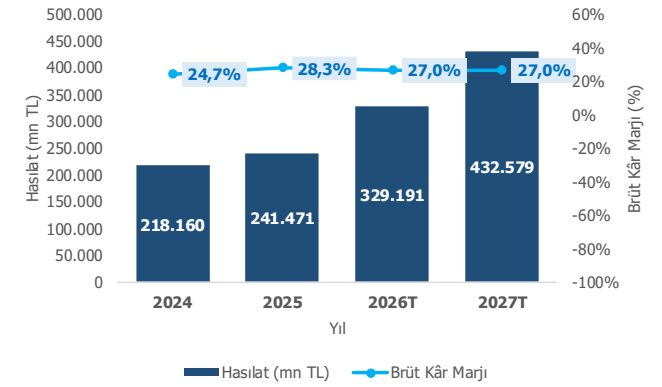
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Sermaye Yapısı ve Net Borç/FAVÖK (%, 2024–2027T)



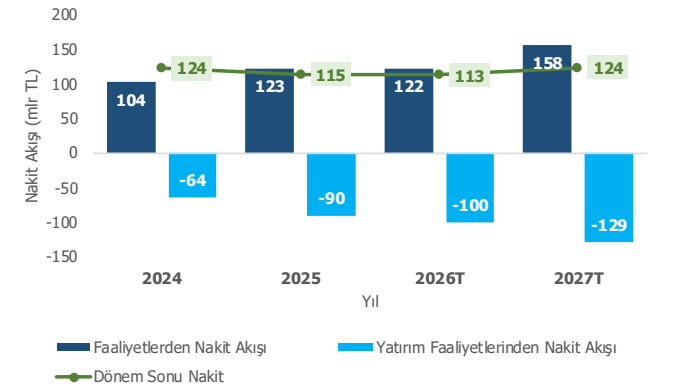
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Gelirler ve Brüt Kâr Marjı (2024–2027T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Nakit Akışı (2024–2027T)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Finansal Veriler Milyon TL	2024	2025	2026T	2027T
Ciro	218.160	241.471	329.191	432.579
Brüt Kâr	53.834	68.346	88.882	116.796
Brüt Kâr Marjı	24,7%	28,3%	27,0%	27,0%
Esas Faaliyet Karı	30.446	41.517	56.950	72.241
FAVÖK	92.523	104.867	139.248	180.386
FAVÖK Büyümesi	36,2%	13,3%	32,8%	29,5%
FAVÖK Marjı	42,4%	43,4%	42,3%	41,7%
Vergi Öncesi Kâr	20.881	31.190	61.848	74.102
Vergi Gideri	6.369	13.399	27.107	29.641
Net Kâr	30.790	17.604	34.741	44.461
Net Kâr Marjı	14,1%	7,3%	10,6%	10,3%
Net İşletme Sermayesi	-7.037	-9.701	-14.532	-19.529

Bilanço (mn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	148.815	194.716	209.609	240.891
Nakit ve Nakit Benzerleri	90.230	114.158	113.407	124.376
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	21.872	29.728	40.527	53.256
Stoklar	883	1.116	1.550	2.036
Diğer Dönen Varlıklar	35.830	49.714	54.126	61.222
Duran Varlıklar	301.815	427.582	451.815	472.789
Toplam Varlıklar	450.630	622.298	661.424	713.680
Kısa Vadeli Yükümlülükler	118.895	114.360	125.687	150.750
Uzun Vadeli Yükümlülükler	87.011	185.543	218.565	283.621
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	244.725	322.396	317.172	279.308
Ödenmiş Sermaye	2.200	2.200	2.200	2.200
Net Dönem Kârı/Zararı (Ana Ortaklık)	30.790	21.885	34.741	44.461
Toplam Kaynaklar (Özkaynak Dahil)	450.630	622.298	661.424	713.680

Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
F/K	6,2x	12,1x	6,1x	4,8x
FD/FAVÖK	2,5x	2,7x	2,2x	1,7x
PD/DD	0,78x	0,66x	0,67x	0,76x
Özkaynak Karlılığı	12,6%	5,5%	11,0%	15,9%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	7,5%	6,1%	8,0%	10,5%
Net Borç	37.337	65.468	83.549	135.289
Net Borç / FAVÖK	0,40x	0,62x	0,60x	0,75x
Net Borç / Özkaynaklar	0,15x	0,20x	0,26x	0,48x

Nakit Akış Tablosu (mn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	101.719	89.863	114.158	113.407
Net Kâr	30.779	17.604	34.741	44.461
Net Kar Düzeltmeleri	77.646	110.493	82.298	108.145
- Amortisman	62.077	63.349	82.298	108.145
İşletme Sermayesindeki Değişim	-4.812	-5.388	4.831	4.997
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı	103.613	122.710	121.870	157.603
Yatırım ve Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-63.948	-90.465	-99.986	-128.974
Finansal Borçlardaki Değişim	15.174	60.655	17.329	64.666
Diğer Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	-27.980	-62.186	-39.965	-82.325
Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit Akışı	-12.807	-1.531	-22.636	-17.659
Toplam Nakit Akışı	22.001	25.010	-752	10.970
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	123.720	114.873	113.407	124.376

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma.

Yasal Uyarı

"Burada yer alan yatırım bilgileri, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, müşteri ile aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar dâhil yetkili kuruluşlar arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulur. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir ve mali durumunuza, risk toleransınıza veya getiri beklentilerinize uygun olmayabilir.

Bu nedenle, yalnızca burada yer alan bilgilere dayanılarak alınan yatırım kararları beklentilerinizle uyumlu sonuçlar vermeyebilir. Tüm yorum ve tavsiyeler tahmin, öngörü ve hedef fiyatlardan oluşur. Piyasa koşullarındaki değişiklikler nedeniyle bunlar zaman içinde değişebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden bildirim yapılmaksızın değiştirilebilir. Rapordaki veri ve bilgiler güvenilir olduğu düşünülen kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları bağımsız olarak teyit edilmemiştir. Bu nedenle PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları, bilgilerin eksik veya hatalı olmasından kaynaklanan zararlardan sorumluluk kabul etmez. Okuyucuların işlem yapmadan önce bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri tavsiye edilir. Bu bilgilere dayanılarak alınan kararların sorumluluğu tamamen okuyucuya aittir. PhillipCapital, sunulan bilgilerdeki eksiklik veya hatalardan hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Burada yer alan yorum ve tavsiyelerin nesnelliğini zedeleyebilecek bilinen herhangi bir ilişki veya durum bulunmamaktadır. Şirketin ve müşterilerinin önemli çıkar çatışmalarına maruz kalmaması için azami özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler yatırım tavsiyesi, herhangi bir yatırım aracının alımına veya satımına yönelik bir çağrı ya da getiri garantisi niteliği taşımaz ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin önceden yazılı onayı olmaksızın bu raporun hiçbir bölümü çoğaltılamaz, yayımlanamaz, üçüncü kişilerle paylaşılamaz veya ticari amaçlarla kullanılamaz."