

TURKCELL

Nötr

Kullanıcının Artan Fiyat Hassasiyeti Temel Risk Olarak Öne Çıkıyor...

Turkcell (TCELL TI, Nötr, 12A HF: TRY146), 3Ç25'te net karını 5,4 milyar TL olarak açıkladı; bu rakam reel bazda yıllık %32 artışa işaret ederken piyasa beklentisinin yalnızca %7 üzerinde gerçekleşti. Bizim tahminlerimize göre %10'luk olumsuz sapma, parasal kayıplardan kaynaklandı; Şirket 3Ç25'te 0,4 milyar TL parasal zarar açıkladı, bu rakam 3Ç24'teki 2,0 milyar TL'lik parasal kazanca kıyasla geriledi. Gelirler ve FAVÖK hem bizim hem de piyasa beklentileriyle paralel gerçekleşti. Yüksek baz etkisine rağmen, konsolide gelirler 3Ç25'te yıllık %11 artarak 59,5 milyar TL'ye ulaştı (benzer şirketle aynı seviyede). FAVÖK de yıllık %11 artışla 26,1 milyar TL oldu.

Büyüme dinamikleri ağırlıklı olarak ARPU artışına dayanmaktadır. Toplam 11 puanlık büyümenin 7,2 puanı mobil segmentten, 2,5 puanı Dijital İş Servisleri'nden ve 0,9 puanı Paycell'den geldi. Bu çeyrek mobil segment (M2M hariç) %10,6 y/y büyüdü (benzer şirket %13,2). Mobil segmentteki (M2M hariç) %10,6'lık büyüme, esas olarak yıllık %11,9'luk ARPU artışı (rakibinin %7,8'ine karşılık) ve %1,2'lik net abone kaybının (rakibinin %7,6'lık abone artışına karşılık) sonucu oldu.

REKABET.. BTK verilerine göre, 2Ç25 itibarıyla son bir yılda 16 milyonun üzerinde numara taşıma işlemi gerçekleşti, yalnızca 2Ç25 döneminde bu sayı 4,9 milyona ulaştı; bu da piyasadaki yoğun rekabeti ortaya koydu. 3Ç25 sonu itibarıyla, son dört çeyrek dönemde TT Mobil 1,7 milyondan fazla net abone kazanırken, Turkcell yaklaşık 0,4 milyon abone kaybetti; bu da pazardaki momentumun yön değiştirdiğini göstermektedir.

Yorum: 2Ç25 sonuçları güçlü olmakla birlikte genel olarak beklentilerle uyumlu gerçekleşti ve önemli bir sürpriz etkisi yaratmadı. Net kar seviyesinde benzer şirketle olan büyük fark, esas olarak amortisman muhasebesi farklılıklarından kaynaklanıyor, gerçek bir değer yaratımı farkını yansıtmıyor.

Turkcell'in büyümesi, uzun süredir devam eden pazar payı kayıpları eşliğinde giderek daha fazla fiyatlamaya odaklı hale geldi. TCELL/TT Mobil ARPU çarpanının 1.31x ile son dokuz yılın en yüksek seviyelerine yakın olduğu ve tüketicilerin fiyat duyarlılığının arttığı mevcut ortamda, pazar dinamikleri daha düşük fiyat seviyelerine sahip operatörler için daha avantajlı görünüyor. Budurum, bize göre Turkcell'in ARPU ağırlıklı büyüme modeli için orta vadede aşağı yönlü riskler oluşturuyor. Tavsiyemizi "Endeks Üzeri Getiri"den "Nötr"e çekiyoruz.

Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	AK Yat.	Kons.	Fark
Net Satışlar	59,535	53,546	11%	58,909	59,019	1%
FAVÖK	26,165	23,669	11%	25,920	25,920	1%
FAVÖK Marjı	43.9%	44.2%	-25 bps	44.0%	43.9%	3 bps
Net Kar	5,398	4,086	32%	5,980	5,055	7%

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Nötr (önceki Endeks Üz. Getiri)
Hedef Fiyat, TL	140.00 (önceki 140.00)
Güncel Fiyat, TL	102.00
Getiri Potansiyeli	37%
Halka Açıklık Oranı	44%
Piyasa Değeri, mn TL	224,400
Firma Değeri, mn TL	249,066

Finansal Veriler**Özet UFRS Finansallar**

	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	166,671	242,464	323,047	406,034
FAVÖK, mn TL	70,686	103,612	140,384	174,259
Net Kâr, mn TL	23,523	18,802	31,538	47,741

Borçluluk

Net Borç, mn TL	28,525	40,555	90,634	123,051
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.4	0.6	0.7

Kârlılık

FAVÖK Marjı	42.4%	42.7%	43.5%	42.9%
Net Marj	14.1%	7.8%	9.8%	11.8%
Temettü Verimi	3.3%	3.6%	5.4%	8.3%

Büyüme

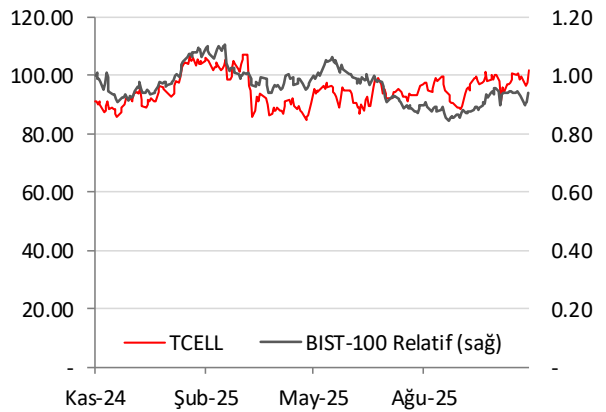
Ciro, y/y	55.6%	45.5%	33.2%	25.7%
FAVÖK, y/y	50.2%	46.6%	35.5%	24.1%
Net Kâr, y/y	87.4%	-20.1%	67.7%	51.4%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.1	11.9	7.1	4.7
FD/FAVÖK	2.8	2.4	2.1	1.9
FD/Ciro	1.2	1.0	0.9	0.8

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.2%	9.7%	26.2%	12.2%
BİST-100 Relatif	0.1%	8.0%	1.0%	-0.4%
AOİH, mn TL	3,097	2,801	2,488	2,572

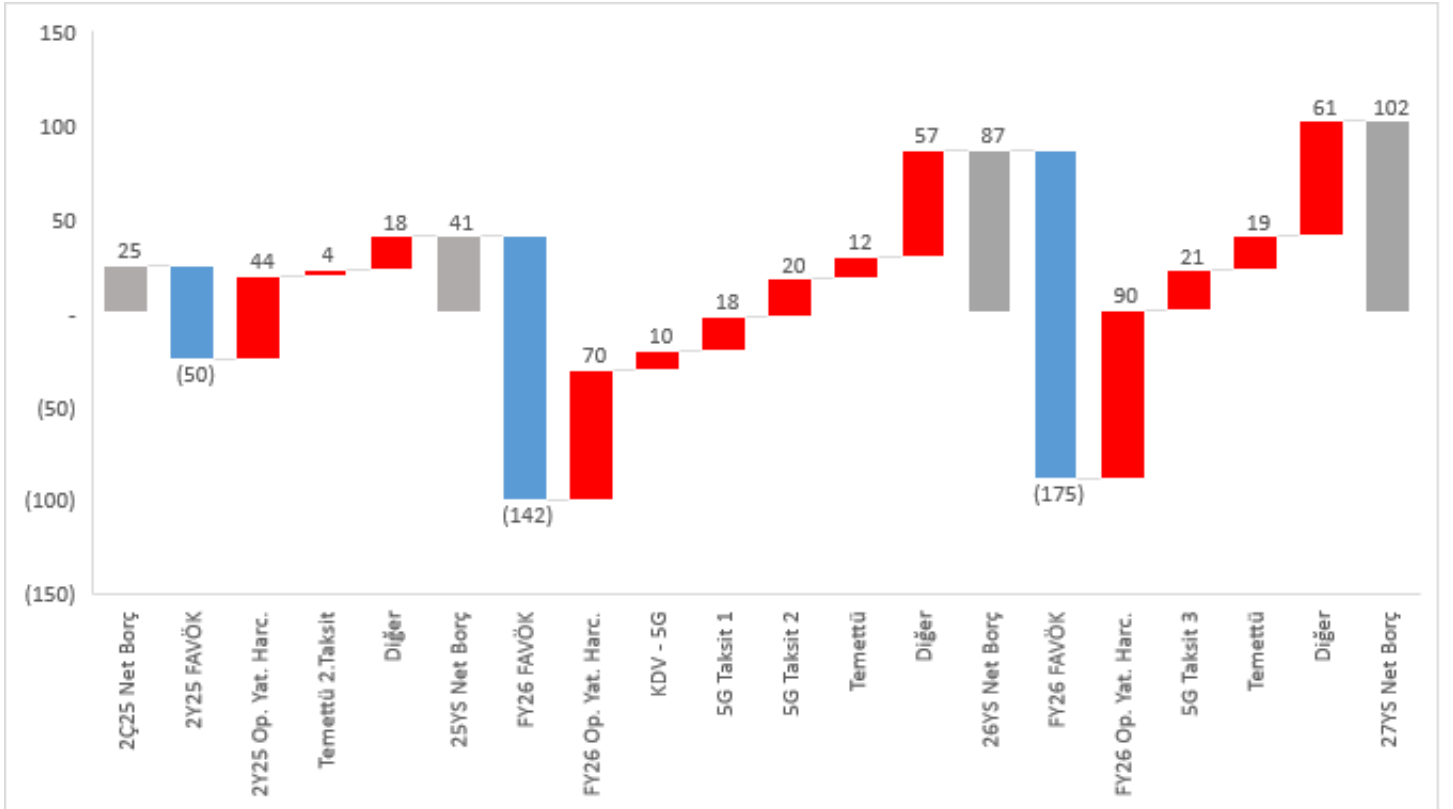


Detaylar:

Yukarı yönlü revize edilen yönetim öngörüler: Kar tahminleri raporumuzda da belirttiğimiz üzere, yönetim 2025 yıl sonu beklentilerini yukarı yönlü revize etti. 9A25'teki %12,1'lik güçlü reel ciro artışının ardından, yönetim yıllık ciro büyüme beklentisini 29.5% yıl sonu TÜFE varsayımı üzerine %7–9 reel büyüme aralığından, %32 yıl sonu TÜFE varsayımı üzerine %10'a yükseltti (benzer şirketin %10). Ayrıca, 2025 yılı FAVÖK marjı hedefi 100 baz puan artırılarak %42–43 aralığına çıkarılırken (benzer şirketin %41.5), yatırım harcamalarının satışlara oranı 100 baz puan düşürülerek yaklaşık %23 seviyesine çekildi (benzer şirketin %29). Bu revizyon, serbest nakit akımı marjında 200 baz puanlık bir iyileşmeye işaret etmektedir.

Güçlü bilanço: Net borç 3Ç25'te hafif artışla 19 milyar TL'ye yükseldi (4Ç24: 13 milyar TL), bu artışın ana nedeni temettü ödemeleridir. Buna rağmen, net borç/FAVÖK oranı 0,2x seviyesinde olup küresel benzer şirket ortalaması olan 2,2x'in oldukça altındadır. Yönetim, 2026'da gerçekleşmesi beklenen 5G lisans ödemelerine rağmen, önümüzdeki yıl için net borç/FAVÖK oranını 1,0x'in altında tutmayı hedeflemektedir. Bizim ilk tahminlerimiz bu seviyenin de altında 0.6-0.8x bandındadır.

Şekil 1: Net Borç Köprüsü - Turkcell (TRYbn)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. Diğer operasyonel olmayan yatırım harcamaları, vergi, faiz giderleri ve FX değişimi etkileri ile KDV mahsuplarını içeriyor.

Şekil 2: Rekabet Yoğun Dönemde Turkcell Mobil Abone Sayısı (m2m hariç, milyon)

3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
33.8	33.3	33.0	33.4	33.4

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	53,546	59,535	152,744	171,195
Satışların Maliyeti	38,916	42,122	115,484	122,730
Brüt Kar	14,630	17,414	37,261	48,465
Operasyonel Giderler	5,561	6,687	15,170	18,346
Faaliyet Karı	9,069	10,727	22,091	30,119
Amortisman ve İtfa Payları	12,774	15,792	44,266	45,656
FAVÖK	21,843	26,519	66,357	75,775
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-1,931	-2,654	-6,365	-8,056
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	4,603	4,190	11,435	24,467
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-896	-408	-2,090	-2,688
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1,707	2,124	4,041	7,462
Finansal Gelir / (Gider)	-9,379	-8,203	-27,700	-38,923
Parasal Kazanç / (Kayıp)	2,034	-355	7,949	1,626
Vergi Öncesi Kar	7,138	8,073	15,726	22,063
Vergi Geliri / (Gideri)	-3,052	-2,690	-4,905	-8,449
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-1,975	-1,562	-2,208	-6,214
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-1,077	-1,128	-2,697	-2,235
Vergi Sonrası Net Kar	4,086	5,383	10,821	13,613
Azınlık Payları	-1	0	-11	0
Net Kar	19,035	5,398	27,398	13,426
Bilanço (milyon TL)	4Ç24	3Ç25		
Dönen Varlıklar	142,604	185,908		
Nakit ve Nakit Benzerleri	86,464	122,347		
Ticari Alacaklar	20,959	23,176		
Stoklar	846	819		
Diğer Dönen Varlıklar	34,335	39,566		
Duran Varlıklar	289,219	305,512		
Finansal Yatırımlar	22,344	24,461		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	6,640	3,953		
Maddi Duran Varlıklar	131,232	139,965		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	102,692	98,779		
Diğer Duran Varlıklar	26,311	38,354		
Toplam Varlıklar	431,823	491,419		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	113,933	105,967		
Finansal Borçlar	65,104	62,659		
Ticari Borçlar	28,548	19,227		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,280	24,080		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	83,379	142,423		
Finansal Borçlar	65,769	118,622		
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	17,610	23,801		
Özkaynaklar	234,511	243,029		

Kaynak: Şirket, Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

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.