

Türk Telekomünikasyon

Endeks Üstü Getiri

Sonuçlar Güçlenirken Cazip Değerleme Devam Ediyor

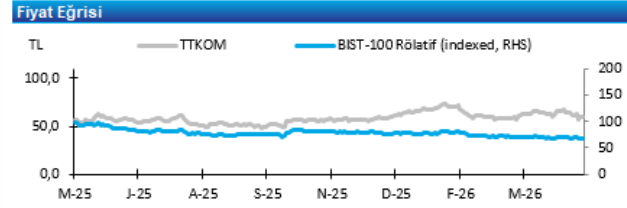
Türk Telekom'u araştırma kapsamımıza "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesiyle dahil ediyor ve takip listemize ekliyoruz. Değerlememizde İNA yöntemine %50, çarpan analizine %50 ağırlık veriyoruz. İki yöntemin ağırlıklandırılmış ortalaması sonucunda, %81 yükseliş potansiyeline işaret eden 109,20 TL hedef fiyat hesaplıyoruz. TTKOM'da gelir büyümesinin üzerinde gerçekleşen FAVÖK artışı ve marjlardaki iyileşme, verimlilik artışının kârlılığa yansıdığını görmekteyiz. Mevcut çarpan seviyeleri, güçlü operasyonel görünüm ve orta vadeli büyüme potansiyeli dikkate alındığında TTKOM'un cazip risk-getiri profili sunduğunu değerlendiriyoruz.

Güçlü Operasyonel Görünümün Devamını Bekliyoruz... TTKOM 1Ç26 döneminde piyasa beklentilerinin üzerinde yıllık %56 artışla 10.457 mn TL net kâr kaydetti. Gelir büyümesinin üzerinde gerçekleşen FAVÖK artışı ve marjlardaki iyileşme, operasyonel kaldıraç etkisinin sürdüğünü ortaya koyuyor. Özellikle fiber altyapının ölçek ekonomisi yaratması ve yüksek marjlı veri gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payının artması, önümüzdeki dönemde de kârlılığı destekleyebilir. Bu kapsamda 2026 yılında hasılatın %33 artışla 322.908 mn TL ve FAVÖK'ün 34% artışla 132.392 mn TL seviyelerine çıkabileceğini tahmin ediyoruz.

Borçlulukta Artışa Rağmen Riskler Kontrol Altında... Yatırım harcamaları ve 5G kaynaklı döviz yükümlülükleri kısa vadede bilanço üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor. Şirketin 5G lisansı ve imtiyaz yenilemesine ilişkin gerçekleştirdiği ödemeler, net borç/FAVÖK oranında önceki çeyreğe kıyasla yükselişe neden oldu. Bununla birlikte, yönetimin aktif hedge stratejisi uygulaması ve yükümlülüklerin uzun vadeye yayılmış olması, finansal risklerin yönetilebilir seviyede kalmasını sağlıyor. Enerji tarafında ise devreye alınan güneş enerji santrali ve uzun vadeli yenilenebilir enerji hedefleri, ilerleyen dönemde enerji maliyetleri üzerindeki baskıyı azaltabilecek önemli unsurlar arasında yer alıyor.

Fiber Altyapı Büyüme Desteklerken Mobilde Toparlanma Bekliyoruz... Sabit genişbant segmentindeki güçlü büyüme eğiliminin sürmesi, Şirket'in fiber altyapı yatırımlarından elde ettiği verimin giderek daha görünür hale geldiğini göstermektedir. Ortalama paket hızlarındaki artış, üst segment paket geçişlerinin hızlanması ve 50 Mbps üzeri kullanıcı oranındaki yükseliş, şirketin fiyatlama gücünü koruduğuna işaret ediyor. Buna ek olarak düşük abone kayıp oranı ve güçlü kontrat yenileme performansı, sabit internet tarafındaki gelir görünümünü desteklemeye devam ediyor. Mobil segment tarafında kısa vadede baz etkisi ve yüksek enflasyon nedeniyle ARPU büyümesinde yavaşlama görülse de şirketin yıl içerisinde gerçekleştirdiği fiyat güncellemelerinin etkisinin özellikle yılın ikinci yarısında daha belirgin hissedileceğini tahmin ediyoruz. Mobil pazarda rekabet ortamının daha rasyonel hale gelmesi de sektör genelinde fiyatlama disiplini destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Güçlü faturalı abone kazanımı ve toplam portföy içerisindeki artan faturalı abone oranı ise gelir kalitesi açısından olumlu sinyaller vermektedir.

Hisse Verisi	TTKOM.IS	TTKOM TI
Bloomberg Kodu	TTKOM.IS	TTKOM TI
Sektör	Telekomünikasyon	
Son Kapanış (TL, 25-Mayıs-26)		60,40
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		109,20
Yukarı Potansiyel (%)		81%
Hisse Sayısı (mn)		3.500
Piyasa değeri (TLmn)		211.400
Piyasa değeri (US\$ mn)		4.633
3A Ort. Vol. (mn)		US\$23,4
52-Haftalık (En Düşük / En Yüksek)	TL48,12 -	TL72,90



Fiyat Performansı	1A	3A	YTD	YoY
TL Nominal Getiri	-6%	-15%	5%	0%
BIST-100 Rölatif	-2%	-13%	-15%	-33%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025	2026T
Net Satışlar	144.645	211.589	242.229	322.908
% büyüme		46%	14%	33%
FAVÖK	47.134	77.274	99.102	132.392
% FAVÖK Marjı		37%	41%	41%

Hissedar Dağılımı	
Türkiye Varlık Fonu	61,7%
T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı	25,0%
Halka Açık	13,3%

Değerleme

- İNA ve çarpan analizlerimiz, hissenin mevcut fiyatına kıyasla TL bazında %81 oranında bir potansiyel taşıdığını göstermektedir. Değerlemede İNA yöntemine %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiş olup, iki yöntemin ağırlıklandırılmış ortalaması sonucunda 109,20 TL hedef fiyat hesaplanmıştır.

mn TL	2022	2023	2024	2025	2026/3	2026/9	2027	2028	2029	2030	2031	Nihai Dönem
Gelirler	91.401	144.645	211.589	242.229	64.858	258.050	408.740	504.879	608.013	713.504	835.074	926.932
Büyüme %		58,3%	46,3%	14,5%			26,6%	23,5%	20,4%	17,4%	17,0%	11,0%
FAVÖK	32.392	47.134	77.274	99.102	27.298	105.095	167.583	207.001	249.285	292.537	342.380	380.042
FAVÖK Marjı %	35,4%	32,6%	36,5%	40,9%	42,1%	40,7%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%
FVÖK	-277	-4.088	30.126	51.900	12.594	51.590	84.839	105.258	132.921	161.054	193.084	148.309
Vergi						-12.897	-21.210	-26.315	-33.230	-40.263	-48.271	-37.077
Amortisman	32.669	51.221	47.148	47.202	14.704	53.505	82.744	101.742	116.364	131.483	149.297	231.733
Brüt Nakit Akışı						92.197	146.374	180.686	216.055	252.273	294.109	342.965
Yatırım Harcamaları	-21.356	-36.202	-51.885	-74.059	-35.176	-71.384	-134.884	-126.220	-152.003	-178.376	-208.768	-231.733
Net İşletme Sermayesi Değişimi						57.968	-60.125	794	852	872	1.004	759
Serbest Nakit Akışı						(37.155)	71.614	53.672	63.200	73.026	84.336	110.473
Yıl						0,38	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	
AOSM						33,2%	29,4%	26,5%	24,6%	21,8%	20,8%	
İskonto Faktörü						0,90	0,72	0,57	0,45	0,37	0,31	
İNA						(33.368)	51.330	30.411	28.739	27.264	26.065	
Nihai Dönem Değeri	1.127.274											
Terminal Büyüme		11,0%										
Toplam İNA	130.441											
İndirgenmiş Nihai Dönem Değeri	348.398											
Şirket Değeri	478.839											
Net Finansal Pozisyonu	110.382											
Hedef Piyasa Değeri	368.457											
Hisse Sayısı (mn)	3.500											
Hedef Fiyatı (TL)	105,27											
Güncel Fiyat (TL)	60,40											
Potansiyel - TL	74%											

- Şirketin toplam gelirlerinin, beklenen enflasyonun yaklaşık %5 üzerinde ortalama büyüme kaydetmesini öngörüyoruz. Bu büyümenin temel olarak abone sayısındaki artış ve ARPU fiyatlarındaki yükselişten destek bulmasını bekliyoruz. Mobil ve geniş bant segmentlerinin ana gelir büyüme kalemleri olmaya devam edeceğini, sabit ses gelirlerinin ise önümüzdeki yıllarda azalan trendini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, şirketin gelirlerinin 2026 yılında 322.908 mn TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.
- ARPU'daki enflasyon üzeri artış, şirket açısından marj iyileşmesi potansiyeli yaratmaktadır. Bununla birlikte, geleceğe yönelik marj varsayımlarımız genel olarak şirketin 2026 beklentileri ve önceki yıl sonuçlarıyla uyumludur.
- Yatırım tarafında şirketin yeni bir yatırım dönemine girdiğini değerlendiriyoruz. Sabit hat imtiyaz ödemeleri ve mobil 5G yatırımlarının önümüzdeki yıllarda ana sermaye çıkışı kalemleri olmasını bekliyoruz. Bu yatırımlar için şirket tarafından paylaşılan beklentileri ve ortalama bakım yatırımı varsayımlarını dikkate aldık. Bu kapsamda, Yatırım Harcamaları/Ciro oranı varsayımımız 2026 yılı için şirketin yaklaşık %30 seviyesindeki beklentisiyle büyük ölçüde uyumludur. Ancak bu oranın takip eden yıllarda kademeli olarak gerilemesini öngörüyoruz.

- Değerlememizde, nihai hedef fiyatın belirlenmesinde %50 ağırlıklı çarpan analizi kullanılmıştır. Bu analiz kapsamında FD/FAVÖK, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları eşit ağırlıkla dikkate alınmıştır.
- Farklı Çeşitli uluslararası benzer şirketleri analiz edip, anormal derecede yüksek veya düşük çarpanları aykırı değer olarak dışladıktan sonra, 4,9x medyan FD/FAVÖK, 1,9x medyan FD/Satışlar ve 11,7x medyan F/K çarpanlarına ulaştık.

Çarpan Analizi (FD/FAVÖK)		
Son 12 aylık FAVÖK	mn TL	113.099
<i>Medyan</i>		<i>4,9x</i>
Şirket Değeri	mn TL	554.520
Net Borç	mn TL	(110.382)
Hedef Piyasa Değeri	mn TL	444.139
Hisse Sayısı	mn	3.500
Hedef Fiyat	TL	126,9
Güncel Fiyat	TL	60,40
Potansiyel - TL	%	110%

Çarpan Analizi (FD/Net Satışlar)		
Son 12 aylık Net Satışlar	mn TL	271.736
<i>Medyan</i>		<i>1,9x</i>
Şirket Değeri	mn TL	514.711
Net Borç	mn TL	(110.382)
Hedef Piyasa Değeri	mn TL	404.329
Hisse Sayısı	mn	3.500
Hedef Fiyat	TL	115,5
Güncel Fiyat	TL	60,40
Potansiyel - TL	%	91%

Çarpan Analizi (F/K)		
Son 12 aylık Net Kâr	mn TL	29.026
<i>Medyan</i>		<i>11,7x</i>
Hedef Piyasa Değeri	mn TL	340.471
Hisse Sayısı	mn	3.500
Hedef Fiyat	TL	97,3
Güncel Fiyat	TL	60,40
Potansiyel - TL	%	61%

- Çarpan analizi sonucunda, Şirket'in yaklaşık %87 oranında yukarı potansiyel sunduğu ve 113,20 TL seviyesine ulaşabileceği görülmektedir. Bu sonuç, İNA analizimizde elde edilen yukarı yönlü potansiyeli de teyit etmektedir.

Değerleme	FD/FAVÖK	FD/Net Satışlar	PD/DD
Pay Fiyatı	126,90	115,52	97,28
Ağırlık	33,33%	33,33%	33,33%
Pay Fiyatı - Piyasa Yaklaşımı (TL)		113,20	
Mevcut Fiyat - TL		60,40	
Potansiyel - TL		87%	

- Gelir Yaklaşımı (İNA) ve Piyasa Yaklaşımı olmak üzere her iki değerlendirme yöntemi de anlamlı bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmekte ve birbirini desteklemektedir. Değerlememizde her iki yönteme de eşit ağırlık vermiş bulunmaktayız. Bu doğrultuda, 12 aylık hedef fiyatımızı **109,20 TL** olarak belirlemekteyiz.

Değerleme	Fiyat	Ağırlık
Piyasa Yaklaşımı	113,2	50%
İNA	105,3	50%
Ağırlıklı Ort. - TL	109,20	
Mevcut Fiyat - TL	60,40	
Potansiyel - TL	81%	

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testini tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez. Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Bu raporun tümü veya bir kısmı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz, üçüncü kişilere gösterilemez veya ileride kullanılmak üzere saklanamaz.