

TELEKOM SEKTÖRÜ

Artan Öngörülebilirlik, Yükselen Yatırım Harcaması ve Devam Eden Rekabet Koşulları...

Uzun süredir beklenen imtiyaz ve lisans konularında netlik sağlandı: Türk Telekom sabit imtiyazını 2050'ye kadar yenilerken (KDV hariç 2,5 milyar dolar bedel, 17 milyar dolar yatırım taahhüdü ile), 5G frekans ihalesi 2042'ye kadar kullanım hakkı verecek şekilde Turkcell için 1,2 milyar dolar (KDV hariç), Türk Telekom için 1,1 milyar dolar (KDV hariç) bedelle sonuçlandı. Mevcut mobil lisansların 2042'ye uzatılması (Nisan 2029'dan itibaren mobil gelirler üzerinden %5 lisans ücreti uygulanacak) ile beraber, lisanslar ve yatırım harcamalarına ilişkin belirsizlikler ortadan kalktı, nakit akışı ve yatırım planlamasında görünülük sağlandı.

Gelirlerde reel büyüme ve FAVÖK marj genişlemesinin 2026'da devam etmesini bekliyoruz: 2025 beklediğimiz çift haneli gelir büyümesinin ardından, 2026'da reel gelir artışının Turkcell için %6, Türk Telekom için %9 seviyelerine ılımlaşacağını öngörüyoruz. Reel ARPU büyüme hızındaki yavaşlamaya rağmen, devam eden fiyat güncellemelerinin personel maliyet artışlarını dengelemesiyle 2026'da FAVÖK marjlarında 40–60 baz puanlık artış bekliyoruz.

Yoğun yatırımlara rağmen finansal kaldıraç kontrol altında: Lisanslar ve TFRS 15-16 dahil yatırım harcaması/gelir oranının 2026/27'de Turkcell için yaklaşık %42/%35, Türk Telekom için ise %57/%43 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2026'da beklediğimiz negatif serbest nakit akışına rağmen, net borç/FAVÖK oranının 2026'da Turkcell için 0,6x, Türk Telekom için 1,5x seviyelerinde kalacağını düşünüyoruz.

Rekabet ortamında fiyat hassasiyeti artıyor: Numara taşınabilirliği son bir yılda 15,9mm hat ile son on yılın zirvesine ulaşarak beş yıllık ortalamanın %42 üzerine çıktı. 5G yatırımları sonrası operatörlerin şebeke kalitesinin yakınsaması ile abonelerin fiyat hassasiyetinin sürmesini bekliyoruz. Demografik yapı, artan veri kullanımı, yükselen genişbant penetrasyonu ve kurumsal dijitalleşme uzun vadeli büyüme dinamiklerini destekleyecektir.

Turkcell için tavsiyemizi Endeks Üstü Getiri'ye yükseltiyoruz: Turkcell, daha güçlü bilanço ve görece düşük yatırım harcaması profiliyle daha dayanıklı bir görünüm sunarken, reel gelir büyümesinin görece daha sınırlı olmasını bekleriz. Öngörümüze göre Türk Telekom'un reel gelir büyümesi daha yüksek olacakken artan yatırım gereksinimleri borçluluğu artıracaktır. Bu çerçevede, daha cazip değerlendirme çarpanları ve dayanıklı bilanço yapısı sayesinde Turkcell'i Türk Telekom'a kıyasla tercih ediyoruz. 2026T için Turkcell ve Türk Telekom sırasıyla dolar bazında 2,6x ve 3,4x FD/FAVÖK ile benzerlerine göre %51 ve %36 iskontolu işlem görmektedir. Turkcell için tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyor ve hedef fiyatımızı 152TL'ye yükseltiyoruz (önceki 140TL). Türk Telekom için ise Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyor, hedef fiyatımızı 84TL'ye (önceki 86TL) güncelliyoruz.

16 Ocak 2026

Analysts: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TCELL T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Nötr)			
Hedef Fiyat, TL	152.00 (önceki 140.00)			
Güncel Fiyat, TL	103.70			
Getiri Potansiyeli	47%			
Halka Açıklık Oranı	44%			
Piyasa Değeri, mn TL	228,140			
Firma Değeri, mn TL	252,776			

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	166,671	242,030	320,116	404,979
FAVÖK, mn TL	69,802	103,606	138,223	173,588
Net Kâr, mn TL	23,523	18,188	23,049	36,299
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	28,525	29,487	88,014	121,756
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.3	0.6	0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	41.9%	42.8%	43.2%	42.9%
Net Marj	14.1%	7.5%	7.2%	9.0%
Temettü Verimi	3.3%	3.5%	2.8%	3.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	55.6%	45.2%	32.3%	26.5%
FAVÖK, y/y	48.3%	48.4%	33.4%	25.6%
Net Kâr, y/y	87.4%	-22.7%	26.7%	57.5%

Bloomberg Kodu	TTKOM T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	84.00 (önceki 86.00)			
Güncel Fiyat, TL	61.80			
Getiri Potansiyeli	36%			
Halka Açıklık Oranı	13%			
Piyasa Değeri, mn TL	216,300			
Firma Değeri, mn TL	273,634			

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	161,651	236,384	322,515	417,206
FAVÖK, mn TL	63,148	99,125	137,047	177,308
Net Kâr, mn TL	8,456	30,209	33,768	41,535
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	52,494	71,838	209,047	277,465
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.7	1.5	1.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	39.1%	41.9%	42.5%	42.5%
Net Marj	5.2%	12.8%	10.5%	10.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	61.4%	46.2%	36.4%	29.4%
FAVÖK, y/y	88.4%	57.0%	38.3%	29.4%
Net Kâr, y/y	-48.5%	257.2%	11.8%	23.0%

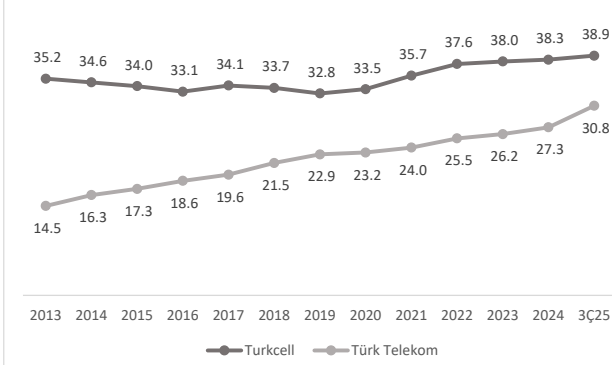
*Piyasa verileri 15 Ocak 2026 tarihli dir.

CONTENTS

TEMEL GRAFİKLER – GÖRSEL ÖZET.....	3
YATIRIM TEMASI.....	4
TURKCELL – ONE PAGER.....	8
TURKCELL – FİNANSALLAR.....	9
TURKCELL - DEĞERLEME.....	10
TÜRK TELEKOM– ONE PAGER.....	11
TÜRK TELEKOM - FİNANSALLAR.....	12
TÜRK TELEKOM - DEĞERLEME.....	13
RİSKLER	15
İMTİYAZ YENİLEMESİ	16
5G İHALESİ	18
KAR DEĞERLENDİRMESİ ve TAHMİNİ.....	23

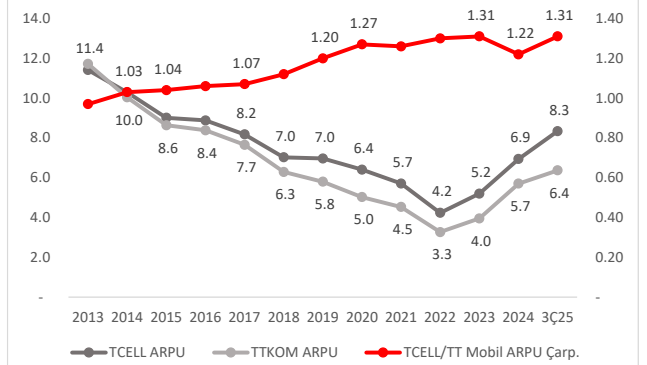
TEMEL GRAFİKLER – GÖRSEL ÖZET

Şekil 1: Mobil Abone Sayısı¹, mn



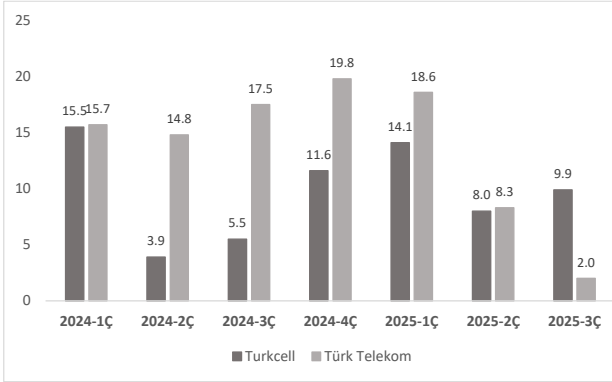
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma. ¹ Abone verileri, Turkcell'in toplam abone tabanının %13'ünü oluşturan M2M satışlarını içermektedir. Türk Telekom ise 3Q25'te 1,5 milyon M2M abonesi ekledi.

Şekil 1: Mobil ARPU¹, Dolar bazlı



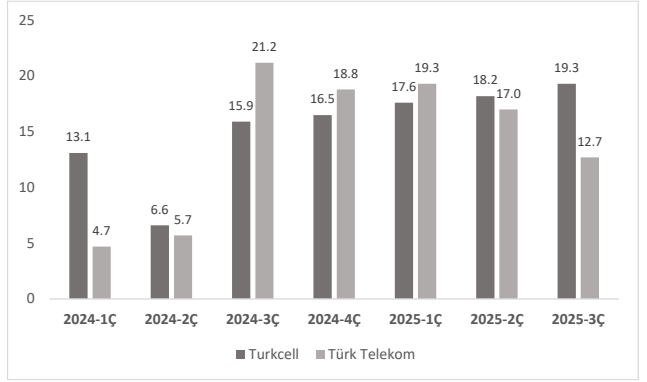
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma. ¹ M2M Dahil. 2023 yılından itibaren ARPU, yıllık IAS 29 sonrası ARPU'nun dönem sonu USD/TRY kuru ile bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Şekil 2: Mobil ARPU Reel Büyüme¹, y/y, %



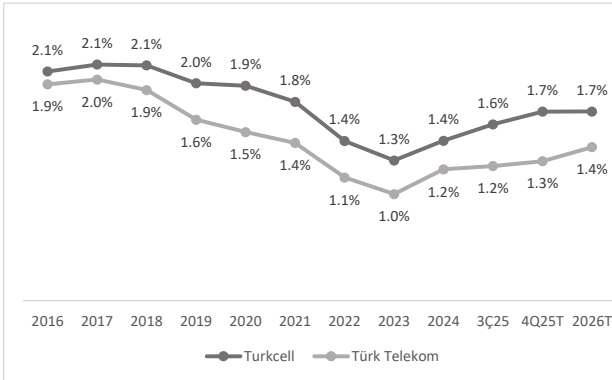
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma. M2M Dahil. ¹3Q25 itibarıyla, M2M satışları hariç tutulduğunda, yıllık bazda (y/y) değişim Turkcell için %11,9, Türk Telekom için ise %7,8 olarak gerçekleşti.

Şekil 3: Sabit Genişbant ARPU Reel Büyüme, y/y, %



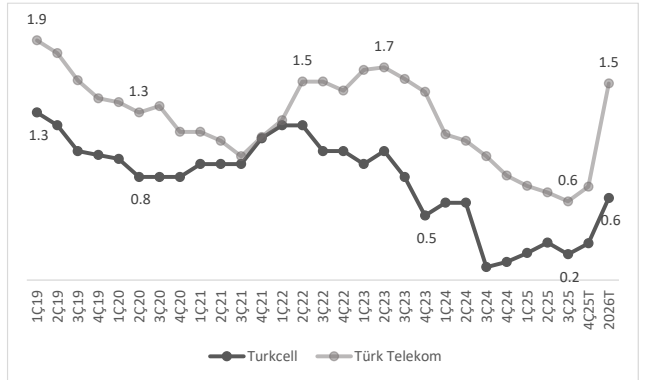
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 4: Mobil ARPU'nun Net Asgari Ücrete Oranı¹



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma. ¹M2M Dahil.

Şekil 5: Net Borç/FAVÖK, x



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

YATIRIM TEMASI

i) İmtiyaz ve lisans konularında netlik sağlandı

Türk Telekom’un sabit imtiyazının 2050’ye kadar yenilenmesi, 5G frekans lisanslarının 2042’ye uzatılması ve mevcut mobil lisansların aynı vadeye kadar netleştirilmesi, sektördeki temel düzenleyici belirsizlikleri ortadan kaldırarak uzun vadeli görünürlük sağlamıştır. İmtiyaz ve frekans haklarının 2040’lı yılların ortalarına kadar güvence altına alınması, değerlendirme ve nakit akışı projeksiyonlarını destekleyen, disiplinli sermaye tahsisini mümkün kılan uzun bir düzenleyici istikrar dönemine işaret etmektedir. Bu gelişmeyi, önümüzdeki on yıl için daha öngörülebilir ve sürdürülebilir bir faaliyet ortamı yaratan yapısal bir dönüm noktası olarak değerlendiriyoruz. Lisans bedellerine ilişkin ödeme takvimi aşağıda sunulmakta olup, lisanslara dair detaylar raporun 16–22. sayfalarında ele alınmaktadır.

Şekil 7: Lisans ve İmtiyaz Ödemeleri Takvimi^{1, 2, 3}, milyon USD

Operatör	TOPLAM	2026	2027	2028-2034 (yıllık)	2035
Turkcell	1,469	1,065	408	-	-
5G ¹	1,224	816	408	-	-
KDV ³	245	245 (KDV)	-	-	-
Türk Telekom	4,314	1,949	865	200	100
Concession ²	2,500	500	500	200	100
5G ¹	1,094	729	365	-	-
KDV ³	719	719 (KDV)	-	-	-

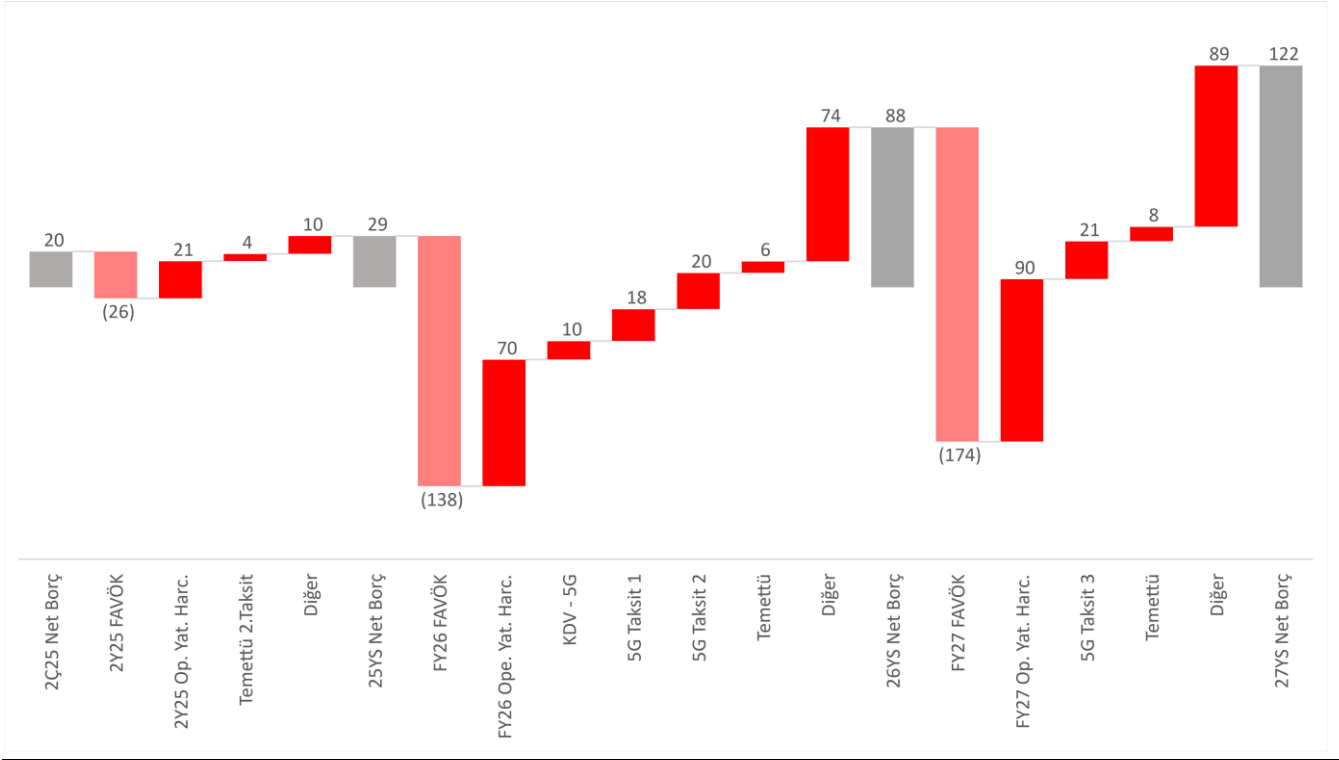
Kaynak: Şirket, BTK, Ak Yatırım Araştırma. ¹5G lisans bedelleri, Ocak 2026, Aralık 2026 ve Mayıs 2027 tarihlerinde olmak üzere üç eşit taksit halinde ödenecek.

²Türk Telekom’un imtiyaz bedeli, ilgili yıl sonu ödenecek. ³KDV ödemelerini 1Y26’da bekliyoruz ve 18 aylık süre içinde mahsup yoluyla geri alınmasını bekliyoruz

ii) Artan yatırım harcamalarını güçlü temel dinamikler karşılıyor

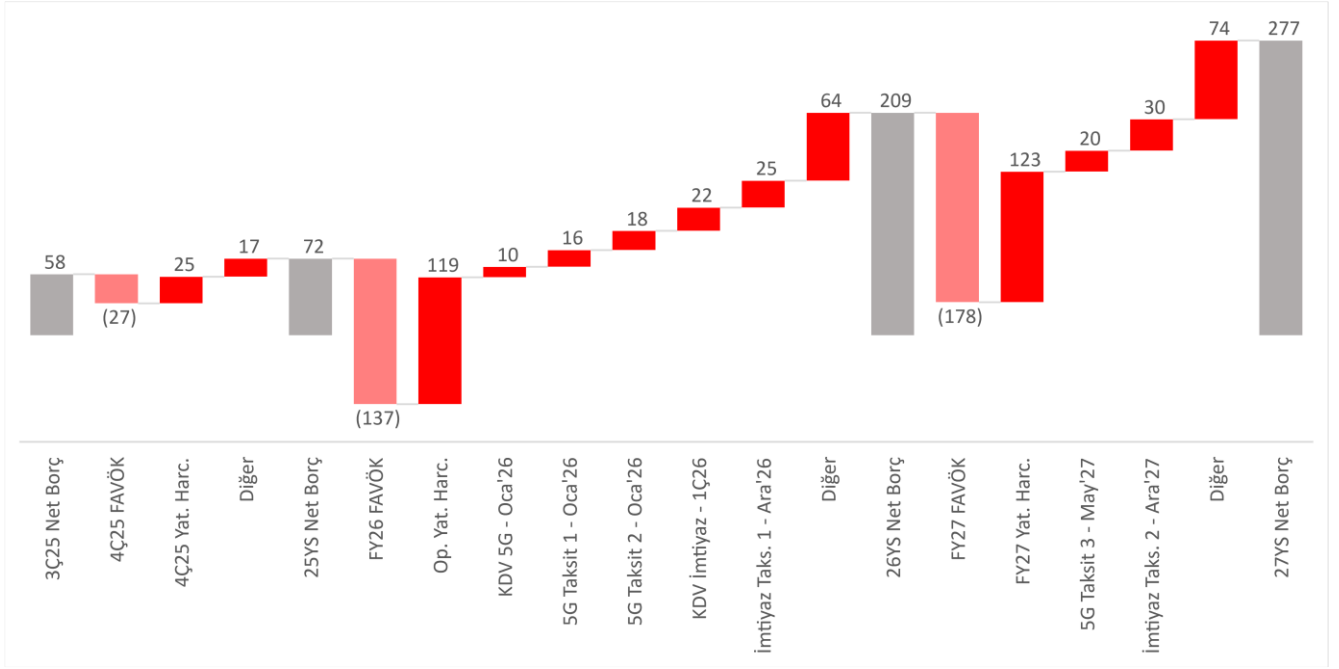
Net borç/FAVÖK oranının 2026–27 döneminde Turkcell için 0,6–0,7x, Türk Telekom için ise 1,5–1,6x seviyelerinde sınırlı kalmasını bekliyoruz; bu seviyeler 4,5G döngüsündeki 1,4x ve 2,2x zirvelerinin belirgin şekilde altındadır. Taksitlendirilmiş lisans bedeli ödemeleri kısa vadeli kaldırıcı baskısını sınırlandırırken, KDV kaynaklı peşin nakit çıkışlarının 6–18 ay içinde mahsup yoluyla geri kazanılmasını bekliyoruz. Ayrıca, her iki şirketin de 2026 yılı FAVÖK’ünün USD bazında 2022 seviyesinin iki katını aşacağını öngörüyoruz. %42–43 seviyelerindeki FAVÖK marjları, önceki yatırım döngüsüne kıyasla daha güçlü bilanço yapısı ve güçlü TL varsayımımız ile birlikte değerlendirildiğinde, sektörün mevcut yatırım döngüsünü rahatlıkla karşılayabilecek konumda olduğunu düşünüyoruz.

Şekil 8: Net Borç Köprüsü¹ – Turkcell, milyar TL



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. ¹Diğer kalemler ağırlıklı olarak operasyonel olmayan yatırım harcamaları, faiz ve vergi giderleri ile TMS 29 etkisini ve kur değişimleri ile KDV indirimi kaynaklı değişimleri içermektedir.

Şekil 9: Net Borç Köprüsü¹ – Türk Telekom, milyar TL



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. ¹Diğer kalemler ağırlıklı olarak operasyonel olmayan yatırım harcamaları, faiz ve vergi giderleri ile TMS 29 etkisini ve kur değişimleri ile KDV indirimi kaynaklı değişimleri içermektedir.

iii) Yoğun rekabet ortamına rağmen operatörler mobil ARPU’da reel büyüme sağlıyor

Türkiye mobil pazarındaki rekabet yüksek seyrini koruyor. Mobil numara taşınabilirliği 15,9 milyon hat ile son on yılın en yüksek seviyesine ulaşarak fiyat hassasiyetinin arttığına işaret ediyor. Bu zorlu ortama rağmen, disiplinli fiyatlama stratejilerinin operatörlerin reel ARPU büyümesini pozitif seviyelerde sürdürmesini öngörüyoruz.

2024–25 dönemindeki çift haneli büyümenin ardından, 2026 yılında konsolide gelir büyümesinin Turkcell için yaklaşık %6’ya, Türk Telekom için ise yaklaşık %9’a normalleşmesini öngörüyoruz. Fiyatlama adımlarının artan personel maliyetlerini büyük ölçüde dengelemesi ve bunun sonucunda FAVÖK marjında 40–60 baz puanlık bir genişlemeyi desteklemesini bekliyoruz.

Büyüme dinamikleri operatörler arasında farklılık göstermektedir. Turkcell’in büyümesi, mobil ARPU artışının yanı sıra veri merkezi, bulut ve techfin segmentlerinden gelen katkılarla desteklenmektedir. Türk Telekom ise hem mobil hem de sabit genişbant tarafında ARPU büyümesinden ve devam eden mobil abone kazanımlarından fayda sağlamaktadır. Türk Telekom’un mobil ARPU büyümesi üzerindeki M2M abone kazanımlarının seyreltilici etkisinin 2Y26’dan itibaren azalmaya başlayacağını düşünüyoruz.

Daha düşük ARPU tabanı ve daha geniş büyüme alanı nedeniyle, 2026 yılında Türk Telekom için daha yüksek mobil ARPU büyümesi beklerken, Turkcell’in fiyatlama priminin kademeli olarak daralabileceğini öngörüyoruz. Güçlü TL’nin desteğiyle, ABD doları bazında mobil ARPU’nun 2026 yılında da son on yılın zirve seviyelerinin üzerinde kalmasını bekliyoruz. Her iki şirkette de, 2025 ortasında devreye alınan daha yüksek toptan tarife artışlarının desteğiyle, sabit genişbant ARPU büyümesinin reel bazda mobil ARPU’nun üzerinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

iv) Makroekonomik görünüm reel büyüme ve nakit akışını destekliyor

Mevcut yatırım döngüsü, genel olarak destekleyici bir makroekonomik ortamla örtüşmektedir. Dezenflasyon süreci, daha güçlü bir TL ve dirençli iç talep, sektör gelirlerini ve karlılığı desteklemeye devam etmektedir. 5G frekans ve imtiyaz ödemelerinin zamanlaması, kur istikrarının ve likidite koşullarının iyileştiği bir döneme denk gelmekte olup, bu ölçekli yükümlülükleri önceki döngülere kıyasla daha yönetilebilir kılmaktadır. Yatırım dönemi öncesi düşük finansal kaldıraç, azalan kur oynaklığı ve gerileyen sermaye maliyeti, kısa vadeli ödeme takviminin tamamlanmasının ardından daha güçlü bir borç azaltma sürecini desteklemektedir.

v) Temel büyüme dinamikleri güçlü kalmaya devam etmektedir

Demografik yapı, artan veri kullanımı, genişbant penetrasyonundaki genişleme ve hızlanan kurumsal dijitalleşme uzun vade büyümenin temel dinamikleri olacaktır. Techfin, veri merkezleri ve OTT hizmetleri gibi dijital dikeyler hızlı ölçeklenmekte ve büyümeyi desteklemeyi sürdürmektedir.

Opensignal ve Speedtest gibi bağımsız karşılaştırmalar, Turkcell ve Türk Telekom'un Vodafone'a kıyasla daha yüksek indirme hızları ve daha geniş kapsama sunduğunu göstermekte; bu da daha güçlü rekabet konumlarına ve fiyatlama disiplini koruma yeteneklerine işaret etmektedir. Turkcell'de Techfin ve dijital altyapı faaliyetlerinin FAVÖK büyümesini giderek daha fazla desteklemesini, Türk Telekom'da ise yaygın fiber altyapının gelecekteki gelir yaratımı açısından temel bir stratejik varlık olmaya devam etmesini bekliyoruz.

vi) Yatırım döngüsü uzun vadeli nakit üretim kapasitesini güçlendiriyor.

Her iki Şirketin de 2026–27 döneminde, geçici ancak stratejik olarak gerekli bir yeniden yatırım fazını yansıtan negatif serbest nakit akışı marjları açıklamasını bekliyoruz. Söz konusu nakit çıkışları, tek seferlik giderler yerine frekanslar, fiber altyapı ve dijital platformlar gibi nakde oluşturabilen varlıkların finansmanına yöneliktir. Büyük tutarlı peşin ödemeler yerine mobil gelirler üzerinden yıllık %5 ödeme öngören yeni mobil lisans çerçevesi, öngörülebilirlik sağlamakta ve bilanço riskini azaltmaktadır. FAVÖK marjlarının %42–43 seviyelerinde korunması ve TL'nin reel bazda görece istikrarlı seyri sayesinde, her iki işletmeci de bu nakit akışı zayıflığını karşılayabilecek konumdadır. Uzatılmış vadeler, görece daha istikrarlı bir TL ve etkin riskten korunma uygulamaları sayesinde finansman maliyetlerinin de kontrol altında kalmasını bekliyoruz. Bu dönemi bir zayıflık aşaması olarak değil, harcamaların normalleşmesiyle birlikte uzun vadeli nakit üretimini ve değer yaratımını güçlendiren bir yatırım döngüsü olarak değerlendiriyoruz.

vii) Türk Telekom'a kıyasla Turkcell'i tercih ediyoruz

Yüksek yatırım harcamalarına rağmen, her iki Şirket de küresel benzerlerine kıyasla cazip değerlemelerle işlem görmektedir. Turkcell, 2026T için 2,6x FD/FAVÖK çarpanı ile beş yıllık ortalamasının yaklaşık %6, küresel benzerlerinin ise yaklaşık %53 altında değerlendirilmektedir. Türk Telekom ise 2026T için 3,4x FD/FAVÖK çarpanı ile tarihsel ortalamasının yaklaşık %7 üzerinde, küresel benzerlerinin ise yaklaşık %36 altında işlem görmektedir.

Turkcell'in daha güçlü bilanço yapısı ve görece daha düşük yatırım harcaması profili dayanıklılığını desteklerken, reel gelir büyüme görünümü Türk Telekom'a kıyasla daha sınırlı olmasını bekleriz. Türk Telekom ise daha güçlü abone kazanımları ve daha yüksek ARPU büyümesiyle öne çıkmakta; ancak yüksek yatırım gereksinimlerinin finansal kaldıraç üzerinde baskı yaratması muhtemeldir. Daha elverişli çarpanları ve dayanıklı bilanço yapısı nedeniyle Türk Telekom'a kıyasla Turkcell'i tercih ediyoruz.

TURKCELL

Artan yatırım yoğunluğuna rağmen sağlıklı bilanço yapısı korunuyor

Turkcell için tavsiyemizi Endeks Üstü Getiriye (Önceki Nötr) yükseltiyor, 12A hedef fiyatı 152TL'ye (önceki 140TL) güncelliyoruz. Uzun vadeli makro varsayımlarımızdaki revizyon ve 7 Kasım'dan bu yana hissenin BIST-100 endeksine göre yaklaşık %8 geride kalması değişiklikteki ana etkenler oldu. Güçlü bilanço ve görece düşük yatırım harcaması dayanıklılığı desteklerken, yoğun rekabet ortamı ve lisans bedellerine bağlı nakit akışı baskısı kısa vadeli sınırlayıcı unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Artan yatırım yoğunluğuna rağmen finansal kaldıraç düşük kalmaya devam edecektir: 5G frekans ihalesi KDV hariç 1,2 milyar dolar tutar ile sonuçlandı. Nisan 2029'dan itibaren mobil gelirler üzerinden uygulanacak %5 lisans ücreti, yatırım harcaması/gelir oranını yaklaşık 325 baz puan artıracaktır. Bu kapsamda, lisanslar ve TFRS 16 dahil yatırım harcaması/gelir oranının 2026/27'de yaklaşık %42/%35'e yükselmesini ve serbest nakit akışının geçici olarak negatife dönmesini bekliyoruz. Buna karşın, güçlü bilanço sayesinde net borç/FAVÖK oranının 2026–27 döneminde 0,6x/0,7x seviyelerinde sınırlı kalacağını ve temettü ödemesinin devam edeceğini öngörüyoruz.

2026T'de reel gelir büyümesinin %6'ya yavaşlamasını bekliyoruz. 2024–25'teki çift haneli büyümenin ardından, mobil ve sabit genişbant segmentlerinde TL bazında reel ARPU büyümesindeki gerileme gelir artışını sınırlayacaktır. 5G sonrası şebeke kalitesinin yakınsamasıyla APRU bazında primin biraz azalması olası görünürken, fiyat güncellemelerinin 2026'da FAVÖK marjında yaklaşık 40 baz puanlık bir iyileşmeyi desteklemesini öngörüyoruz.

Stratejik iş birlikleri uzun vadeli büyümeyi destekliyor: Google Cloud iş birliği, Turkcell'in dijital ekosistemdeki konumunu güçlendirirken, Veri Merkezi&Bulut&Techfin işkollarının önümüzdeki beş yılda gelir büyümesine toplam 3–4 puan katkı sağlamasını bekliyoruz.

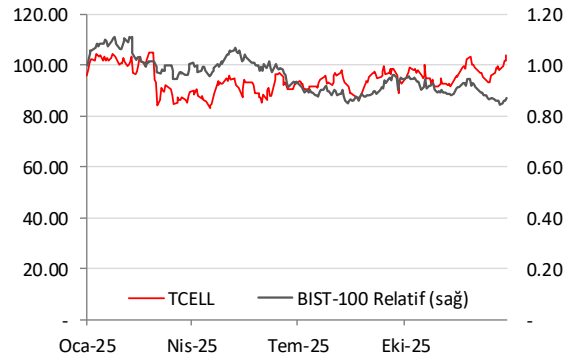
Değerleme güçlü bir yukarı yönlü potansiyel sunuyor: Turkcell, 2026T için dolar bazında 2,6x FD/FAVÖK ile işlem görmekte olup, bu seviye beş yıllık ortalamasının %6, küresel benzerlerinin ise %51 altındadır. Lisans yenilemesi sonrası serbest nakit akışına ilişkin endişelere rağmen, güçlü bilanço ve elverişli TL görünümü çarpanların zaman içinde tarihsel ve benzer grup seviyelerine yakınsamasına alan tanımaktadır.

16 Ocak 2026

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TCELL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Nötr)			
Hedef Fiyat, TL	152.00 (önceki 140.00)			
Güncel Fiyat, TL	103.70			
Getiri Potansiyeli	47%			
Halka Açıklık Oranı	44%			
Piyasa Değeri, mn TL	228,140			
Firma Değeri, mn TL	252,776			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	166,671	242,030	320,116	404,979
FAVÖK, mn TL	69,802	103,606	138,223	173,588
Net Kâr, mn TL	23,523	18,188	23,049	36,299
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	28,525	29,487	88,014	121,756
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.3	0.6	0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	41.9%	42.8%	43.2%	42.9%
Net Marj	14.1%	7.5%	7.2%	9.0%
Temettü Verimi	3.3%	3.5%	2.8%	3.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	55.6%	45.2%	32.3%	26.5%
FAVÖK, y/y	48.3%	48.4%	33.4%	25.6%
Net Kâr, y/y	87.4%	-22.7%	26.7%	57.5%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.1	12.5	9.9	6.3
FD/FAVÖK	2.8	2.3	2.1	1.9
FD/Ciro	1.2	1.0	0.9	0.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.2%	10.3%	12.5%	11.4%
BIST-100 Relatif	-7.8%	-7.3%	-12.1%	0.7%
AÖİH, mn TL	2,501	2,526	2,486	2,957



*Piyasa verileri 15 Ocak 2026 tarihlidir.

TURKCELL – FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	166.7	242.0	320.1	405.0	498.5
Satışların Maliyeti & Op. Giderler	-143.4	-199.3	-268.3	-338.7	-416.2
Faaliyet Karı	23.3	42.8	51.8	66.3	82.3
FAVÖK	69.8	103.6	138.2	173.6	211.9
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-3.2	-4.0	-3.0	0.0	0.0
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	10.4	3.2	3.8	4.7	5.6
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-11.5	-9.4	-14.0	-20.3	-22.7
Finansal Gelir / (Gider)	-8.8	-5.9	-7.0	-8.6	-10.3
Parasal Kazanç / (Kayıp)	5.9	2.8	6.8	11.1	14.6
Vergi Öncesi Kar	16.0	29.6	38.4	53.1	69.5
Vergi Geliri / (Gideri)	-4.9	-11.4	-15.3	-16.8	-20.8
Net Kar	23.5	18.2	23.0	36.3	48.6
Hisse Başına Net Kar	10.7	8.3	10.5	16.5	22.1
Hisse Başına Temettü	3.6	2.9	3.7	5.8	7.7
Temettü Dağıtım Oranı	34%	35%	35%	35%	35%
Bilanço (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	114	225	221	249	311
Nakit ve Nakit Benzerleri	76	161	137	140	177
Ticari Alacaklar	24	43	57	73	91
Stoklar	1	1	1	1	1
KV Avans Ödemeleri	5	8	11	14	17
Diğer Dönen Varlıklar	8	12	16	20	24
Duran Varlıklar	231	322	447	577	704
Maddi Duran Varlıklar	105	161	208	264	331
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	81	107	174	234	278
Diğer Duran Varlıklar	45	55	65	79	95
Toplam Varlıklar	344	546	668	826	1,014
Kısa Vadeli Yükümlülükler	91	127	157	190	226
Finansal Borçlar	52	70	83	97	111
Ticari Borçlar	23	36	48	61	76
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16	21	26	32	39
Uzun Vadeli Yükümlülükler	66	143	172	204	239
Finansal Borçlar	52	120	142	166	191
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14	23	31	39	48
Özkaynaklar	187	276	338	431	549
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	187	276	338	431	549
Ödenmiş Sermaye	2	2	2	2	2
Rezerv ve Diğer Kalemler	42	77	74	81	93
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	119	178	239	312	405
Dönem Net Karı / (Zararı)	24	18	23	36	49
Toplam Kaynaklar	344	546	668	826	1,014

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	48	87	101	129	159
Düzeltilme Öncesi Kar	24	18	23	36	49
Amortisman ve İtfa Payları	47	61	86	107	130
İşletme Sermayesindeki Değişim	2	-7	-3	-3	-4
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-24	15	-6	-11	-16
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-48	-86	-137	-143	-144
Sabit Sermaye Yatırımları	-34	-53	-70	-90	-107
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-13	-33	-26	-30	-37
Lisans Ödemeleri	-1	0	-41	-24	0
Serbest Nakit Akımı	0	1	-36	-15	15
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	8	6	1	-1	-3
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	17	85	-24	4	36
Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	29	29	88	122	126
Net Borç / FAVÖK	0.4	0.3	0.6	0.7	0.6
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	-2.6	-7.3	-7.4	-7.7	-8.0
Operasyonel Veriler	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Mobile ARPU Reel Büyümesi	8.6%	11.0%	4.0%	2.0%	1.0%
Mobil Abone Sayısı	38.3	38.9	39.6	40.3	40.6
Sabit GB ARPU Reel Büyümesi	12.0%	16.8%	9.0%	7.0%	2.0%
FBB Abone Sayısı	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7
Büyüme	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	7.8%	10.9%	5.8%	3.7%	2.5%
FAVÖK	10.2%	13.4%	6.8%	2.9%	1.7%
Net Kar	29.8%	-40.9%	1.4%	29.1%	11.6%
Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Kar Marjı	14.0%	17.7%	16.2%	16.4%	16.5%
FAVÖK Marjı	41.9%	42.8%	43.2%	42.9%	42.5%
Net Kar Marjı	14.1%	7.5%	7.2%	9.0%	9.8%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	15.2%	7.9%	7.5%	9.4%	9.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	29.0%	35.9%	31.5%	31.8%	31.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	0.3%	0.4%	-11.2%	-3.6%	3.1%
Rasyo Analizi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
F / K	8.1	11.7	9.9	6.3	4.7
FD / FAVÖK	3.3	2.5	2.6	2.5	2.3
FD / Satış	1.3	1.0	1.0	0.9	0.7
Temettü Verimi	3.3%	3.7%	2.8%	3.5%	5.6%

Source: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. Operasyonel Yatırım harcamaları TFRS-15 ve TFRS-16 etkilerini içermemektedir.

Makroekonomik Varsayımlar	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Yıl Sonu TÜFE	44.4	30.9	25.0	22.0	20.0
Politika Faizi	47.5	38.0	31.0	27.5	24.5
USD/TL Yıl Sonu	35.2	42.9	50.7	59.1	68.2
EUR/TL Yıl Sonu	36.7	50.5	61.8	73.9	85.3

Kaynak: Akbank Ekonomik Araştırmalar, Ak Yatırım Araştırma

TURKCELL - DEĞERLEME

TL bazlı INA değerlememiz, %10 uç büyüme oranı ve iki aşamalı bir AOSM varsayımıyla 12 yıllık bir projeksiyon dönemine dayanmaktadır. Buna göre, ilk on yıl için AOSM %25,6 olarak alınmıştır (risksiz getiri oranı %22, sermaye risk primi %5,5, $\beta = 0,95$, vergi sonrası borçlanma maliyeti %20,2); bu dönemi takiben AOSM %16,9 seviyesine düşmektedir (RGO: %12,5 ve vergi sonrası borçlanma maliyeti %13,6). Ayrıca, uzun vadede önceki tahminlerimize göre daha yüksek enflasyona işaret eden yeni makro varsayımları da dahil ettik (kısa vadeye ilişkin beklentiler ise genel olarak değişmeden kalmaktadır).

5G lisans bedeli (KDV hariç 1,2 milyar dolar) ve Nisan 2029'dan itibaren mobil gelirler üzerinden uygulanacak %5 lisans ücreti değerlememize yansıttık. Turkcell'in toplam gelirleri içindeki yüksek mobil payı nedeniyle bu düzenlemenin yatırım harcaması yoğunluğunu yıllık yaklaşık 325 baz puan artıracağını öngörüyoruz. Bu varsayımlar altında, 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 152TL olup, yükseliş potansiyelinin ana kaynağı yatırım harcaması seviyelerinin zaman içinde normalleşmesidir.

Şekil 10: İNA¹, 2025T-2037T, Milyar TL

İNA Kalemleri, milyar TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Satış Gelirleri	242	320	405	498	601	722	850	991	1,145	1,318	1,503	1,680	1,843
büyüme, %	45%	32%	27%	23%	21%	20%	18%	17%	16%	15%	14%	12%	10%
FAVÖK	104	138	174	212	253	302	356	417	482	549	628	700	767
Marj, %	42.8%	43.2%	42.9%	42.5%	42.1%	41.8%	41.9%	42.0%	42.1%	41.7%	41.8%	41.7%	41.6%
Vergi	(10.7)	(12.9)	(16.6)	(20.6)	(25.7)	(32.1)	(40.2)	(49.7)	(57.6)	(64.8)	(74.2)	(82.6)	(90.5)
Efektif Vergi Oranı, %	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
İşletme Serm. Değ.	(7)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(8)	(8)
Op. Yat. Harc.	(53)	(70)	(90)	(107)	(124)	(140)	(157)	(165)	(181)	(208)	(224)	(253)	(281)
Marj, %	-22%	-22%	-22%	-21%	-21%	-19%	-19%	-17%	-16%	-16%	-15%	-15%	-15%
İmtiyaz ve Lisans	0	(41)	(24)	0	(15)	(23)	(28)	(32)	(37)	(43)	(49)	(55)	(60)
Marj, %	0%	-13%	-6%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Op. Olmayan Yat. Harc.	(33)	(26)	(30)	(37)	(45)	(47)	(47)	(46)	(53)	(61)	(56)	(63)	(70)
Marj, %	-14%	-8%	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%
Diğer Nakit Giriş/Çıkışları	1	(22)	(25)	(29)	(32)	(39)	(44)	(48)	(55)	(62)	(70)	(73)	(73)
SNA	1	(36)	(15)	15	8	16	36	70	93	104	148	166	186
Marj, %	0.4%	-11.2%	-3.6%	3.1%	1.3%	2.2%	4.2%	7.1%	8.1%	7.9%	9.9%	9.9%	10.1%
İskonto Faktörü	1.06	1.33	1.67	2.09	2.62	3.29	4.14	5.21	6.55	8.24	10.37	12.12	14.17
SNA Bugünkü Değeri	70												
Uç Değer Büyüme	10.0%												
Uç Değer Bugün	209												
Terminal FD/FAVÖK	3.5												
Uç Değerin Op. Değere Oranı	75%												
Net Borç (Nakit)	20												
12A Hedef Piyasa Değeri	330												
Hisse Adedi	2.2												
12A HF (TL)	152												
Son Kapanış (TL)	104												
Yukarı Potansiyel	47%												

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Operasyonel Yatırım harcamaları TFRS-15 ve TFRS-16 etkilerini içermemektedir.

TÜRK TELEKOM

Yatırım Döngüsü Fiyatlandı...

Türk Telekom için Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyor, 12A hedef fiyatımızı 84TL'ye (önceki 86TL) revize ediyoruz. Uzun vadeli makro varsayımlarımızdaki revizyon ve artan yatırım harcamaları dikkate alındığında, mevcut seviyelerden %36 yukarı potansiyeli öngörüyoruz. Borçlulukta beklenen artışa rağmen, güçlü sabit genişbant konumu, çeşitlendirilmiş gelir yapısı ve devam eden mobil abone kazanımları rekabetçi duruşu desteklerken, iyileşen frekans kalitesi uzun vadeli büyüme görünümünü güçlendirmektedir.

Düzenleyici netlik uzun vadeli görünürlüğü artırıyor: Sabit hat imtiyazının 2050'ye kadar uzatılması (KDV hariç 2,5 milyar dolar bedel, 17 milyar dolar yatırım taahhüdü) ve 5G kullanım haklarının 2042'ye kadar güvence altına alınması (KDV hariç 1,1 milyar dolar), nakit akışı görünürlüğüne artırarak yatırım planlamasını destekleyen uzun bir düzenleyici istikrar dönemi sağlamaktadır.

İyileşen şebeke kalitesi fiyatlama gücünü destekliyor: 3Ç25 itibarıyla mobil abone sayısı 30,8 milyona ulaşan Türk Telekom, yaklaşık %31 pazar payı ile ikinci en büyük işletmecidir. 5G sonrası abone başına en yüksek MHz kapasitesine sahip olması beklenen şirketin, bu sayede şebeke kalitesi ve uzun vadeli fiyatlama gücü açısından avantajlı konumunu korumasını öngörüyoruz.

2026T'de reel gelir artışının %9'a yavaşlamasını bekliyoruz: Buna karşın, mobil ve sabit genişbantta süregelen abone kazanımları, reel ARPU büyümesi ile fiyat ve toptan tarife ayarlamaları sayesinde Türk Telekom'un benzerlerine kıyasla daha güçlü büyüme sergilemeye devam etmesini bekliyoruz.

Yatırım harcaması yoğun dönemde kaldıraç kontrol altında kalıyor: Net borç/FAVÖK oranının 2026–27 döneminde 1,5–1,6x seviyelerinde sınırlı kalmasını bekliyoruz; bu seviye 4,5G döngüsündeki 2,2x zirvesinin belirgin şekilde altındadır. Taksitlendirilmiş lisans bedeli ödemeleri kaldıraç üzerindeki baskıyı sınırlandırmaktadır.

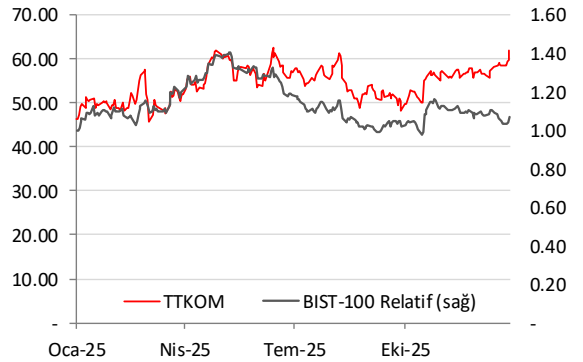
Değerleme sınırlı bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. TTKOM, 2026T için dolar bazında 3,4x FD/FAVÖK ile işlem görmekte olup, tarihsel ortalamasının %7 üzerinde ve küresel benzerlerinin %36 altındadır. Yatırım döngüsünün büyük ölçüde fiyatlandığını düşünmekle birlikte, borçluluğun kontrol altında kaldığına yönelik algının zaman içinde güçlenmesiyle birlikte, iyileşen frekans kalitesi ve güçlü artan abone sayısı ile desteklenen kademeli bir piyasa ilgisi artışı bekliyoruz.

16 Ocak 2026

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
 Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TTKOM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	84.00 (önceki 86.00)			
Güncel Fiyat, TL	61.80			
Getiri Potansiyeli	36%			
Halka Açıklık Oranı	13%			
Piyasa Değeri, mn TL	216,300			
Firma Değeri, mn TL	273,634			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	161,651	236,384	322,515	417,206
FAVÖK, mn TL	63,148	99,125	137,047	177,308
Net Kâr, mn TL	8,456	30,209	33,768	41,535
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	52,494	71,838	209,047	277,465
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.7	1.5	1.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	39.1%	41.9%	42.5%	42.5%
Net Marj	5.2%	12.8%	10.5%	10.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	61.4%	46.2%	36.4%	29.4%
FAVÖK, y/y	88.4%	57.0%	38.3%	29.4%
Net Kâr, y/y	-48.5%	257.2%	11.8%	23.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.5	7.2	6.4	5.2
FD/FAVÖK	3.2	2.9	3.1	2.8
FD/Ciro	1.2	1.2	1.3	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.7%	21.5%	38.2%	7.5%
BİST-100 Relatif	-1.8%	2.1%	8.1%	-2.8%
AOİH, mn TL	1,389	1,569	1,264	1,585



*Piyasa verileri 15 Ocak 2026 tarihli dir.

TÜRK TELEKOM - FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	161.7	236.4	322.5	417.2	522.5
Satış Maliyetleri ve Operasyonel Giderler	-102.2	-137.1	-185.7	-238.9	-300.8
Faaliyet Karı	23.0	52.1	62.6	82.3	101.5
FAVÖK	63.1	99.1	137.0	177.3	222.0
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	3.5	-3.2	-3.9	-4.8	-5.7
Finansal Gelir / (Gider)	-25.2	-21.0	-42.1	-69.5	-68.8
Parasal Kazanç / (Kayıp)	23.4	17.2	28.0	42.1	45.9
Vergi Öncesi Kar	24.7	45.1	44.5	50.1	72.8
Vergi Geliri / (Gideri)	-16.2	-14.9	-10.8	-8.6	-13.6
Net Kar	8.5	30.2	33.8	41.5	59.1
Hisse Başı Net Kar	2.4	8.6	9.6	11.9	16.9
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	0%	0%

Bilanço (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	59	71	119	137	155
Nakit ve Nakit Benzerleri	18	14	19	25	27
Ticari Alacaklar	22	33	46	60	76
Stoklar	3	4	5	6	7
KV Avans Ödemeleri	8	11	16	21	26
Diğer Dönen Varlıklar	9	9	34	26	19
Duran Varlıklar	211	297	574	725	889
Maddi Duran Varlıklar	114	156	245	312	383
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	83	123	306	386	473
Diğer Duran Varlıklar	14	18	22	27	33
Toplam Varlıklar	270	368	693	863	1,044
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65	89	115	145	177
Finansal Borçlar	27	35	43	53	63
Ticari Borçlar	22	33	46	60	76
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16	21	26	32	38
Uzun Vadeli Yükümlülükler	60	78	301	364	369
Finansal Borçlar	44	51	185	250	243
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16	27	116	114	126
Özkaynaklar	146	201	277	354	498
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	146	201	277	354	498
Ödenmiş Sermaye	4	4	4	4	4
Rezerv ve Diğer Kalemler	74	77	89	84	116
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	60	90	150	224	319
Dönem Net Karı / (Zararı)	8	30	34	42	59
Toplam Kaynaklar	270	368	693	863	1,044

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	46	78	115	151	188
Düzeltilme Öncesi Kar	8	30	34	42	59
Amortisman ve İtfa Payları	36	47	74	96	120
İşletme Sermayesindeki Değişim	-4	-3	-4	-4	-4
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	5	4	11	17	13
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-45	-80	-184	-182	-165
Sabit Sermaye Yatırımları	-40	-72	-119	-123	-139
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-6	-7	-8	-10	-12
Lisans ve İmtiyaz Ödemeleri	0	-1	-57	-49	-14
Serbest Nakit Akımı	1	-2	-69	-31	24
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-9	15	142	75	4
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-3	-4	5	6	2

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	52	72	209	277	279
Net Borç / FAVÖK (Şirket Tanımlı Değil)	0.8	0.7	1.5	1.6	1.3
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	(2.1)	(4.7)	(3.7)	(3.2)	(3.8)

Operasyonel Veriler	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Mobile ARPU Reel Büyümesi	17.0%	6.0%	6.0%	4.0%	4.0%
Mobil Abone Sayısı	27.4	31.2	32.5	33.7	34.6
Sabit GB ARPU Reel Büyümesi	15.0%	16.0%	8.0%	7.0%	2.0%
FBB Abone Sayısı	15.4	15.8	16.3	16.6	17.0

Reel Büyüme	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	11.8%	11.7%	9.2%	6.0%	4.3%
FAVÖK	33.9%	20.0%	10.6%	6.1%	4.3%
Net Kar	-64.3%	172.9%	-10.6%	0.8%	18.6%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Kar Marjı	14.2%	22.0%	19.4%	19.7%	19.4%
FAVÖK Marjı	39.1%	41.9%	42.5%	42.5%	42.5%
Net Kar Marjı	5.2%	12.8%	10.5%	10.0%	11.3%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	6.9%	17.4%	14.1%	13.2%	13.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	28.6%	33.1%	35.7%	36.1%	36.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	0.6%	-0.7%	-21.3%	-7.4%	4.5%

Rasyo Analizi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T
F / K	n.m.	6.2	6.4	5.2	3.7
FD / FAVÖK	3.3	2.8	3.4	3.2	2.8
FD / Satış	1.2	1.1	1.3	1.2	0.9
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. Operasyonel Yatırım harcamaları TFRS 16 etkilerini içermemektedir.

Makroekonomik Varsayımlar	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Yıl Sonu TÜFE	44.4	30.9	25.0	22.0	20.0
Politika Faizi	47.5	38.0	31.0	27.5	24.5
USD/TL Yıl Sonu	35.2	42.9	50.7	59.1	68.2
EUR/TL Yıl Sonu	36.7	50.5	61.8	73.9	85.3

Kaynak: Akbank Ekonomik Araştırmalar, Ak Yatırım Araştırma

TÜRK TELEKOM - DEĞERLEME

TL bazlı İNA çalışmamız 12 yıllık projeksiyon ve %10 uç büyüme varsayımına dayanmaktadır. İlk on yıl için ortalama %26,2 AOSM (risksiz faiz oranı %22, özsermaye risk primi %5,5, $\beta = 1,0$) ve sonrasında %17,2 AOSM (risksiz faiz oranı %12,5) varsayılmaktadır. Ayrıca, uzun vadede önceki projeksiyonlarımıza kıyasla daha yüksek enflasyona işaret eden yeni makro varsayımları da dahil ettik (kısa vadeye ilişkin beklentiler ise genel olarak değişmeden kalmaktadır).

2026 için operasyonel yatırım harcamalarının ciroya oranı önceki tahminlerimize kıyasla 800 bp arttırdık. Ayrıca, Nisan 2029 itibarıyla yürürlüğe girecek mobil gelirlerin %5'i oranındaki ücretin, Türk Telekom'un toplam gelirleri içindeki mobil payını (%45; 2030T) yansıtarak yatırım harcaması yoğunluğunu yıllık yaklaşık 225 baz puan arttırdık.

Bu çerçevede 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 84 TL olup, %36 yukarı potansiyel sunmaktadır; potansiyel ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının zaman içinde normalize olmasına dayanmaktadır.

Şekil 11: İNA, 2025T-2037T, Milyar TL

İNA Kalemleri, milyar TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Satış Gelirleri	236	323	417	522	635	757	893	1,044	1,215	1,397	1,589	1,772	1,952
büyüme, %	46%	36%	29%	25%	21%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	12%	10%
FAVÖK	99	137	177	222	268	323	381	446	518	598	682	757	839
Marj, %	41.9%	42.5%	42.5%	42.5%	42.3%	42.7%	42.7%	42.7%	42.7%	42.8%	42.9%	42.7%	43.0%
Vergi	(13)	(16)	(21)	(25)	(31)	(38)	(45)	(53)	(62)	(71)	(81)	(90)	(101)
Efektif Vergi Oranı, %	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
İşletme Serm. Değ.	(3)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
Op. Yat. Harc.	(72)	(119)	(123)	(139)	(157)	(171)	(193)	(215)	(250)	(288)	(325)	(355)	(392)
Marj, %	-30%	-37%	-29%	-27%	-25%	-23%	-22%	-21%	-21%	-21%	-20%	-20%	-20%
İmtiyaz ve Lisans	(1)	(57)	(49)	(14)	(26)	(35)	(41)	(48)	(56)	(64)	(54)	(40)	(44)
Marj, %	-1%	-18%	-12%	-3%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-3%	-2%	-2%
Op. Olmayan Yat. Harc.	(7)	(8)	(10)	(12)	(15)	(18)	(19)	(23)	(26)	(30)	(34)	(38)	(42)
Marj, %	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Diğer Nakit Giriş/Çıkışları	(5)	(3)	(2)	(4)	(3)	(6)	(8)	(9)	(11)	(12)	(16)	(35)	(42)
SNA	(2)	(69)	(31)	24	31	49	69	92	107	125	163	190	211
Marj, %	-0.7%	-21.3%	-7.4%	4.5%	5.0%	6.5%	7.8%	8.8%	8.8%	8.9%	10.2%	10.7%	10.8%
İskonto Faktörü	1.06	1.33	1.68	2.12	2.68	3.38	4.27	5.39	6.81	8.59	10.84	12.71	14.90
SNA Bugünkü Değeri	73												
Uç Değer Büyüme	10.0%												
Uç Değer Bugün	215												
Terminal FD/FAVÖK	3.3x												
Uç Değerin Op. Değere Oran	75%												
Net Borç (Nakit)	57.5												
12A Hedef Piyasa Değeri	296												
Hisse Adedi	3.5												
12A HF (TL)	84												
Son Kapanış (TL)	62												
Yukarı Potansiyel	36%												

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Operasyonel Yatırım harcamaları TFRS 16 etkilerini içermemektedir.

Benzer Şirket Çarpanları... Küresel benzer şirketlerde 2026T FD/FAVÖK medyanı 5,3x seviyesindedir. Bu çerçevede Turkcell 2,6x çarpanla benzerlerine göre yaklaşık %51, tarihsel ortalamasına göre ise %6 iskontolu işlem görmektedir. Türk Telekom ise 3,4x çarpanla benzerlerine göre %36 iskontolu, tarihsel ortalamasına göre ise yaklaşık %7 primli değerlendirilmektedir.

Daha güçlü bilançolara rağmen (2026T net borç/FAVÖK: Turkcell 0,6x, Türk Telekom 1,5x; benzer şirket medyanı 2,3x), değerlemeler makro ve düzenleyici riskleri yansıtmaya devam etmektedir. Türkiye telekom sektörü küresel benzerlerinden farklı bir 5G yatırım döngüsünde olduğundan, değerlemede yalnızca İNA bazlı yaklaşımı esas alıyoruz.

Şekil 12: Yurt Dışı Benzerlerin FD/FAVÖK Çarpanları, USD bazlı, x

Şirket Adı	Ülke	Piy.Değ. (USDmn)	2025T	2026T	3Ç25 Net Borç/FAVÖK
Telekom Austria	Avusturya	6.926	3.9	3.8	1.0
Vodafone Group	İngiltere	32.060	6.0	5.6	3.4
Orange Polska	Polonya	3.787	5.7	5.3	1.7
Telefonica Brasil	Brezilya	20.288	4.9	4.5	0.5
Emirates Int. Tel.	BAE	12.711	6.6	6.2	0.2
Magyar Tel.	Macaristan	5.265	5.1	5.0	1.0
Mtn Nigeria	Nijerya	8.125	5.3	4.1	1.4
Oman Tel.	Umman	2.110	5.1	4.7	2.5
Mobile Tel. Co	Kuveyt	7.173	6.1	5.5	2.3
Mobile Tel. Co	Suudi Arabistan	2.555	5.6	5.4	2.8
Hellenic Tel. Org.	Yunanistan	7.994	5.4	5.3	0.3
Saudi Telecom	Suudi Arabistan	58.638	8.9	8.4	0.1
Safaricom	Kenya	9.089	6.1	5.4	0.8
Telecom Egypt	Mısır	2.524	4.1	3.8	1.9
Vodacom Group	Güney Afrika	18.261	5.5	4.1	0.6
Deutsche Telekom	Almanya	163.870	6.9	6.4	2.4
Koninklijke Kpn	Hollanda	17.223	8.8	8.5	2.5
Telenor	Norveç	19.567	8.1	8.0	2.6
Telefonica	İspanya	22.732	5.0	4.9	3.2
Telecom Italia	İtalya	14.205	5.6	5.2	2.4
At&T	ABD	170.076	7.1	6.8	3.1
Telus Corp	Kanada	20.766	7.9	7.6	4.6
BT Group	İngiltere	24.048	4.8	4.8	2.7
Medyan		6.868	5.6	5.3	2.3
TCELL		5.332	2.5	2.6	0.2
İskonto			-55%	-51%	
TTKOM		4.396	2.8	3.4	0.6
İskonto			-51%	-36%	

Source: Bloomberg, Ak Investment Research

RİSKLER

Regülasyon riskleri... Devlet düzenlemeleri; frekans tahsisleri, imtiyaz koşulları, veri gizliliği mevzuatı kurallarındaki değişiklikler yoluyla operasyonları ve karlılığı olumsuz etkileyebilir.

Makroekonomik riskler... Maliyetlerin önemli ölçüde gelirlere endeksli olmasına rağmen, enflasyonda yaşanabilecek olası sert bir artış reel gelir büyümesini ve karlılığı baskılayabilir. TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi ise genellikle USD veya EUR cinsinden olan operasyonel yatırım harcamaları, lisans ve imtiyaz ödemeleri nedeniyle nakit yaratma kapasitesini olumsuz etkileyebilir.

Demografik değişim... Pandemi, göç veya satın alma gücünde sert düşüş gibi sosyal dinamikler büyüme projeksiyonlarını olumsuz etkileyebilir.

Doğal afet riskleri... Büyük ölçekli doğal afetler mevcut altyapı ve hizmetleri ani şekilde işlevsiz hâle getirebilir; rekabetçiliğin korunabilmesi için sürekli ve yüksek yatırım ihtiyacı doğurabilir.

Pazar doygunluğu... Olgun bir pazar niteliği taşıyan Türkiye telekomünikasyon sektörü, yüksek mobil penetrasyon seviyeleri nedeniyle sınırlı büyüme fırsatları sunmaktadır. Bu nedenle işletmecilerin, techfin ve veri koruma gibi yeni hizmet alanları veya coğrafi genişleme yoluyla büyüme arayışına girmeleri gerekmektedir.

Siber güvenlik riskleri... Artan dijitalleşme ve bulut ile veri altyapılarına bağımlılık, siber tehditlere maruziyeti artırmaktadır. Büyük ölçekli bir siber saldırı, veri kaybı veya uzun süreli şebeke kesintisi; marka itibarına zarar verebilir, regülasyon kaynaklı yaptırımlara yol açabilir ve müşteri güveni ile finansal performansı önemli ölçüde olumsuz etkileyebilir.

İMTİYAZ YENİLEMESİ

İmtiyaz Yenilemesi: Yönetilebilir Kaldıraç, Sınırlı Değerleme Etkisi

Türk Telekom, Şubat 2026’da sona ermesi planlanan sabit hat imtiyazını Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) ile Şubat 2050’ye kadar yeniledi. Bununla beraber, 17 milyar USD tutarında uzun vadeli yatırım taahhüdü ve KDV dahil 3,0 milyar USD lisans bedeli üstlendi. Uzatılan imtiyaz süresi, düzenleyici çerçeveye ilişkin görünürlük sağlamakta ve önümüzdeki 25 yıl boyunca operasyonel sürekliliği güvence altına almaktadır.

Ödemeler uzun vadeye yayılmış bir takvim çerçevesinde gerçekleştirilecek; 2026–27 döneminde yıllık 500 milyon USD, 2028–2034 yılları arasında yıllık 200 milyon USD ve 2035 yılında nihai olarak 100 milyon USD ödeme yapılacaktır. Yönetim ayrıca, KDV alacakları ile yapılan düzeltme sonrasında kalan 0,5 milyar USD tutarındaki ilave KDV’nin 2026 yılında peşin olarak ödeneceğini belirtti. Bu yapı, finansal yükün uzun bir zaman dilimine yayılmasını sağlarken, KDV bileşeninin kısa vadede öne çekilmesiyle birlikte nakit akışı görünürliğini artırmaktadır.

Şekil 13: İmtiyaz Ödeme Takvimi, USDmn

	2026	2027	2028-2034 (yıllık)	2035
İmtiyaz	500	500	200	100
KDV	500			

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Yatırım Taahhüdü. Yenilemeye paralel olarak Türk Telekom, 25 yıllık dönem boyunca toplam 17 milyar USD tutarında yatırım yapmayı taahhüt etti. Bu yatırım seviyesi, Şirketin tarihsel yatırım harcaması eğilimiyle genel olarak uyumlu; Türk Telekom son beş yılda sabit genişbant alanında yıllık ortalama yaklaşık 700 milyon USD yatırım harcaması gerçekleştirdi. 2024 yılında operasyonel yatırım harcamaları gelirlerin %25,7’sini oluşturmuş olup, bunun yaklaşık yarısı sabit genişbantta yönlendirildi.

İmtiyazın ilk yıllarında operasyonel yatırım harcaması/gelir oranının tarihsel seviyelerin üzerine çıkmasını beklemekle birlikte, bu oranın 2029 itibarıyla normalleşeceğini öngörüyoruz (sayfa 13’e bakınız). Yatırım planının, fiber yayılımını hızlandırılmasını ve teknoloji yükseltmelerini destekleyerek Şirketin altyapı liderliği konumunu güçlendirmesini bekliyoruz.

Büyüme Görünümü. Yönetim, devam eden fiber yayılımı ve şebeke varlıklarının modernizasyonu ile desteklenmek üzere, 2030 yılına kadar ortalama internet hızlarını yaklaşık yedi kat artırmayı hedeflemektedir. Fiber kapsamının 2030 itibarıyla mevcut 33,8 milyon haneden 37 milyon haneye ulaşması, genişbant abone sayısının ise 15,5 milyondan 17 milyona yükselmesi planlanmaktadır. Bu hedefler, uzun vadeli sektör eğilimleri ve

Şirketin stratejik yol haritası ile uyumlu, istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyümeye işaret etmektedir.

Kaldıraç ve Finansal Etki. Net borç/FAVÖK oranının 2026–27 döneminde 1,5–1,6x seviyelerinde sınırlı kalacağını (2025T: 0,7x) hesaplıyoruz. Bu seviyeler, 4,5G döngüsündeki 2,2x zirvesine kıyasla görece daha düşük bir finansal kaldıraç profiline işaret etmektedir. Taksitlendirilmiş lisans bedeli ödemeleri, kaldıraç üzerindeki baskıyı sınırlamaktadır.

Kısa vadede likidite üzerinde baskı oluşmasına rağmen, Şirketin güçlü bilanço yapısı ve 2026 itibarıyla yıllık yaklaşık 2,7 milyar USD seviyesine ulaşmasını beklediğimiz FAVÖK yaratma kapasitesi, yeni yükümlülüklerin anlamlı bir zorlanma yaratmadan yönetilebilmesi için yeterli alan sunmaktadır.

Değerleme Etkisi. İmtiyaz yenilemesinin değerlendirme üzerindeki etkilerini, imtiyaz koşullarını mevcut modele dahil ederek [önceki raporumuzda](#) ele almıştık. Şirket tarafından açıklanan nihai koşullar, ilk tahminlerimize kıyasla daha yüksek bir toplam lisans bedeline (yaklaşık 1,8 milyar USD olarak hesaplıyoruz) ancak çok daha uzun bir ödeme vadelerine işaret etmektedir.

5G İHALESİ

İhale Özeti ve Gelirler. Türkiye'nin 5G frekans ihalesi, 16 Ekim 2025 tarihinde KDV hariç toplam 2,95 milyar USD brüt teklif ile tamamlandı, bu tutar 2,13 milyar USD seviyesindeki asgari muhammen bedelin yaklaşık %40 üzerinde gerçekleşti. Net lisans bedelleri (KDV hariç) Ocak 2026, Aralık 2026 ve Mayıs 2027 tarihlerinde üç eşit taksit halinde ödenecektir. %20 oranındaki KDV ise Ocak 2026'da, üç taksitten ilkiyle eş zamanlı olarak ayrı şekilde ödenecek ve bu nedenle 2026'nın ilk çeyrek finansallarına yansıtacaktır. 5G kullanım hakları 31 Aralık 2042 tarihine kadar geçerli olacaktır.

Genel olarak, ihale sonuçları ve düzenleyici çerçeve sektörün temel dinamiklerini güçlendirmekte ve uzun vadeli görünürlüğü artırmaktadır. Türkiye'nin 5G frekans ihalesini, sektör açısından finansal olarak yönetilebilir ve stratejik olarak yapıcı bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.

Şekil 14: 5G İhale Sonuçları

Paket	Frekans	Bant Genişliği (MHz)	Taban Fiyat (USDmn)	Kazanan	Maliyet (KDV Hariç, USDmn)
A1	700 MHz FDD	2x10	425	Turkcell	429
A2	700 MHz FDD	2x10	425	Vodafone	426
A3	700 MHz FDD	2x10	425	Türk Telekom	425
B1	3.5 GHz TDD	1x80	200	Turkcell	214
B2	3.5 GHz TDD	1x80	200	Türk Telekom	209
B3	3.5 GHz TDD	1x80	200	Vodafone	201
B4	3.5 GHz TDD	1x20	50	Turkcell	187
B5	3.5 GHz TDD	1x20	50	Turkcell	186
B6	3.5 GHz TDD	1x20	50	Turkcell	208
B7	3.5 GHz TDD	1x20	50	Türk Telekom	212
B8	3.5 GHz TDD	1x20	50	Türk Telekom	248
TOPLAM		400	2,125		2,945

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma.

İşletmeci Bazında Ödemeler. Turkcell, 1.224 milyon USD tutarında frekans hakkı edinirken, Türk Telekom’un kazandığı frekansların değeri 1.094 milyon USD olmuştur. Bu tutarlar, her iki şirket için de yaklaşık 2026T FAVÖK’ün 0,5 katına (her ikisi için yaklaşık 2,7 milyar USD) karşılık gelmektedir. Ödemelerin yaklaşık 1,5 yıla yayılan üç taksit halinde gerçekleştirilecek olması sebebiyle, kısa vadeli finansman ihtiyacı ve bilanço üzerindeki baskı sınırlı kalmaktadır.

Şekil 15: Operatör Bazında Ödeme Takvimi

Operator	İhale Bedeli (KDV Dahil)	Toplam Ödeme (KDV Dahil)	Ocak 2026 KDV Ödemesi	Ocak 2026 Ödemesi	Aralık 2026 Ödemesi	Mayıs 2027 Ödemesi
Turkcell	1,224	1,469	245	408	408	408
Türk Telekom	1,094	1,313	219	365	365	365
Vodafone	627	752	125	209	209	209
TOPLAM	2,945	3,534				

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

KDV Mahsubu ve Muhasebeleştirme. Ocak 2026’da ödenecek KDV tutarı nakit olarak gerçekleştirilecek olup, kısa vadede geçici bir nakit çıkışı yaratacaktır. Bu tutar, hizmetlerden tahsil edilen KDV ile mahsup edilerek zaman içinde geri kazanılacaktır. Mahsup süresini Turkcell için yaklaşık 5–6 ay, Türk Telekom için ise sabit genişbant imtiyaz yenilemesine bağlı ilave KDV yükünü yansıtabilecek şekilde yaklaşık 16–18 ay olarak tahmin ediyoruz. Söz konusu etkinin tamamen zamanlamaya bağlı olduğu ve yapısal bir likidite riski oluşturmadığı kanaatindeyiz.

Kaldıraç ve Finansman Etkileri. 3Ç25 itibarıyla net borç/FAVÖK oranı Turkcell için 0,2x, Türk Telekom için ise 0,6x seviyesinde olup, her iki şirket de uluslararası telekom sektöründeki 2,0–2,5x medyanının belirgin şekilde altındadır. 5G ihalesinin ardından, 2026 yıl sonu itibarıyla kaldıraç oranının Turkcell için yaklaşık 0,6x, Türk Telekom için ise 1,5x seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Türk Telekom’daki daha yüksek oran, ihaleye girilmeden önceki görece yüksek borç seviyesi ile sabit genişbant imtiyaz yenilemesine ilişkin ödemelerin dahil edilmesinden kaynaklanırken, Turkcell daha güçlü bilanço yapısı ve serbest nakit akışı üretim kapasitesi sayesinde olumlu ayrılmaktadır. Bu çerçevede, Turkcell’in risk profili belirgin şekilde daha güçlü kalmakta; kaldıraç oranının beş yıllık tarihsel ortalaması olan 1,0x’in oldukça altında seyretmesi, sürdürülebilir temettü dağıtımına olanak sağlamaktadır.

Monetizasyon. 5G yatırımlarının gelir yaratımı kademeli bir seyir izleyecektir. Bunun temel nedenleri arasında ilk aşamada sınırlı cihaz penetrasyonu, hizmetlerin aşamalı olarak devreye alınması ve fiber altyapının genişletilmesi gerekliliği yer almaktadır. Hâlihazırda Türkiye’deki cep telefonlarının dörtte birinden daha azının 5G uyumlu olduğu tahmin edilmekte olup, bu oranın önümüzdeki yıllarda kademeli olarak artması beklenmektedir. Yeni tahsis edilen frekans lisansları Aralık 2042’ye kadar geçerli olmakla birlikte, ülke

genelinde ticari 5G hizmetinin Nisan 2026’da başlatılması planlanmaktadır ve kullanıcı geçişlerinin başlangıçta isteğe bağlı kalması muhtemeldir. İlk aşamada ARPU katkısının ağırlıklı olarak kişiselleştirilmiş, kullanıma dayalı veri paketlerinden gelmesi beklenirken, daha geniş çaplı monetizasyonun cihaz yenileme döngüleri ve kurumsal dijitalleşme talebine bağlı olarak zaman içinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. 5G, ağ kapasitesini ve veri hızlarını önemli ölçüde artıracak; yükleme hızları ciddi biçimde yükselirken, gecikme süresi 4G seviyelerinin yaklaşık onda birine düşecektir. Bu gelişmeler zaman içinde endüstriyel ve IoT uygulamalarını mümkün kılacaktır. Bununla birlikte, endüstriyel monetizasyonun konsolide gelirler içindeki payının ilk etapta sınırlı kalması beklenmektedir. 5G uyumlu baz istasyonlarına yönelik yatırımlar ihaleden önce başlamış olduğundan, toplam yatırım harcamaları daha uzun bir zamana yayılacaktır. Kısa vadede ciro etkisi sınırlı olsa da, 5G Türkiye’nin bir sonraki dijital altyapı evresinde telekom operatörlerini stratejik olarak konumlandıran temel bir unsur olmaya devam edecektir.

Frekans Portföyünün Genişlemesi. İhale, Türkiye’nin toplam mobil frekans havuzunu önemli ölçüde genişletmiştir. İhale öncesinde operatörlerin frekans portföyleri Turkcell için 235 MHz, Türk Telekom için 175 MHz ve Vodafone için 140 MHz seviyesindeydi. Yeni tahsislerle birlikte bu rakamlar sırasıyla 395 MHz, 315 MHz ve 240 MHz seviyelerine yükselmiş; bu da %68, %80 ve %71 oranlarında artış anlamına gelmektedir. Ulusal frekans havuzu, ağırlıklı olarak 700 MHz ve 3,5 GHz bantlarının eklenmesiyle yaklaşık %73 oranında büyümüştür. Turkcell açık ara frekans liderliğini korurken, Türk Telekom en yüksek göreceli artışı kaydetmiş; Vodafone ise kapsama odaklı dengeli kapasite yapısını sürdürmüştür.

Abone Başına Frekans Verimliliği. Abone sayıları ve toplam frekans portföyleri dikkate alındığında, ihale sonrası abone başına düşen kapasite Turkcell, Türk Telekom ve Vodafone için sırasıyla 10,1 MHz, 10,2 MHz ve 7,6 MHz seviyesine ulaşmaktadır. İhale öncesinde bu göstergeler 6,0 MHz, 5,7 MHz ve 4,4 MHz seviyelerindeydi. Bu da abone başına kapasitede yaklaşık 1,68x, 1,80x ve 1,71x oranlarında artışa işaret etmektedir. Turkcell mutlak frekans gücünde liderliğini korurken, Türk Telekom abone başına düşen kapasite açısından hafif bir üstünlük sağlamış ve en yüksek göreceli iyileşmeyi göstermiştir. Vodafone ise kapsama odaklı ağ stratejisiyle uyumlu olarak abone başına kapasitede daha düşük seviyede kalmaya devam etmektedir.

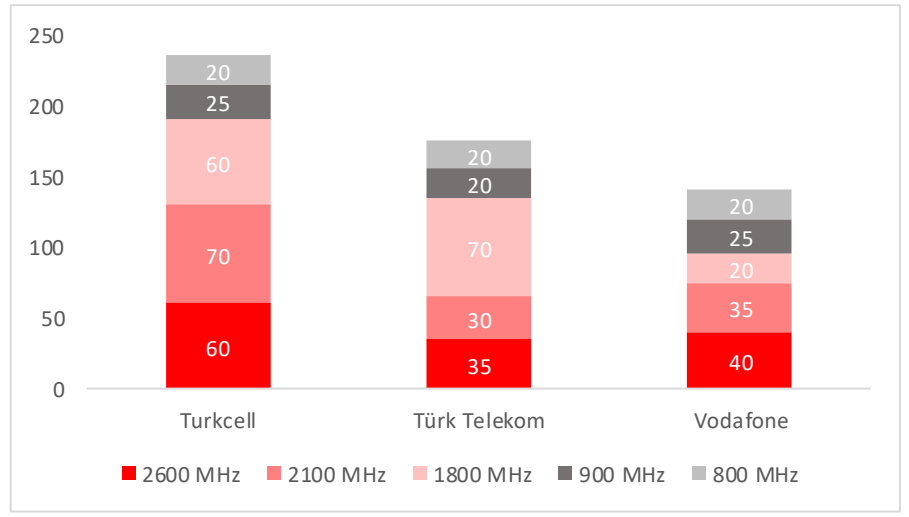
Şekil 16: Toplam Frekans Artışı

Operatör	5G-Öncesi	5G-Sonrası	Δ (MHz)	Δ (%)	MHz/Abone
Turkcell	235	395	+160	+68 %	10.1
Türk Telekom	175	315	+140	+80 %	10.2
Vodafone	140	240	+100	+72 %	7.6

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

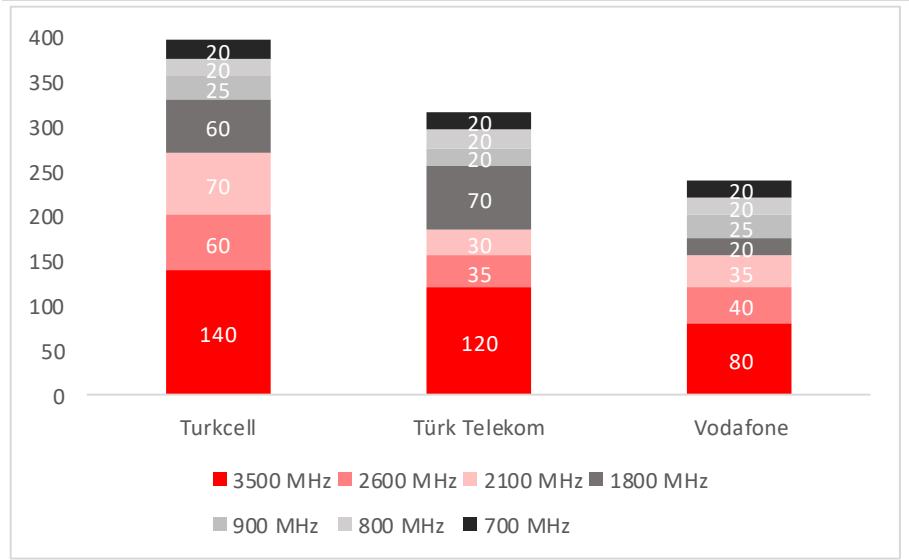
Frekans Bandı Tahsisi ve Ağ Mimarisi. Yeni tahsis edilen frekanslar, iki temel frekans katmanını beraberinde getirmektedir. Operatör başına eşit olarak 2x10 MHz tahsis edilen 700 MHz (FDD) bandı, kırsal alanlar ve kapalı mekân kapsamını güçlendirmektedir. Asimetrik şekilde dağıtılan 3,5 GHz (TDD) bandı ise Turkcell’e 140 MHz, Türk Telekom’a 120 MHz ve Vodafone’a 80 MHz tahsis edilerek 5G’nin yüksek kapasiteli omurgasını oluşturmaktadır. Mevcut orta bant frekanslarla birlikte değerlendirildiğinde, bu yapı kapsama, verimlilik ve veri taşıma kapasitesi arasında denge kuran üç katmanlı bir mimari yaratmakta ve Türkiye’deki operatörleri 2026’dan itibaren bağımsız (standalone) 5G şebekeleri kurabilecek şekilde konumlandırmaktadır.

Şekil 67: 5G İhalesi Öncesi Frekans Bantları



Kaynak: Şirket, BTK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 18: 5G İhalesi Sonrası Frekans Bantları



Kaynak: Şirket, BTK, Ak Yatırım Araştırma

Beklenen Hizmet Kalitesi İyileşmeleri. Genişleyen frekans portföyü, tüm operatörlerde ağ kapasitesi ve hizmet kalitesini anlamlı ölçüde artıracaktır. 5G açısından kritik bantlar (1800–3500 MHz) dikkate alındığında, Turkcell’in toplam frekans kapasitesi yaklaşık 330 MHz seviyesine ulaşırken, Türk Telekom’da bu rakam 255 MHz, Vodafone’da ise 175 MHz düzeyindedir. Turkcell pazar pozisyonunu destekleyen mutlak kapasite liderliğini korurken, Türk Telekom 5G ile uyumlu frekanslarda en yüksek göreceli artışı kaydetti.

5G NR için standart spektral verimlilik varsayımı olan 6–7 bps/Hz (LTE-A altında 4,5–5 bps/Hz’e kıyasla) kullanıldığında, efektif indirme hızı artışlarının Turkcell için yaklaşık 2,1–2,7x, Türk Telekom için 2,3–2,9x ve Vodafone için 2,2–2,9x seviyelerinde olmasını bekliyoruz. Bağımsız 5G’nin devreye girmesiyle birlikte gecikme sürelerinin de %50–70 oranında iyileşmesi öngörülmektedir. Turkcell’in en yüksek toplam ağ kapasitesi ve kalite algısını sürdürmesi beklenirken, Türk Telekom daha düşük bir başlangıç seviyesinden gelmesi nedeniyle en belirgin göreceli iyileşmeyi göstermektedir. Vodafone ise ülke genelinde verimliliğini korurken, tepe hız potansiyeli açısından daha ılımlı bir görünüm sergilemektedir.

Şekil 19: Operatör Bazında İndirme Hızı Değişikliği Tahmini

Operatör	İhale Öncesi 5G Frekans (MHz, 1800-3500)	İhale Sonrası 5G Frekans (MHz, 1800-3500)	Frekans Artışı (Post-5G/Pre-5G)	Verimlilik Çarpanı(x)	Tahmini İndirme Hızı Değişimi
Turkcell	190	330	1.74	1.20-1.56	2,1x-2,7x
Türk Telekom	135	255	1.89	1.20-1.56	2,3x-2,9x
Vodafone	95	175	1.84	1.20-1.56	2,2x-2,9x

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Hız Değişimi = (5G spektral verimliliği ÷ LTE spektral verimliliği) × (5G sonrası frekans spektrumu ÷ 5G öncesi frekans spektrumu)

Gelire Endeksli Lisans Yenilemesi Finansal Oynaklığı Azaltıyor. 2029 yılında sona erecek mevcut 2G, 3G ve 4.5G lisanslarının yenilenmesi, 2029–2042 döneminde operatörlerin yıllık mobil brüt gelirlerinin %5’ini ödemelerini öngören gelire endeksli bir model üzerinden gerçekleştirilecektir. Bu yapı, önceki toplu (peşin) yenileme bedellerinin yerini düzenli ve tekrarlayan bir ödeme mekanizmasına bırakarak kaldıraç oynaklığını azaltmakta ve karlılık görünürlüğünü artırmaktadır.

Mobil gelirlerin konsolide gelirler içindeki payı dikkate alındığında, yeni lisans yenileme bedeli Nisan 2029’dan itibaren Turkcell ve Türk Telekom için sırasıyla yaklaşık 325 baz puan ve 225 baz puan düzeyinde bir sermaye harcaması/ciro artışına işaret etmektedir.

KAR DEĞERLENDİRMESİ ve TAHMİNİ

Turkcell, 3Ç25'te IAS 29 sonrası 5,4 milyar TL net kar açıkladı, bu rakam reel bazda yıllık %32 artışa işaret etmekte ve piyasa beklentisinin %7 üzerinde gerçekleşti. Net kar seviyesindeki 5,4 milyar TL ile benzer şirketindeki 10,2 milyar TL arasındaki farkın temel nedeni, iki şirket arasındaki 4,7 milyar TL'lik amortisman ve itfa gideri farkı olup, bu fark nakit bazlı değil muhasebesel bir etkiyi yansıtmaktadır. 3Ç24'teki yüksek baz etkisine rağmen, konsolide gelirler 3Ç25'te yıllık %11 artışla 59,5 milyar TL'ye ulaşmıştır (benzer şirket: %11 yıllık artış ve 59,5 milyar TL). FAVÖK, 3Ç25'te yıllık %11 artışla 26,1 milyar TL'ye yükselmiş, FAVÖK marjı ise yıllık bazda büyük ölçüde yatay seyretmiştir. Toplam %11'lik büyümenin 7,2 yüzde puanı mobil segmentten, 2,5 yüzde puanı Dijital İş Servisleri'nden ve 0,9 yüzde puanı Paycell'den kaynaklanmıştır. Mobil segmentte M2M hariç büyüme %10,6 seviyesinde gerçekleşmiş olup (benzer şirket: %17,1), bu performans ağırlıklı olarak yıllık %11,9'luk ARPU artışı (benzer şirket: %7,8) ile desteklenmiş; buna karşılık abone sayısı nette %1,2 düştü (benzer şirket: %8,6 net abone artışı).

Güçlü bilanço. Net borç, temettü ödemelerinin etkisiyle 4Ç24'teki 13 milyar TL'den 3Ç25'te 19 milyar TL'ye yükseldi. Buna rağmen net borç/FAVÖK oranı 0,2x ile küresel benzer şirket ortalamasının (2,2x) oldukça altındadır. Yönetim, 2026'daki 5G lisans ödemelerine rağmen bu oranın 1,0x'in altında kalmasını hedeflerken, biz 0,6–0,8x aralığını öngörüyoruz.

4Ç25 Kar Tahminimiz: Turkcell'in 4Ç25'te gelirlerini yıllık %8 artışla 63,4 milyar TL seviyesinde açıklamasını bekliyoruz. Bu artışın, dirençli ARPU eğilimleri ve ana segmentlerdeki istikrarlı abone büyümesiyle destekleneceğini öngörüyoruz. FAVÖK'ün 25,5 milyar TL'ye ulaşarak yıllık %10 artış göstermesini, FAVÖK marjının ise %40,2 seviyesine yükselerek yıllık bazda 78 baz puan genişlemesini bekliyoruz. Marj iyileşmesinin, devam eden maliyet enflasyonuna rağmen operasyonel kaldıraçtan kaynaklanacağını düşünüyoruz. Net karın ise operasyonel kârlılıktaki iyileşme ve daha dengeli finansal yapı sayesinde yıllık %24 artışla 4,0 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

2025 yılı geneli için gelirlerin 242,1 milyar TL'ye (+%11), FAVÖK'ün 103,6 milyar TL'ye (+%13) ve net karın 18,2 milyar TL'ye (+%25) ulaşmasını bekliyoruz.

Dönem Özeti						
(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)					
	4Ç25T	4Ç24	y/y	2025T	2024	Fark
Net Satışlar	63,398	58,775	8%	242,091	218,173	11%
FAVÖK	25,486	23,168	10%	103,634	91,371	13%
FAVÖK Marjı	40.2%	39.4%	78 bps	42.8%	41.9%	93 bps
Net Kar	3,992	3,221	24%	18,201	14,524	25%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. 2024 finansalları 2025 yıl sonu seviyelerine yeniden bazlanmış olup, büyüme oranları reel büyümeyi yansıtmaktadır.

Türk Telekom, 3Ç25'te 10,2 milyar TL net kar açıkladı. Gelirler, reel bazda yıllık %11 artışla 59,5 milyar TL'ye ulaştı ve piyasa beklentisini %5 aştı. Çeyrek boyunca M2M hariç net mobil abone sayısı 777 bin arttı; bu artış çeyreklik bazda yaklaşık %2,5 büyümeye karşılık geldi. Türk Telekom, güçlü mobil net abone kazanımlarıyla yaklaşık 1 yüzde puan pazar payı elde ederek öne çıkan bir çeyrek performansı sergiledi. Üst gelir büyümesi, dayanıklı fiyatlandırma ve sağlam abone artışlarıyla desteklenen sabit genişbantta yıllık %14,3 ve mobil segmentte yıllık %13,2 büyümeden kaynaklandı. Sabit genişbantta ARPU yıllık %12,6 artarken, abone sayısı %1,4 yükseldi. Mobil tarafta ise abone sayısı %10,9 arttı, ARPU %2,0 yükseldi ve güçlü talep ivmesi teyit edildi. FAVÖK 3Ç25'te yıllık %22 artışla 26,7 milyar TL'ye ulaştı; marj yıllık bazda 400 baz puan artarak %44,9 seviyesine yükseldi ve piyasa beklentisini 268 baz puan aştı.

Bilanço gücü korunuyor. Net borç 3Ç25'te 57,5 milyar TL'ye yükseldi (3Ç24: 52,9 milyar TL); buna karşın kaldıraç belirgin şekilde iyileşti. Net borç/FAVÖK oranı bir yıl önceki 0,96x ve 2Ç25'teki 0,68x seviyesinden 0,61x'e geriledi. Şirket, 449 milyon USD tutarında kısa döviz pozisyonu bildirdi.

4Ç25 kar görünümü: Türk Telekom'un 4Ç25'te gelirlerini 4Ç24'e kıyasla yıllık %8 artışla 64,6 milyar TL seviyesinde açıklamasını bekliyoruz. Bu artışın, fiyatlandırma disiplininin sürmesi ve abone tabanındaki büyümeden kaynaklanacağını öngörüyoruz. FAVÖK'ün yıllık %13 artışla 26,6 milyar TL'ye ulaşmasını, FAVÖK marjının ise devam eden maliyet baskılarına rağmen operasyonel kaldıraç sayesinde yıllık bazda 171 baz puan artarak %41,1 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Net karın operasyonel performanstaki iyileşme ve amortisman-itfa giderlerindeki değişimin etkisiyle yıllık %44 artışla 8,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Yıl geneli için 2025'te gelirlerin 236,4 milyar TL'ye (+%12), FAVÖK'ün 99,1 milyar TL'ye (+%20) ve net karın 30,2 milyar TL'ye (+%173) ulaşmasını bekliyoruz. Bu görünüm, karlılık toparlanmasının güçlü şekilde devam ettiğini ve marjların yüksek seviyelerde istikrar kazandığını desteklemektedir.

Dönem Özeti						
(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)					
	4Ç25T	4Ç24	y/y	2025T	2024	Fark
Net Satışlar	64,604	59,660	8%	236,440	211,601	12%
FAVÖK	26,582	23,527	13%	99,148	82,661	20%
FAVÖK Marjı	41.1%	39.4%	171 bps	41.9%	39.1%	287 bps
Net Kar	8,085	5,614	44%	30,209	11,069	173%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. 2024 finansalları 2025 yıl sonu seviyelerine yeniden bazlanmış olup, büyüme oranları reel büyümeyi yansıtmaktadır.

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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026