

TURKCELL

Endeks Üzeri Getiri

Güçlü bilanço, cazip çarpanlar...

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

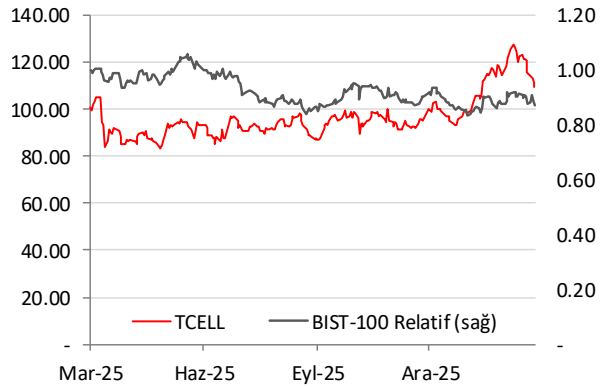
Turkcell (TCELL TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY163), 4Ç25 döneminde TMS29 sonrası 3,6 milyar TL net kar açıkladı (benzer şirket: 0,7 milyar TL). Devam etmeyen tek seferlik etkiler hariç tutulduğunda net kar büyümesi yaklaşık %11 seviyesinde gerçekleşti. Tahminlerimize göre %10'luk aşağı yönlü sapma, ağırlıklı olarak vergi mevzuatında enflasyon muhasebesinin iptal edilmesinden kaynaklanmaktadır. Vergi gideri 4Ç25'te 4,6 milyar TL olarak gerçekleşirken 4Ç24'te 1,3 milyar TL seviyesindeydi.

Yönetimin 2026 beklentileri marj baskısına işaret ediyor. Şirket 2026 için reel bazda %5–7 gelir büyümesi öngörmektedir. Bu beklenti %23 yıl sonu enflasyon varsayımına dayanmaktadır (Ak Yatırım: %25, benzer şirket: %22). Bu çerçevede reel ciro büyümesi tahminimiz olan %6 seviyesine yakın, benzer şirketin %8–9 büyüme beklentisinin ise altında kalmaktadır. Şirket yönetimi %40–42 FAVÖK marjı öngörmektedir. Bu seviye 2025'te gerçekleşen %43,1 marjın ve %42,2 seviyesindeki tahminimizin altındadır. Yönetimin marj beklentisini ihtiyatlı buluyoruz. Verilen beklenti yıllık bazda 1–3 puan marj daralmasına işaret etmektedir. Bu daralmanın temel nedenleri olarak artan ücret giderleri, pazarlama harcamaları ve enerji maliyetlerine ilişkin yukarı yönlü riskler öne çıkmaktadır. Buna karşılık benzer şirket 2026 yılı için %41–42 FAVÖK marjı öngörmekte olup bu da yıllık bazda 0–1 puan marj genişlemesine işaret etmektedir. Şirket ayrıca lisans ödemeleri hariç yatırım harcamaları/satış oranını yıllık yaklaşık 2,4 puan artırarak 2025 yılındaki %22,6 seviyesinden, 2026 yılında %25 seviyesine yükseltmeyi planlamaktadır. Bu doğrultuda yönetim beklentileri serbest nakit akışı marjında (lisans ödemeleri hariç) 3,5–5,5 puan daralmaya işaret etmektedir.

Yorum: Sonuçları ve görünümü genel olarak olumlu değerlendiriyoruz. Şirketin çok güçlü bilanço yapısı, düzenli temettü ödemeleri ve geri alım programı ile desteklenen yatırımcı getirisi, dijital servisler ve techfin gibi katma değerli büyüme alanları ve uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %50 iskontolu (2.7x 2026T FD/FAVÖK) çarpanları yatırım hikayesini desteklemektedir. Bu nedenlerle telekom sektörü içerisinde Turkcell'i tercih ettiğimiz şirket olarak görmeye devam ediyoruz. Modelimizi bir çeyrek ileri taşıyarak 12A HF'mizi 152 TL'den 163 TL'ye yükseltiyor ve E.Ü.G. tavsiyemizi koruyoruz. Daha detaylı değerlendirme için 16 Ocak 2026 tarihli [telekom sektörü raporumuza](#) bakılabilir.

Bloomberg Kodu	TCELL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Endeks Üz. Getiri)
Hedef Fiyat, TL	163.00 (önceki 152.00)
Güncel Fiyat, TL	109.70
Getiri Potansiyeli	49%
Halka Açıklık Oranı	44%
Piyasa Değeri, mn TL	241,340
Firma Değeri, mn TL	288,254

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	241,471	319,341	404,456	497,830
FAVÖK, mn TL	104,017	134,676	171,382	211,680
Net Kâr, mn TL	17,604	21,059	33,344	54,398
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	52,662	89,757	124,480	127,543
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.7	0.7	0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	43.1%	42.2%	42.4%	42.5%
Net Marj	7.3%	6.6%	8.2%	10.9%
Temettü Verimi	3.7%	2.6%	3.1%	4.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	44.9%	32.2%	26.7%	23.1%
FAVÖK, y/y	49.0%	29.5%	27.3%	23.5%
Net Kâr, y/y	-25.2%	19.6%	58.3%	63.1%
Değerleme Verisi				
F/K	12.1	11.5	7.2	4.4
FD/FAVÖK	2.5	2.4	2.1	1.7
FD/Ciro	1.1	1.0	0.9	0.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-5.5%	14.0%	9.3%	17.8%
BİST-100 Relatif	-1.8%	-4.0%	-14.9%	1.5%
AOİH, mn TL	3,430	3,224	2,703	3,649



Finansal Özet	TMS29'a göre			AK		Piyasa	
	4Ç25	4Ç24	y/y	Tahmin	Tahmin	Fark	
Net Satışlar	62,819	58,763	7%	63,398	62,110	1%	
FAVÖK	25,888	23,164	12%	25,486	24,664	5%	
FAVÖK Marjı	41.2%	39.4%	1.8 ppt	40.2%	39.7%	1.5 ppt	
Net Kar	3,594	2,199	63%	3,992	3,788	-5%	

4Ç25'te gelirler yıllık %7 reel büyüme ile 62,8 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu rakam piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumludur. Satış gelirlerindeki büyüme ağırlıklı olarak dijital iş servisleri, Paycell ve %5,4 yıllık mobil ARPU artışı (M2M hariç, benzer şirket yatay) ile desteklendi. Dijital iş servisleri ve Paycell toplam 7 puan olan y/y konsolide gelir büyümesine sırasıyla 3 puan ve 1 puan katkı sağladı. Öte yandan mobil abone sayısı (M2M hariç) yıllık bazda yatay kalırken benzer şirket aynı dönemde yaklaşık 1 milyon net abone kazanımı elde etti. 4Ç25'te FAVÖK %12 y/y artış ile 25,9 milyar TL seviyesinde, piyasa beklentilerinin %5 üzerinde, bizim tahminlerimize ise büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti. FAVÖK marjı 1.8 puanlık güçlü artış ile %41.2 seviyesine ulaştı.

Şirket 2025 hedeflerini gerçekleştirdi. Şirket yönetimi 2025 yılına ilişkin verdiği beklentileri gerçekleştirdi. 2025 yılı gelirleri 241 milyar TL seviyesine ulaşmış olup, yönetimin %10 yıllık reel büyüme hedefinin hafif üzerinde %10,7 büyümeye işaret etmektedir. FAVÖK marjı %43,1 ile %42–43 hedef aralığının hafif üzerinde gerçekleşti. Yatırım harcamalarının satışlara oranı ise %22,6 ile %23 seviyesindeki beklentinin biraz altında kaldı.

Güçlü Bilanço. Mevsimsellik nedeniyle yüksek yatırım harcamalarının gerçekleştiği son çeyreğe ve 4 milyar TL temettü ödemesine rağmen net borç 15 milyar TL'ye geriledi (3Ç25: 19 milyar TL, 4Ç24: 10 milyar TL). Bu rakam benzer şirketin 60 milyar TL seviyesindeki net borcuna kıyasla oldukça düşük bir seviyedir. Böylece, Net borç/FAVÖK oranı 4Ç25'te 0,14x seviyesine geriledi (3Ç25: 0,2x, 4Ç24: 0,14x) ve benzer şirketin 0,6x seviyesinin oldukça altında kaldı.

2026 yılında beklenen 5G lisans ödemelerine rağmen, yönetim net borç/FAVÖK oranını 1,0x seviyesinin altında tutmayı hedeflemektedir. Bizim tahminimiz ise yıl sonu için 0,7x seviyesinde yer alıyor (benzer şirket için tahminimiz: 1,5x).

Net kısa döviz pozisyonu 4Ç25'te 957 milyon USD'ye yükseldi (3Ç25: 9 milyon USD). Bu artış ağırlıklı olarak görece dengeli kur görünümü altında yüksek yerel para getirilerinden faydalanma stratejisinden kaynaklanmaktadır. Yönetim döviz pozisyonunun aktif şekilde yönetildiğini ve -1,5 milyar ile +1,5 milyar USD arasındaki orta vadeli hedef aralığı içinde kaldığını belirtmektedir.

Tahmin değişikliklerimiz. Şirket yönetiminin verdiği beklentiler doğrultusunda FAVÖK marjı tahminlerimizi sınırlı ölçüde aşağı yönlü revize ettik. 2026 yılı FAVÖK marjı tahminimizi %43,2'den %42,2'ye indirdik (yönetim beklentisinin üst bandına yakın). Revizyon ağırlıklı olarak artan pazarlama harcamaları beklentileri ve ücret giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Kurumsal veri merkezi ve bulut iş kolu. Şirket yönetimi kurumsal veri merkezi ve bulut gelirlerinin 2032 yılına kadar USD bazında 2025 seviyesinin yaklaşık 6 katına ulaşmasını beklemektedir. Buna göre, bu iş kolunun gelir içindeki payının 2025'teki yaklaşık %2 seviyesinden 2032 yılında %8–10 seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. Daha detaylı analiz için 9 Şubat 2026 tarihli [şirket ziyaret notumuza](#) bakılabilir.

Milyar TL	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Değişim	
		2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	241	320	405	319	404	0%	0%
FAVÖK	104	138	174	135	171	-3%	-1%
Net Kar	18	23	36	21	33	-9%	-9%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	4Ç25	12A24	12A25
Satış Gelirleri	58,763	62,819	218,160	241,471
Satışların Maliyeti	43,812	45,049	164,326	173,124
Brüt Kar	14,951	17,770	53,834	68,346
Operasyonel Giderler	7,558	7,684	23,389	26,829
Faaliyet Karı	7,393	10,087	30,446	41,517
Amortisman ve İtfa Payları	15,883	15,705	62,077	63,349
FAVÖK	23,276	25,792	92,523	104,867
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-2,923	-1,920	-9,565	-10,327
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	2,651	4,958	14,584	30,490
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zarar)	-1,958	-694	-4,140	-3,499
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	866	2,479	5,083	10,266
Finansal Gelir / (Gider)	-3,844	-8,564	-32,750	-49,182
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-638	-98	7,658	1,598
Vergi Öncesi Kar	4,470	8,167	20,881	31,190
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,251	-4,581	-6,369	-13,399
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-2,019	-2,129	-4,323	-8,615
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	768	-2,452	-2,046	-4,784
Vergi Sonrası Net Kar	3,220	3,585	14,512	17,791
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-1,020	8	16,267	-187
Azınlık Payları	1	0	-11	0
Net Kar	2,199	3,594	30,790	17,604
Bilanço (milyon TL)	4Ç24	4Ç25		
Dönen Varlıklar	148,815	156,629		
Nakit ve Nakit Benzerleri	90,230	91,828		
Finansal Yatırımlar	9,007	14,159		
Ticari Alacaklar	21,872	23,913		
Stoklar	883	898		
Diğer Dönen Varlıklar	35,830	39,989		
Duran Varlıklar	301,815	343,944		
Finansal Yatırımlar	23,317	37,774		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	6,929	3,568		
Maddi Duran Varlıklar	136,947	157,350		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	107,165	104,980		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	245	223		
Diğer Duran Varlıklar	27,212	40,051		
Toplam Varlıklar	450,630	500,573		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	118,895	91,990		
Finansal Borçlar	67,940	35,916		
Ticari Borçlar	29,792	32,614		
Ertelenmiş Gelirler	664	1,133		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,499	22,327		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	87,011	149,249		
Finansal Borçlar	68,634	122,733		
Ertelenmiş Gelirler	278	313		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	6,872	15,807		
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,227	10,397		
Özkaynaklar	244,725	259,333		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	244,725	259,333		
Azınlık Payları	0	0		
Toplam Kaynaklar	450,630	500,573		

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.