

Türk Telekom

İmtiyaz Yenileme: Borçluluk Yönetilebilir, Değerleme Etkisi Sınırlı...

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.avgun@akyatirim.com.tr

Türk Telekom (TTKOM TI; E.Ü.G.; 12AHF: 86 TL), BTK ile sabit hat imtiyaz sözleşmesini 2050 yılına kadar uzatarak 17 milyar USD tutarında uzun vadeli yatırım ve 3,0 milyar USD (KDV dahil) lisans bedeli taahhüdünde bulundu. Modelimizde 2026–27 döneminde ödenecek toplam 1,5 milyar USD varsaymıştık; yeni yapı daha yüksek olsa da uzun vadeye yayılması bu farkı önemli ölçüde dengeliyor. Ancak Ekim 2025'te ödenecek 500 milyon USD tutarında KDV, kısa vadede daha yüksek nakit çıkışı yaratacak. Hesaplamalarımıza göre bu durum yaklaşık %7'lik bir değerleme düşüşü anlamına gelse de modelimizi 2Ç25'e ileri taşımamız bu etkiyi dengeledi ve hedef fiyatımız 86 TL olarak korundu. Net Borç/FAVÖK oranı 0,68x ile son 5 yıllık ortalama olan 1,4x'in altında seyrediyor. 2025–26 döneminde kaldıraç oranının ~1,0x seviyesine çıkmasını öngörüyor, bunun da tarihsel ortalamaların altında kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Yönetim, internet hızlarını yaklaşık 7 kat artırmayı, 2030'a kadar 37 milyon haneye fiber erişim sağlamayı ve 17 milyon sabit genişbant abonesine ulaşmayı hedefliyor; bu da modelimizdeki öngörülerle uyumlu.

İmtiyaz koşulları: Şubat 2026'da sona erecek olan mevcut sözleşme 2050'ye kadar uzatıldı. Revize edilen çerçeveye göre şirket 2,5 milyar USD lisans bedeli (+KDV: 3,0 milyar USD) ödeyecek. Ödeme planı 2026–27'de 500'er milyon USD, 2028–34 döneminde her yıl 200 milyon USD ve 2035'te 100 milyon USD şeklinde olacak. Yönetim, ek 500 milyon USD KDV'nin bilançodaki indirilecek KDV (2025 2.çeyrek sonu itibarıyla ~1,1 milyar TL) yetersiz olduğu için, büyük olasılıkla Ekim 2025'te nakden ödeneceğini belirtti.

Varsayımlarımızla karşılaştırma: Modelimizde KDV dahil toplam 1,5 milyar USD ödeme, 2026–27 yıllarında iki eşit taksitte varsayılmıştı. Yeni düzenleme nominal bazda ek 1,5 milyar USD yük getiriyor. Uzun vadeye yayılması bugünkü değer etkisini sınırlasa da, ilk öngörülerimize kıyasla sonuç hafif olumsuz. Bununla birlikte, kademeli yapı nakit akışı öngörülebilirliğini artırıyor ve kısa vadeli yeniden finansman riskini azaltıyor.

Yatırım taahhüdü: Şirket, imtiyaz süresince toplam 17 milyar USD yatırım taahhüt etti. Yönetim, son 5 yılda yıllık ortalama 700 milyon USD sabit genişbant yatırımı yaptığını belirterek, yeni taahhüdün yönetilebilir seviyede olduğunu vurguladı. 2024 yılında yatırım harcamaları cironun %25,7'sine (yaklaşık 0,6 milyar USD) ulaşırken, bunun %49'u sabit genişbant yönlendirildi.

Bloomberg Kodu	TTKOM TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	86.00 (önceki 86.00)
Güncel Fiyat, TL	58.40
Getiri Potansiyeli	47%
Halka Açıklık Oranı	13%
Piyasa Değeri, mın TL	204,400

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mın TL	161,651	230,870	300,325	362,228
FAVÖK, mın TL	63,148	94,523	125,811	153,444
Net Kâr, mın TL	8,456	22,270	29,780	41,391

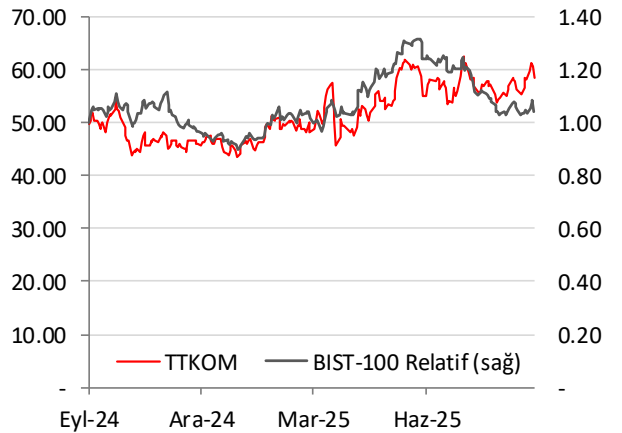
Borçluluk				
Net Borç, mın TL	62,433	88,175	107,712	106,474
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.9	0.9	0.7

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	39.1%	40.9%	41.9%	42.4%
Net Marj	5.2%	9.6%	9.9%	11.4%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme				
Ciro, y/y	61.4%	42.8%	30.1%	20.6%
FAVÖK, y/y	88.4%	49.7%	33.1%	22.0%
Net Kâr, y/y	-48.5%	163.4%	33.7%	39.0%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.5	9.2	6.9	4.9
FD/FAVÖK	3.3	3.1	2.5	2.0
FD/Ciro	1.3	1.3	1.0	0.9

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	5.4%	-1.9%	22.3%	34.3%
BİST-100 Relatif	-2.3%	-20.8%	5.0%	16.1%
AOİH, mın TL	1,273	959	1,056	1,165



Şekil 1: İlk Varsayımlarımıza Kıyasla İmtiyaz Koşulları, milyar USD

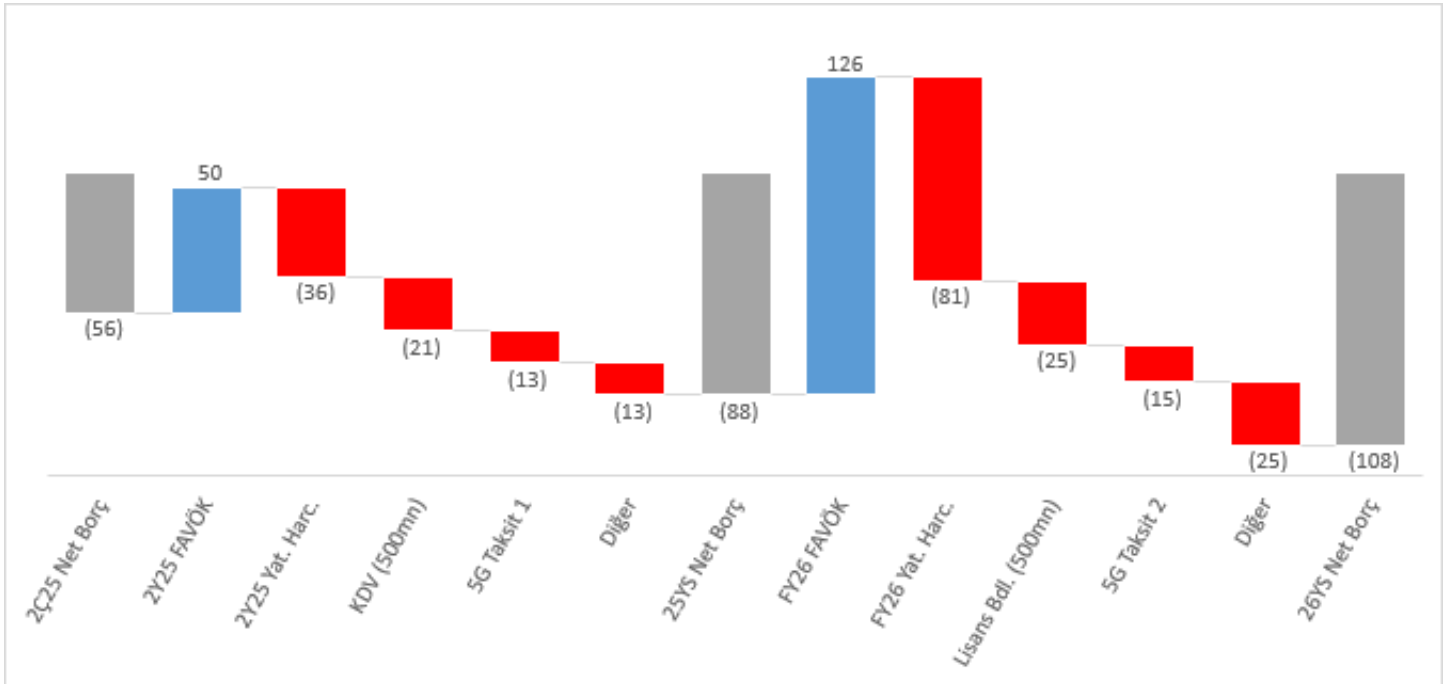
	2025	2026	2027	2028-2034	2035
İmtiyaz Ödemesi	0.5 (KDV)	0.5	0.5	0.2	0.1
İlk Varsayımlarımız	0.75	0.75	-	-	-

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma.

Borçluluk profili: 2Ç25 itibarıyla şirketin net borcu yaklaşık 1,4 milyar USD olup Net Borç/FAVÖK 0,68x seviyesindedir. Yönetim, imtiyaz ödemeleri ve yatırım harcamaları sonrasında bile kaldıraç oranının küresel benzerlere kıyasla daha makul seviyelerde kalacağını belirtti. Bizim hesaplamalarımıza göre, 2025 yılında ödenecek 500 milyon USD KDV ve tahminlerimize göre ilk 5G taksidi olan 300 milyon USD ile birlikte net borç 56 milyar TL'den yaklaşık 88 milyar TL'ye yükselecek ve kaldıraç yaklaşık 1,0x olacaktır. 2026'da ek 500 milyon USD imtiyaz ödemesi ve ikinci 300 milyon USD 5G taksidi sonrası net borcun yaklaşık 108 milyar TL, kaldıraç oranının ise yaklaşık 0,9x olmasını bekliyoruz.

Karşılaştırma açısından, şirket 2023 ve 2024 yılsonlarında sırasıyla 1,17x ve 0,81x Net Borç/FAVÖK oranı açıklamıştı. Yıllık 2,2 milyar USD'nin üzerinde FAVÖK üretebilmesi sayesinde borçluluk küresel emsallere (Avrupa/ABD 2,5–2,7x, Orta Doğu ~1,5x) fazla yakınsamıyor. Dolayısıyla Türk Telekom hala görece düşük kaldıraçlı kalmaya devam ediyor. Bununla birlikte, fiberleşme ve abone tabanı genişletme stratejisi doğrultusundaki yoğun yatırımlar borçlulukta kademeli bir artışa yol açıyor. Yönetim, lisans ve yatırım harcamalarının ağırlıklı olarak şirketin nakit yaratımı ve mevcut kredi imkanlarıyla finanse edileceğini belirterek, bilanço esnekliğinin bu yükümlülükleri önemli bir baskı olmadan karşılamaya elverişli olduğunu vurguladı.

Şekil 2: Net Borç Köprüsü, 2Ç25-26YS, milyar TL



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. FAVÖK, Yatırım Harcamaları ve 5G ödemeleri bizim tahminlerimizden oluşmaktadır.

Büyüme hedefleri: Yönetim, internet hızlarını ~7 kat artırmayı ve bunun fiyatlandırma gücü, abone kazanımı ve gelirler üzerinde pozitif yansıma yaratacağını öngörüyor. Fiber erişimin 33,8 milyondan 37 milyon haneye çıkması, sabit genişbant abone sayısının ise 15,5 milyondan (14,1 milyonu fiber) 17 milyona ulaşması hedefleniyor. Modelimizde 2030 yılı için 17,6 milyon abone öngörülüyor, bu da şirket hedefleriyle büyük ölçüde uyumlu.

Değerleme etkisi: Şirketin 2026 itibarıyla yıllık ~2,5 milyar USD FAVÖK yaratacağı öngörüsü dikkate alındığında, 1,5 milyar USD varsayımımıza kıyasla 1,0 milyar USD ek lisans bedeli daha uzun vadeye yayılması sebebiyle toplam değer üzerinde yalnızca sınırlı bir etki yaratmaktadır. Kısa vadeli nakit çıkışları, özellikle 2025'teki 500 milyon USD KDV ödemesi likidite açısından anlamlı olsa da, toplam firma değeri üzerindeki etkisi sınırlı kalmakta ve DCF'de yaklaşık %7'lik bir düşüşe karşılık gelmektedir.

TTKOM hisseleri, 2025T FD/FAVÖK 3,1x ve 2026T FD/FAVÖK 2,5x çarpanlarıyla işlem görmekte olup, küresel benzerlerine kıyasla sırasıyla %36 ve %44 iskonto ima etmektedir. 2025T çarpanı ayrıca şirketin 5 yıllık ve 10 yıllık tarihsel ortalamalarına kıyasla sırasıyla %15 ve %45 iskontoya işaret etmektedir. Yoğun yatırım dönemlerinde hissenin tarihsel ortalamalarına kıyasla miktar iskontolu işlem görmesi olağandır; zira yüksek yatırım harcamaları kısa vadeli serbest nakit akışını düşürür ve bilançoya ilişkin risk algısını artırır. FD/FAVÖK borçluluğu zaten içeriyor olsa da, piyasa genellikle yatırımların geri dönüş görünürlüğü sınırlı olduğunda ek bir iskonto uygular.

Yorum: Modelimizi güncelledik. Lisans yenileme bedelinin etkisi, modelin 2Ç25'e ileri taşımamızla dengelendi, 12A hedef fiyatımız 86 TL olarak korundu. Tavsiyemiz "Endeks Üzeri Getiri" olarak devam etmektedir. Birçok yerel paydaşı bulunan stratejik önemde bir konunun netleşmesi belirsizliği ortadan kaldırarak uzun vadeli görünürlüğü artırmakta, bunu da yatırımcı açısından pozitif bir gelişme olarak değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, yatırım programının uygulanmasına ilişkin riskler, makro/kur dinamikleri ve likidite baskıları kritik hassasiyetler olmaya devam etmektedir. 5G ihalesinin sonuçlanması sonrasında 2G, 3G, 4.5G ve 5G lisanslarına yönelik varsayımlarımızı güncelleyerek modelimizi yeniden revize edeceğiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.