

Türkiye Telekom Sektörü

Orta Vadede SNA Zorlukları, Uzun Vadede Yukarı Yönlü Potansiyel

- **Türkiye'nin 5G geçişi için frekans tahsisleri tamamlandı:** 700 MHz ve 3.5 GHz bantlarında toplam 400 MHz spektrum içeren 11 paket, 2,95 milyar ABD doları bedelle (%39 prim) satılmıştır. Prim oranı 2015'teki 4.5G ihalesine kıyasla daha düşük kalırken, 2026–27 döneminde 5G yatırımlarının operatörlerin nakit akışları üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz.
- **5G geçişi fiyat rekabetini kademeli olarak hafifletebilir:** Son dönemdeki abone eğilimleri, mobil numara taşınabilirliğinin giderek daha fazla tarife uygunluğu tarafından yönlendirilmesiyle birlikte fiyat hassasiyetinin arttığına işaret etmektedir. Kısa vadede “5G primli fiyatlama” beklemiyoruz. Bunun yerine, 5G'nin mobil ARPU'yu (abone başına ortalama gelir) dolaylı olarak (i) artan veri tüketimi ve (ii) sektör genelinde yükselen 5G yatırımlarına paralel olarak rekabetçi fiyatlamasının kademeli normalleşmesi yoluyla desteklemesini öngörüyoruz. Bu çerçevede, zaman içinde fiyat rekabetinin ılımlı hale gelmesini ve mobil ARPU'ların operatörler arasında benzer seviyelere yakınsamasını bekliyoruz.
- **Mobil ivme ve sabit altyapı avantajı sayesinde tercihimiz Türk Telekom:** Türk Telekom'un 3Ç25'te güçlü M2M (*machine-to-machine*) abone kazanımlarıyla desteklenen sürdürülebilir mobil abone artışı, şirketin pazar konumunu güçlendirmiştir. 5G'nin veri kullanımını artırmasıyla birlikte fiyatlama normalizasyonu için daha geniş bir alan oluşacağını ve bunun Türk Telekom'un mobil ARPU'sunun rakiplerine kıyasla yakınsamasını destekleyeceğini düşünüyoruz. Sabit segmentte ise, sabit hat imtiyaz süresinin 2050 yılına kadar uzatılması uzun vadeli görünürlüğü artırmakta ve yapısal liderliği pekiştirmektedir. Sabit genişbant abonelerinin büyük bölümünün halihazırda fiber (FTTH/B) altyapıda olması ve FTTC'den FTTH/B'ye sınırlı ek yatırımla yükseltilebilecek önemli bir abone tabanının bulunması sayesinde, daha yüksek hızlı paketlere geçiş ve artan sabit veri kullanımı ARPU'yu giderek daha fazla desteklemektedir.
- **Türkcell: Büyüme normalleşirken dengeli risk–getiri profili:** Türkcell son çeyrekte yıllık bazda yaklaşık %11 reel gelir büyümesi kaydetmiş olup artış ağırlıklı olarak ARPU artışından kaynaklanmıştır (mobil +%10, sabit +%19 yıllık reel). Ancak primli fiyatlama ve artan churn, özellikle mobilde büyümenin normalleşeceğine işaret etmektedir. Bulut, veri merkezi ve techfin gelirleri güçlü büyümekle birlikte grup gelirleri içindeki payları hâlen görece düşük seviyededir. Google Cloud iş birliği desteğiyle bulut ve veri merkezi gelir payının 2031'e kadar ~%9'a yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca 2026 için yaklaşık %2,3 temettü verimi öngörüyoruz.
- **Türk Telekom ve Türkcell için “AL” önerimizi koruyoruz; değerlendirme iskontoları cazip, ancak belirleyici unsur SNA:** 2026 tahminlerimize göre Türk Telekom 3,5x FD/FAVÖK çarpanıyla (gelişmekte olan ülke benzerlerine göre yaklaşık %30 iskonto), Türkcell ise 3,1x FD/FAVÖK ile (yaklaşık %34 iskonto) işlem görmektedir. 2026 için hesapladığımız F/K oranları Türk Telekom için 8,9x, Türkcell için 10,8x olup, sırasıyla %22 ve %5 iskonto anlamına gelmektedir; ancak her iki şirketin de yatırım yoğun bir döngüde olması nedeniyle mevcut aşamada F/K'yı temel değerlendirme metriği olarak görmüyoruz. Operasyonel açıdan, mobil ivme ve güçlü sabit altyapı kaynaklı büyüme opsiyonelliği nedeniyle Türk Telekom'u tercih ediyoruz. Bununla birlikte, her iki operatör de 5G ödemeleri nedeniyle nakit akışları üzerinde baskı yaratacak yatırım yoğun bir döneme girmektedir. 2026–27 döneminde Türk Telekom'un yatırım profili 5G yatırımları ve sabit hat imtiyaz ödemeleri nedeniyle yüksek seyrederken, Türkcell tarafında 5G harcamalarına ek olarak Google Cloud ile veri merkezi ve bulut yatırımlarının hız kazanması söz konusudur. 2026–27 döneminde satışlara oranla yatırım harcamasını Türk Telekom için %46,4 / %38,4; Türkcell için %44,1 / %37,3 olarak tahmin ediyoruz. Buna paralel olarak FCF marjlarının Türk Telekom için sırasıyla %9,8 / %-1,6; Türkcell için ise %-5,4 / +%1,5 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

	Tavsiye	Piyasa	Hedef		Getiri Pot. (%)
		Değeri (USDm)	Fiyat (TL)	Eski	Yeni
TTKOM	AI	5,651	91.9	97.9	39%
TCELL	AI	6,331	152.0	167.7	34%

	F/K		FD/FAVÖK		Temettü Verimi
	25T	26T	25T	26T	26T
TTKOM	10.8	8.9	3.3	3.5	0%
TCELL	15.6	10.8	3.1	3.3	2.2%

Kaynak: UNLU&Co, Rasyonet

Araştırma Analistleri

Esra Demiroğlu
esra.demiroglu@unluco.com

+90 212 367 36 89

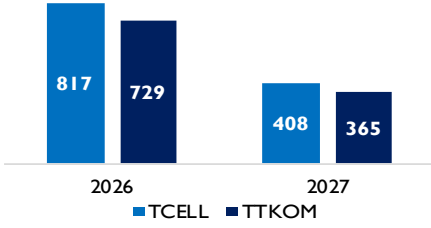
Koray Pamir
koray.pamir@unluco.com

+90 212 367 36 87

Telekom Sektöründe Yaklaşan CAPEX Döngüsü ve Gelirler Üzerindeki Etkisi

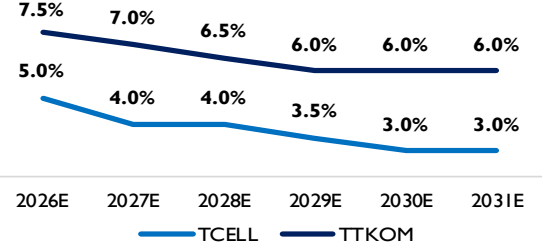
5G'nin aboneler düzeyinde doğrudan bir fiyatlandırma etkisi yaratmasını beklememekteyiz. Bunun yerine, her iki operatörde artan veri kullanımı ve ek olarak Türk Telekom'da rekabetçi fiyatlandırma stratejisinin nispeten azalması ile piyasa rakiplerinin fiyatlarına yaklaşması etkisiyle ARPU'da yukarı yönlü potansiyel oluşacağını öngörmekteyiz.

Tablo 1: Yat.Harc. – 5G Lisansı (USD mn)



Kaynak: BTK

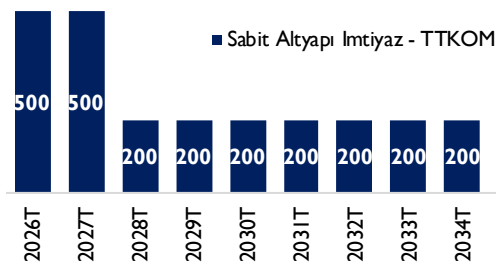
Tablo 2: Reel Büyüme – Faturalı Mobil ARPU (%)



Kaynak: Ünlü&Co

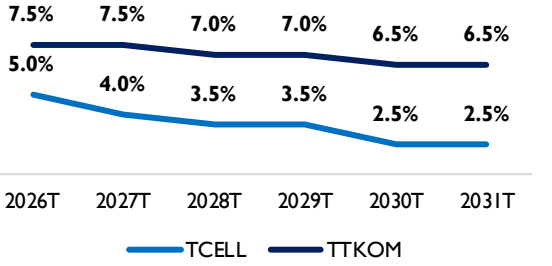
Her iki operatörün sabit genişbant abonelerinin tabanı artık neredeyse tamamen fiber altyapıya dayanmaktadır; ADSL/VDSL aboneleri görece küçük bir paya sahiptir. Bu durum, ARPU artışının, bakırdan fibere geçişten ziyade, fiber içinde daha yüksek ARPU'lu segmentlerin (FTTH/B) payının artmasından kaynaklandığını göstermektedir.

Tablo 3: Yat.Harc. – Sabit Hat İmtiyazı (Türk Telekom, USD mn)



Kaynak: BTK

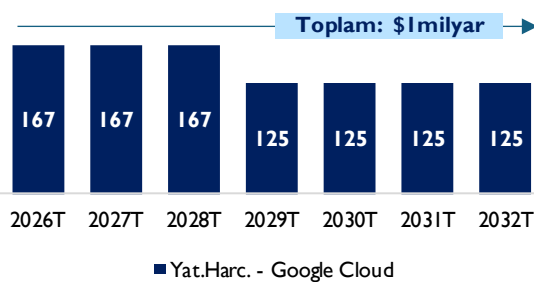
Tablo 4: Reel Büyüme – Sabit Genişbant ARPU (%)



Kaynak: Ünlü&Co

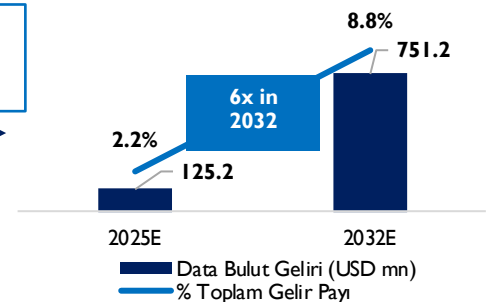
Turkcell yönetimi, 2032'ye kadar veri ve bulut gelirlerinde yaklaşık 6 kat büyüme öngörmektedir; bizim tahminlerimize göre, veri ve bulut gelirleri toplam gelirlerin %8-9'unu oluşturarak 2032'de 8,5 milyar USD'lik toplam gelir içinde yaklaşık 750 milyon USD seviyesinde gerçekleşecektir. Capex ise Turkcell'in altyapı yatırımları (1 milyar USD) ile Google'ın sunucu ve veri merkezi ekipman yatırımları (2 milyar USD) arasında dağıtılmaktadır.

Tablo 5: Yat.Harc. – Veri Merkezi & Bulut (Google ile, Turkcell, USD mn)



Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 6: Gelir Tahmini – Veri & Bulut (USD mn)



Kaynak: Ünlü&Co

5G ile Değişen Gelir Dinamikleri

Veriden Gelire: ARPU'da Yeni Patika

Veri odaklı iş modeline geçişin, 5G döneminde ARPU büyümesi açısından yapısal olarak destekleyici bir ortam oluşturduğunu düşünüyoruz. Operatörlerin geçiş sürecinde doğrudan bir "5G primi" uygulamalarını beklemiyoruz. Bunun yerine ARPU artışının kademeli ve dolaylı şekilde, birbirini destekleyen iki temel dinamik üzerinden gerçekleşeceğini öngörüyoruz:

1) Artan veri tüketimi temel itici güç olmaya devam ediyor.

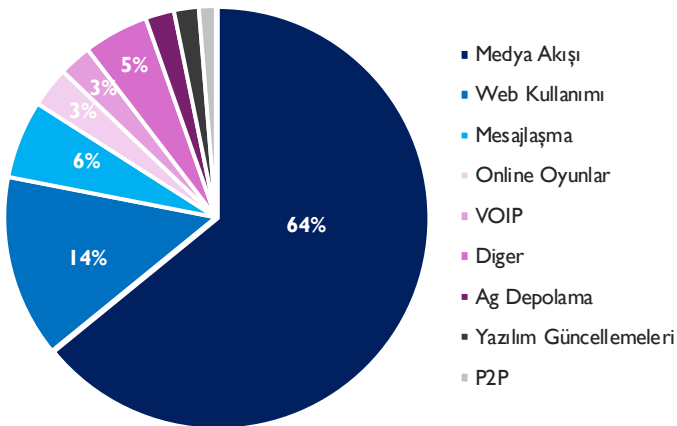
4.5G geçişinde de gördüğümüz üzere, daha yüksek hız ve iyileşen kullanıcı deneyimi abone başına veri kullanımını hızlı şekilde artırıyor. 5G'nin ultra yüksek çözünürlüklü video, bulut oyun ve artırılmış/sanal gerçeklik uygulamalarını mümkün kılmasıyla birlikte ortalama veri tüketiminin daha da artmasını bekliyoruz. Bu davranış değişimi, açık fiyat artışlarından ziyade daha yüksek kotalı ve üst segment paketlere geçişi teşvik ederek ARPU'yu hacim bazlı yukarı taşıyor.

2) Yüksek 5G yatırımları fiyatlama disiplinini güçlendiriyor.

Yüksek yatırım harcamaları ve çok yıllık spektrum ödeme yükümlülükleri, yalnızca abone kazanımına dayalı agresif fiyat rekabetinin önünü sınırlıyor. Operatörlerin fiyat odaklı pazar payı kazanımı yerine değer bazlı gelir yaratımına ve marj korumasına öncelik vereceğini düşünüyoruz. Bu dinamiğin, operatörler arasında ARPU seviyelerinin zaman içinde kademeli olarak yakınsamasını desteklemesini bekliyoruz. Özellikle fiyatlama açısından daha fazla alanı bulunan oyuncuların bu süreçten daha olumlu etkilenebileceğini değerlendiriyoruz.

Artan veri kullanımı ve güçlenen fiyat disiplini birlikte ele alındığında, 5G döneminde daha öngörülebilir ve sürdürülebilir bir gelir büyüme patikasına girildiğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, hâlihazırda primli fiyatlama uygulayan Turkcell'in ARPU artış potansiyelinin görece daha sınırlı kaldığını, buna karşılık daha düşük başlangıç fiyat seviyesine sahip Türk Telekom'un ARPU normalizasyonundan daha fazla fayda sağlayabileceğini değerlendiriyoruz.

Tablo 7: Türkiye'deki internet trafiği dağılımı (%)



Kaynak: BTK

Tablo 8: Türkiye'de Uygulamaların internet trafiği içindeki payı (%)

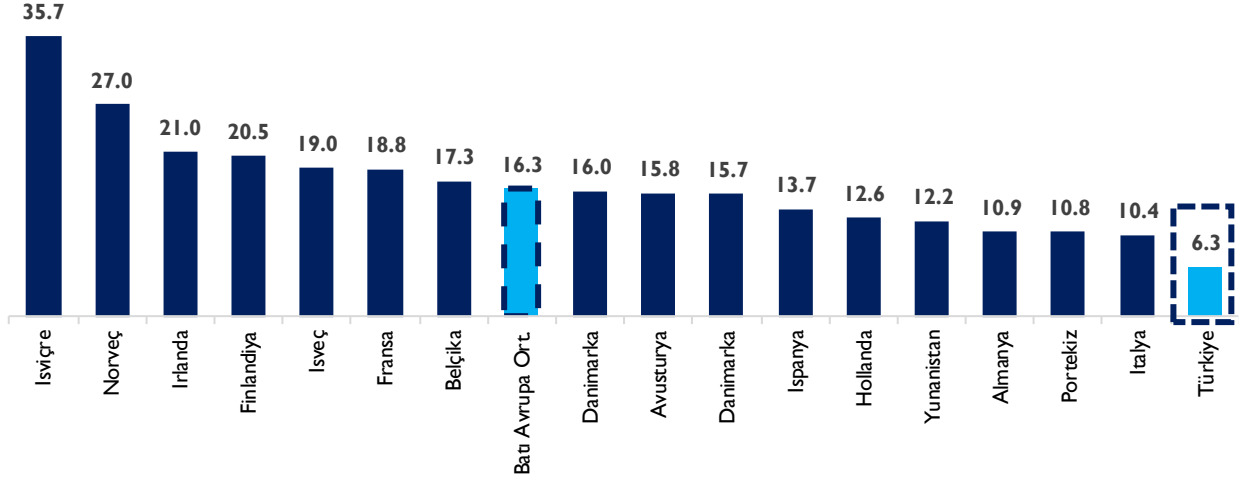


Kaynak: BTK

Türkiye'nin mobil ARPU'su, Avrupa ortalamasının oldukça altında

3Ç25 itibarıyla Türkiye'nin mobil ARPU'su 6,3 Euro seviyesinde olup, seçili Avrupa pazarlarında ortalama 16,3 Euro'dur. ARPU artışını Tablolendiren temel faktörlerin, veri tüketimindeki istikrarlı yükseliş ve 5G'ye geçiş süreci olduğunu düşünüyoruz. Bu unsurlar operatörlere gelir artışı açısından somut fırsatlar sunmaktadır. Kullanım artmaya devam ederken fiyatlama disiplininin korunması halinde, Türkiye'nin mevcut seviyesinin Avrupa ortalamasının altında olmasına rağmen anlamlı bir ARPU artış potansiyeli barındırdığını değerlendiriyoruz.

Tablo 9: Avrupa ve Türkiye'de Mobil ARPU (Euro)



Kaynak: BTK

Türkiye'nin Mobil Sektörü

Türk mobil pazarı 4.5G döneminde istikrarlı ancak ılımlı bir büyüme göstermiştir. 2016–2024 döneminde abone sayısı (M2M hariç) yaklaşık %2 YBBO (2016–2024) ile artarken, penetrasyon oranı (0–9 yaş grubu hariç) daha sınırlı bir hızla, %0,8 seviyesinde yükselmiştir.

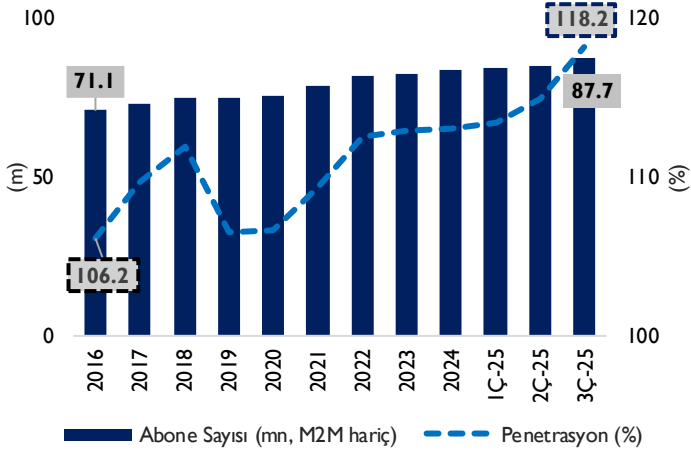
Tablo 10: Türkiye Mobil Abone Sayısı ve Penetrasyon (2016–2024) (%)

Yıl	Abone Sayısı (M2M hariç, mn)	Penetrasyon (0–9 yaş hariç, %)
2016	71.1	106.2
2017	73.4	109.7
2018	74.9	111.9
2019	74.9	106.5
2020	75.7	106.7
2021	78.8	109.3
2022	82.2	112.6
2023	82.9	112.9
2024	83.9	113.1
YBBO (%)	2.1%	0.8%

Kaynak: BTK, TÜİK

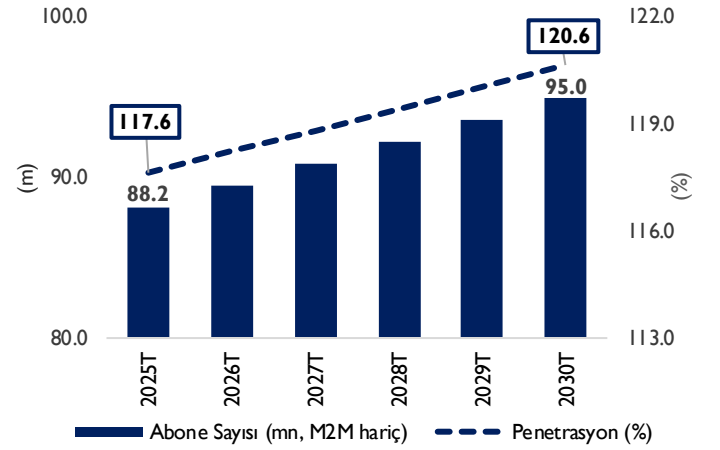
2025 yılı itibarıyla, operatörler tarafından açıklanan abone verilerine dayanarak Türkiye'nin mobil abone sayısını (M2M hariç) yaklaşık 88,2 milyon olarak hesaplıyoruz. Bu seviye, TÜİK nüfus verilerine göre %117,6 penetrasyon oranına işaret etmektedir. İleriye dönük projeksiyonlarımızda 2026–2030 dönemi için %1,5 YBBO varsayımını benimsiyoruz. Bu varsayım altında mobil abone sayısının 2030 yılında 95,0 milyona ulaşacağını ve TÜİK'in 2030 nüfus tahminlerine göre penetrasyon oranının %120,6 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz (0–9 yaş grubu hariç nüfus: 78,9 milyon).

Tablo 11: Türkiye Mobil Abone Sayısı ve Penetrasyon (%) (Tarihsel)



Kaynak: BTK, TÜİK

Tablo 12: Türkiye Mobil Abone Sayısı (m) ve Penetrasyon (%) (Tahmin)

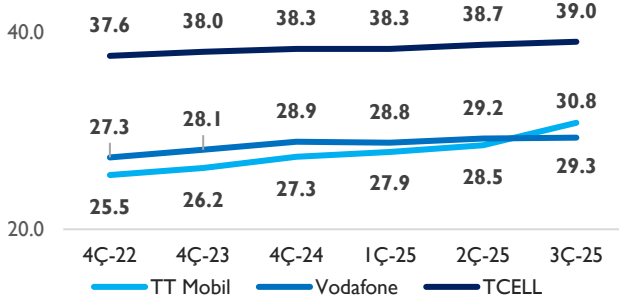


Kaynak: BTK, TÜİK

Turkcell liderliğini korurken, Türk Telekom pazar payını artırıyor

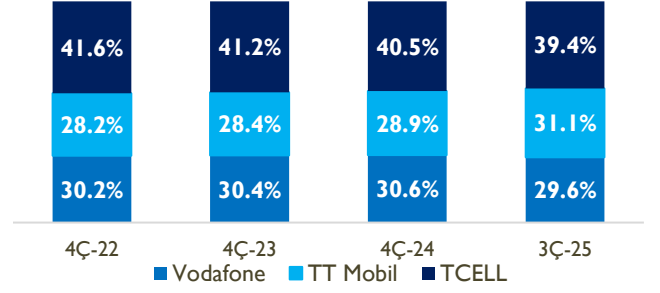
Türkiye mobil pazarında abone büyümesi ılımlı seyrini sürdürürken, operatörlerin konumlarında yalnızca kademeli değişimler yaşanmıştır. 1Ç22–3Ç25 döneminde TT Mobil abone sayısını 24,4 milyondan 30,8 milyona yükselterek pazar payını %28,2'den %31,1'e çıkarmış ve 3Ç25 itibarıyla Türkiye'nin ikinci büyük mobil operatörü konumuna yükselmiştir. Turkcell'in abone sayısı aynı dönemde 36,1 milyondan 39,0 milyona sınırlı artış gösterirken, pazar payı %41,5'ten %39,4'e gerilemiştir. Vodafone ise dönem boyunca görece istikrarlı bir konum korumuştur.

Tablo 13: Mobil operatörlere göre abone sayısı, M2M dahil (milyon)



Kaynak: BTK

Tablo 14: Mobil operatörlere göre abone dağılımı (%)

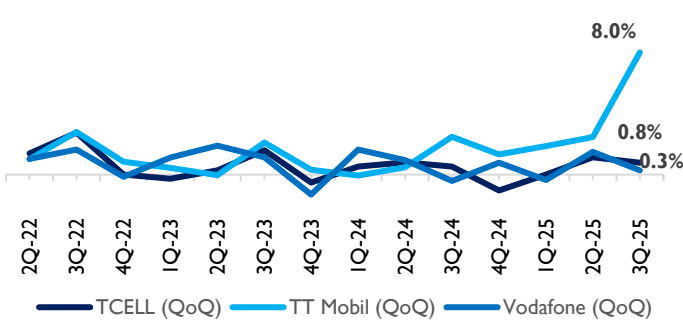


Kaynak: BTK

Çeyreklik ortalama net abone kazanımlarına bakıldığında, TT Mobil en güçlü büyüme ivmesini kaydetmiş olup Turkcell ile arasındaki farkı kapatma sürecinde ana rakip konumunu pekiştirmiştir. 3Ç25'te TT Mobil abone sayısında çeyreklik bazda %8 artış kaydederek (M2M aboneler dahil) rakiplerini belirgin şekilde geride bırakmıştır. Aynı dönemde Vodafone ve Turkcell sırasıyla %0,2 ve %0,8'lik daha sınırlı büyüme göstermiştir. Bu performansta, Türk Telekom'un görece daha agresif fiyatlama stratejisinin pazar payını artırıcı etkisi belirleyici olmuştur.

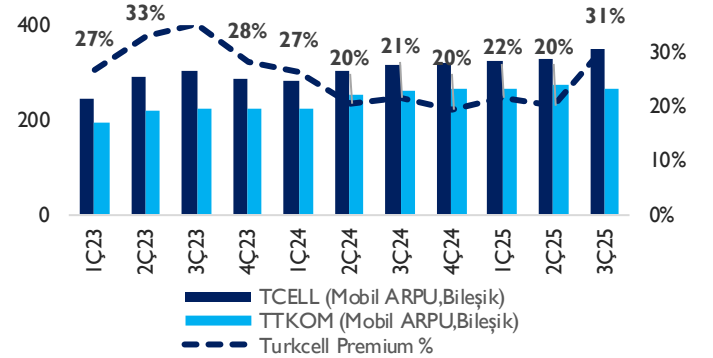
Gelir yaratımı açısından bakıldığında ise Turkcell belirgin bir ARPU primini korumaktadır. 3Ç25 itibarıyla Turkcell'in mobil ARPU'su Türk Telekom'un %31 üzerinde gerçekleşmiş olup, bu oran 3Ç23'ten bu yana görülen en yüksek prim seviyesine işaret etmektedir. Bu açılan fark, özellikle Turkcell tarafında gelir artışının abone kazanımından ziyade fiyatlama ve premium konumlandırma kaynaklı olduğunu göstermektedir.

Tablo 15: Mobil Abone Büyümesi (Çeyreklik, %)



Kaynak: BTK, Şirket Verisi

Tablo 16: Mobil ARPU Karşılaştırması (%)



Kaynak: Şirket Verisi

Türkiye Mobil Pazarı Görüşümüz: Kısa Vadede Artan Fiyat Hassasiyeti, Orta Vadede ARPU Artışı Potansiyeli

Son çeyrek eğilimlerinin, kısa vadede mobil pazarda fiyat hassasiyetinin arttığını yansıttığını düşünüyoruz. Büyük ölçüde emtia haline gelmiş bir ortamda abonelerin daha düşük fiyatlı tekliflere yöneldiğini ve bunun TT Mobil ile Vodafone'un abone momentumunu desteklerken, sektör genelinde kısa vadeli fiyat esnekliğini sınırladığını düşünüyoruz.

Buna rağmen, bu dinamiğin yapısal değil, döngüsel olduğunu düşünüyoruz. 5G yayılımı ilerledikçe, artan veri kullanımı, daha büyük paketler ve yüksek hız ile düşük gecikme talebinin odağı yeniden gelir yaratmaya kaydıracağını öngörüyoruz. Bu ortamda, özellikle TT Mobil gibi daha rekabetçi fiyatlama yapan operatörlerin, kullanım yoğunluğu arttıkça tarifeleri normalleştirme ve ek satış yapma konusunda daha fazla alan bulabileceğini düşünüyoruz. Turkcell ise premium konumlanması ve güçlü gelir yaratma kapasitesi sayesinde avantajlı olmaya devam ederken, daha yüksek başlangıç fiyatının fiyat odaklı ARPU artışı için nispeten daha sınırlı alan sunduğunu düşünüyoruz.

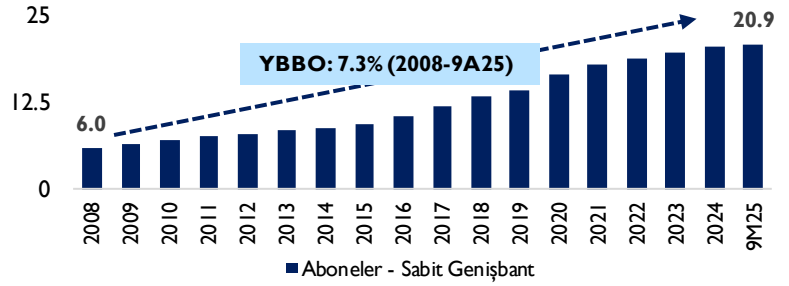
Genel olarak, son abone eğilimlerinin kısa vadede fiyat rekabeti ve commoditizasyon dönemine işaret ettiğini, ancak 5G'ye geçişin Türkiye mobil pazarında ARPU büyümesini destekleyen açık bir yapısal katalizör olarak gelir dinamiklerini kademeli olarak yeniden Tablolendireceğini düşünüyoruz.

Sabit Genişbantın Geleceği: Fiber Öncülüğü

Türkiye'nin sabit genişbant pazarı, fiber yatırımları ve hâlen düşük penetrasyon seviyeleriyle desteklenen istikrarlı büyümesini sürdürmektedir.

Türkiye'nin sabit genişbant pazarı, son yirmi yılda hem yapısal talep artışını hem de ağ altyapısındaki kademeli iyileşmeleri yansıtarak uzun ve istikrarlı bir büyüme göstermiştir. Sabit genişbant abone sayısı 2008'de 6,0 milyon iken, 2025'in üçüncü çeyreği itibarıyla 20,9 milyona ulaşmış olup, bu dönemde yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %7,3 olarak gerçekleşmiştir.

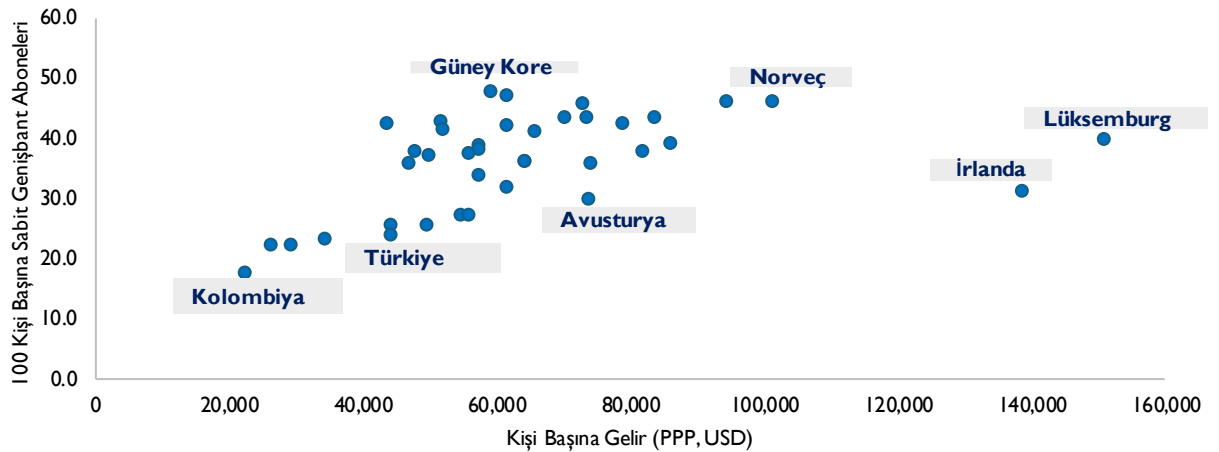
Tablo 17: Türkiye'de sabit genişbant abone sayısı (milyon)



Kaynak: BTK

Son on yılda sabit genişbant abone sayısında istikrarlı bir artış görülmesine rağmen, Türkiye'de sabit genişbant penetrasyonu OECD ülkelerine kıyasla hâlâ nispeten düşük seviyelerdedir. Tablo 25, satın alma gücü paritesi (PPP) bazında kişi başına düşen GSYH ile sabit genişbant penetrasyonu arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir; bu yöntem, ülkeler arasındaki fiyat ve yaşam maliyeti farklılıklarını düzelterek gelir seviyelerinin daha karşılaştırılabilir bir ölçüsünü sunar. Bu çerçevede, Türkiye 100 kişi başına 24 sabit genişbant abonesi ile OECD ortalaması olan 36,5'in oldukça altında yer almaktadır.

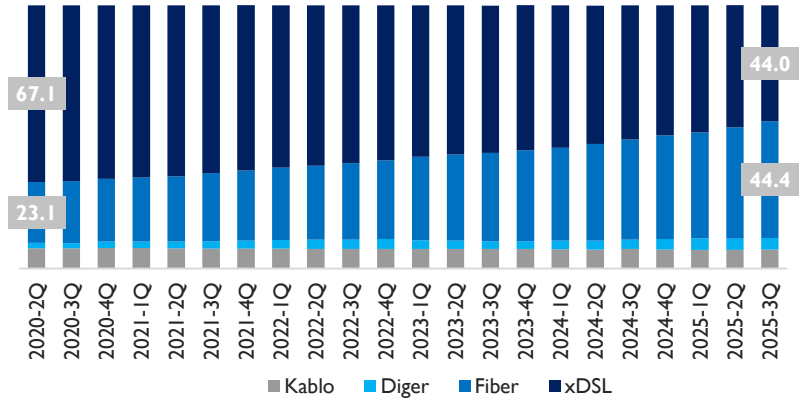
Tablo 18: Genişbant istatistikleri – OECD ülkeleri



Kaynak: OECD

Türkiye’de sabit genişbant teknolojileri arasında xDSL hâlen en yaygın erişim türü olmasına rağmen, payı zamanla istikrarlı bir şekilde azalmaktadır. xDSL penetrasyonu, 2020’nin ikinci çeyreğinde yaklaşık %67,1 iken, 2025’in üçüncü çeyreğinde %44,0’a düşmüş olup, bu durum müşterilerin daha yüksek hızlı alternatiflere geçişini yansıtmaktadır. Buna karşılık, fiber pazarın ana büyüme itici gücü olarak öne çıkmış ve abone payı 2020 2Ç’de %23,1’den 2025 3Ç’de %44,4’ün üzerine yükselmiştir; bu artış, Türk Telekom ve Turkcell’in devam eden ağ yatırımları ve ev-geçisi (home-pass) genişlemesiyle desteklenmektedir. Bu teknoloji değişimi, yalnızca ağ kalitesini artırmakla kalmayıp, aynı zamanda premium hız paketleri aracılığıyla yapısal olarak daha yüksek ARPU’yu desteklemektedir.

Tablo 19: Sabit genişbant abonelerinin teknoloji bazlı dağılımı (%)

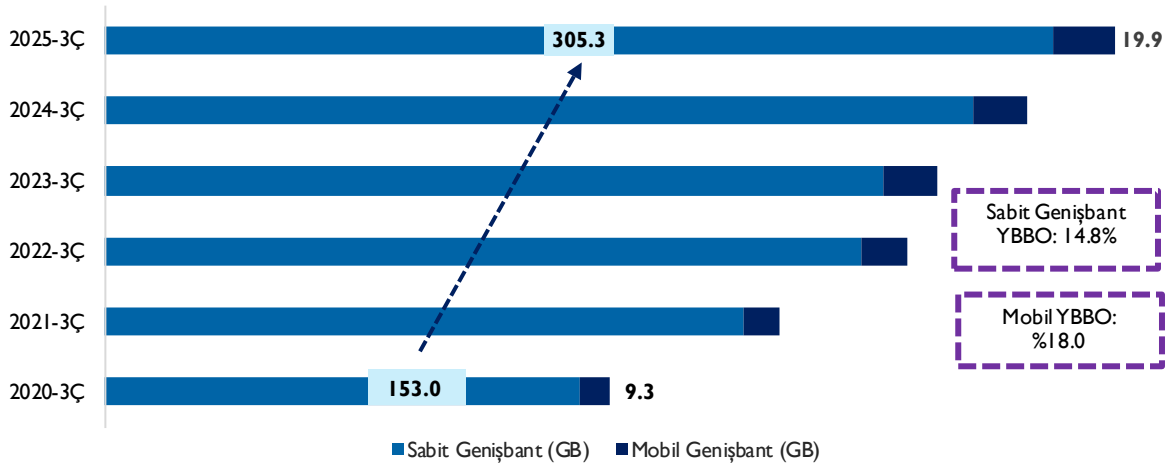


Kaynak: BTK

İstikrarlı abone artışına ek olarak, Türkiye’de veri kullanımı çok daha hızlı bir şekilde büyüyerek genişbant kullanım yoğunluğunun arttığını göstermektedir. 2020 3Ç ile 2025 3Ç arasında, sabit genişbant kullanıcılarının aylık ortalama veri tüketimi yaklaşık 153 GB’dan 305 GB’ye yükselmiş olup, bu dönemde yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %14,8’dir. Aynı dönemde mobil genişbant kullanımı ise 9,3 GB’dan 19,9 GB’ye çıkarak %16,4 YBBO göstermiştir. Bu güçlü büyüme, artan hız imkanları, daha geniş fiber penetrasyonu ve hanelerde veri yoğun kullanım senaryolarının artmasıyla açıklanmaktadır.

Veri tüketimi abone artışının üzerinde bir hızla büyümeye devam ettikçe, bu dinamiğin, kullanıcıların daha yüksek hız paketlerine ve daha büyük veri kotalarına geçişini aracılığıyla dolaylı olarak ARPU artışını desteklediğini düşünüyoruz.

Tablo 20: Abone başına ortalama aylık veri kullanımı (GB)



Kaynak: BTK, Şirket Verisi

2025 3. çeyrek itibarıyla Türkiye'nin sabit genişbant pazarı, hem abone hem de gelir bazında Türk Telekom tarafından domine edilmektedir. Superonline'ın abone payı düşük olmakla birlikte, gelir payı büyük ölçüde benzer seviyededir. Türk Telekom'un sabit hat ayrıcalığının 2050'ye uzatılması, varlıkların zaten şirket tarafından işletiliyor olması nedeniyle piyasa yapısını değiştirmemekle birlikte, yatırım planlaması ve finansman açısından uzun vadeli görünürlüğü önemli ölçüde artırmaktadır.

Tablo 21: Pazar Payı – Sabit genişbant (%)

Operator	Abone Payı (%)	Ciro Payı (%)
TTNet-Türk Telekom	54%	55%
Superonline-Turkcell	15%	17%
Vodafone Net	6%	8%
Diğer	25%	19%

Kaynak: BTK

Türkiye Sabit Genişbant Pazarı Görüşümüz: Erken Aşamada Penetrasyon ve Artan Gelir Potansiyeli

Türkiye'nin sabit genişbant pazarının hâlâ yapısal büyüme döngüsünün erken aşamasında olduğunu ve fiber yayılımının rekabet ortamını Tablolendirmeye devam ettiğini düşünüyoruz. İstikrarlı abone artışına rağmen penetrasyon, gelir açısından karşılaştırılabilir OECD ülkelerine kıyasla hâlâ düşük seviyelerde olup, yüksek hızlı bağlantının haneler için giderek daha kritik hale gelmesi uzun vadede anlamlı bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Fiber, bu büyümenin temelini oluşturuyor. Legacy xDSL'den FTTH/B'ye geçiş, yüksek hız, daha iyi hizmet kalitesi ve veri yoğun kullanım senaryolarına olan talep tarafından desteklenmektedir. 2025'in ilk yarısı itibarıyla Türkiye'nin fiber ağı yaklaşık 600 bin km'ye ulaşmış olup, bunun yaklaşık 500 bin km'si Türk Telekom'a aittir ve şirketin sabit genişbant altyapısındaki merkezi rolünü vurgulamaktadır. Bu teknoloji değişimi, premium hız paketleri ve bundle'lar aracılığıyla zaman içinde yapısal olarak daha yüksek ARPU'yu desteklemektedir.

Fiyatlama dinamiklerinin de destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Sabit genişbant ARPU'su son yıllarda enflasyonun üzerinde büyümüş olup, bu durum fiber odaklı yükseltmeler ve müşteri deneyimindeki iyileşmeleri yansıtmaktadır. Fiber penetrasyonu hane ve bina seviyesinde derinleştikçe, kullanım yoğunluğu ve değer temelli gelir yaratma ARPU büyümesini desteklemeye devam edecektir.

Stratejik açıdan, Türk Telekom'un sabit hat ayrıcalığının 2050'ye uzatılması, uzun vadeli yatırım görünürlüğüne önemli ölçüde artırmakta ve sürdürülebilir fiber yatırımlarını desteklemektedir. Daha geniş perspektifte, fiber yalnızca sabit genişbant büyüme motoru değil, aynı zamanda Türkiye'nin 5G yayılımını mümkün kılan kritik bir unsur olarak, telekom ekosisteminde uzun vadeli ve değer yaratıcı bir varlık konumundadır.

Genel olarak, Türkiye'nin sabit genişbant pazarının fiber odaklı büyümesini sürdürmesini, penetrasyon, ARPU ve hizmet kalitesinin zamanla iyileşmesini bekliyoruz. Türk Telekom, ayrıcalık uzatımı sonrası lider konumunu korumaya iyi şekilde hazırlanmış olsa da, sektörde artan fiber yatırımlar rekabet yoğunluğunu artıracak ve benimsenmeyi hızlandırarak sabit genişbantın Türkiye telekom ekosistemindeki temel sütun rolünü güçlendirecektir..

Çarpan Analizi

Sektörün yoğun yatırım döngüsü göz önünde bulundurulduğunda değerlememizde FD/FAVÖK'ü esas alıyor ve bunu %70 İNA ile %30 FD/FAVÖK olarak birleştiriyoruz. Türk Telekom 2025 ve 2026 beklentili EV/EBITDA'ya göre sırasıyla %37 ve %30 iskontolu işlem görürken, Turkcell aynı dönemlerde %41 ve %34 iskontolu işlem görmektedir. Turkcell'in değerlemesi, fintech ve veri ile ilgili gelirlerin orta-uzun vadede kademeli olarak büyümesi beklentisiyle daha uzun bir geri ödeme süresine sahip bir büyüme profilini yansıtmaktadır. Buna karşılık, Türk Telekom'un görece daha yüksek çarpanı, özellikle mobil segmentte abone momentumu ve ARPU toparlanmasının kısa-orta vadede EBITDA büyümesine dönüşmesi beklentisiyle desteklenmektedir. Bu nedenle, Türk Telekom'un görece daha yüksek çarpanlarını aşırı fiyatlama olarak değil, erken gelir yaratımı ve güçlü kazanç görünürlüğünü yansıtan sınırlı bir büyüme primi olarak görüyoruz.

Tablo 22: Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Ülke	PD USD mn	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Telefonica Brasil	Brezilya	21,667	5.0	4.5	17.9	11.7
Du- Emirates Int.Telco	B.A.E	11,971	6.3	5.9	15.4	14.5
Etihad Etisalat	Suudi Arabistan	13,480	7.5	6.8	15.2	13.4
Etisalat	B.A.E	43,803	6.6	6.1	12.6	12.5
Magyar	Macaristan	4,948	4.8	4.7	7.8	7.6
MTN	Güney Afrika	18,091	3.7	3.2	12.8	10.8
Oman Tel	Umman	2,061	4.9	4.4	10.6	8.8
Ooredoo QSC	Katar	12,566	4.9	4.6	11.3	11.0
Orange Polska	Polonya	3,292	5.2	4.8	13.6	12.0
OTE	Yunanistan	7,702	5.2	5.1	11.3	10.4
STC	Suudi Arabistan	58,425	8.9	8.3	14.8	15.1
Safaricom	Kenya	9,048	6.2	5.6	13.1	11.3
Telecom Egypt	Mısır	2,025	4.5	3.9	5.6	4.8
Telkom	Güney Afrika	1,480	2.9	2.4	8.5	7.7
Vodacom	Güney Afrika	16,859	5.7	5.1	13.2	11.4
ZAIN Kuwait	Kuveyt	7,292	6.1	5.7	9.4	9.4
ZAIN KSA	Suudi Arabistan	2,646	5.4	5.1	17.0	14.5
Medyan - Gelişmekte Olan		8,375	5.2	5.1	12.8	11.4
Deutsche Telecom	Almanya	155,937	6.8	6.1	13.6	12.1
Orange	Fransa	43,271	5.5	5.1	18.8	11.4
KPN NA	Hollanda	17,698	8.7	8.4	17.5	15.7
Telenor	Norveç	19,573	8.1	8.0	17.1	14.8
Telecom Austria	Avusturya	6,877	3.8	3.5	8.9	8.4
Telefonica	İspanya	24,723	5.4	5.3	11.2	10.2
Vodafone	İngiltere	29,469	4.6	4.5	11.6	10.6
Telecom Italia	İtalya	12,590	5.1	4.5	n.m.	25.8
Telia	İsveç	15,258	6.6	6.4	19.0	17.1
Elisa	Finlandiya	7,475	9.8	9.4	16.1	14.9
BT Group	İngiltere	23,195	4.1	4.2	9.7	9.4
AT&T	ABD	182,553	6.8	6.8	12.5	11.6
TELUS	Kanada	22,744	8.2	7.8	21.1	18.9
Verizon	ABD	173,337	6.2	6.0	8.8	8.5
T-Mobile	ABD	239,998	9.6	8.7	21.2	18.2
Medyan - Gelişmiş Piyasalar		23,195	6.6	6.1	14.9	12.1
Türk Telekom	Türkiye	5,651	3.3	3.5	10.8	8.9
Turkcell	Türkiye	6,331	3.1	3.3	15.6	10.8
Prim (iskonto) vs. EM'e						
Türk Telekom			-37%	-30%	-16%	-22%
Turkcell			-41%	-34%	21%	-5%

Kaynak: Bloomberg

16 Şubat 2026

Türk Telekom

Sabit ve mobil segmentlerde güçlü konumlanma ve fiyatlama esnekliği

- **Türk Telekom için AL tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı TL97,9 seviyesine yükseltiyoruz.** Şirketin hem mobil hem sabit segmentte güçlü konumlandığını düşünüyoruz. Enflasyon üzeri ARPU artışı ve dirençli abone trendleri büyümeyi destekliyor. Sabit genişbantta güçlü net abone kazanımı, düşük churn ve fiber odaklı dönüşüm sürdürülebilir gelir artışı sağlarken; mobilde artan pazar payı ve abone büyümesi gelir ve kârlılık katkısını artırıyor. Türkiye'nin fiber altyapısının büyük kısmına sahip olması ölçek avantajı ve uzun vadeli maliyet etkinliği sağlıyor. Şirketin 5G maliyetlerini zaman içinde fiyatlara kademeli yansıtabilecek esnekliğe sahip olduğunu düşünüyoruz.
- **Mobil: Sürdürülen abone ivmesi ve iyileşen ARPU dinamikleri:** Türk Telekom'un mobil segmenti 2022'den bu yana istikrarlı abone büyümesi kaydetmiş ve 3Ç25'te, ağırlıklı olarak M2M katkısıyla, güçlü net abone kazanımı gerçekleştirmiştir. Bu gelişme şirketin pazar konumunu desteklemiş olup, 3Ç25 itibarıyla mobil abone bazında Türkiye'de 2. sıraya yükselmiştir. Önümüzdeki dönemde büyümenin daha dengeli bir patikaya oturmasını beklemekte birlikte, M2M kaynaklı kazanımların temel eğilimi desteklemeyi sürdürmesini öngörüyoruz. Fiyat rekabetinin görece azalması, artan veri tüketimi ve 5G öncesi yatırımların etkisiyle mobil ARPU'da kademeli bir iyileşme potansiyeli görüyoruz. Türk Telekom'un mobil ARPU'sunun zaman içinde emsal seviyelere yakınsamasını, bunun da mobil gelir payını artırarak daha yüksek marjlı bir gelir karmasını desteklemesini bekliyoruz.
- **Sabit Genişbant: Fiber odaklı ARPU desteğiyle yapısal liderlik:** Türk Telekom, Türkiye'deki fiber altyapının yaklaşık %80'ine sahip olması ve düşük churn ile istikrarlı net abone kazanımıyla karakterize edilen güçlü abone tabanı sayesinde sabit genişbantta lider konumunu korumaktadır. xDSL'den FTTH/B'ye devam eden geçiş, abonelerin daha yüksek hızlı ve daha yüksek değerli paketlere yönelmesiyle abone kalitesini ve gelir görünürlüğünü artırmaktadır. Kullanım dinamikleri de destekleyici seyretmektedir: kullanıcı başına ortalama sabit genişbant veri tüketimi 3Ç20'de aylık yaklaşık 150GB'dan 3Ç25 itibarıyla yaklaşık 305GB'a yükselmiştir; bu artış video tüketimi, uzaktan çalışma ve dijital hizmet kullanımındaki artışı yansıtmaktadır. Fiber dönüşümü ve yapısal olarak artan veri talebinin birleşiminin, premium hız paketleri ve kullanım bazlı gelir yaratımı yoluyla sabit genişbant ARPU'sunu sürdürülebilir şekilde desteklemesini bekliyoruz. Türkiye'de hanehalkı genişbant penetrasyonunun hâlen görece düşük olması hem abone büyümesi hem de ARPU artışı açısından ilave potansiyele işaret etmektedir. Ayrıca sabit hizmet imtiyaz süresinin 2050'ye uzatılması, nakit akışı görünürlüğünü ve uzun vadeli sürdürülebilirliği güçlendirerek şirketin sabit genişbanttaki yapısal liderliğini pekiştirmektedir.
- **Marj genişlemesini destekleyen gelir karması değişimi:** Türk Telekom'un toplam gelirleri içinde mobil gelirlerin payının tarihsel eğilimlerle uyumlu şekilde artmaya devam etmesini bekliyoruz. Mobil segmentin katkısı 2020'de %35 seviyesinden 2025'te yaklaşık %43'e yükselmiştir. Segmentin daha yüksek FAVÖK marjına sahip olması nedeniyle, bu gelir karmasındaki değişimin konsolide marjları desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- **Ana risk: Yüksek yatırım harcamalarının FCF üzerindeki baskısı:** 2026–27 döneminde Türk Telekom, KDV dâhil yaklaşık 1,3 milyar ABD doları tutarında 5G spektrum ödemesiyle karşı karşıya olup, bu durum kısa vadede anlamlı bir nakit çıkışı yaratacaktır. Buna ek olarak, imtiyaz sözleşmesi kapsamında şirket 2026'dan itibaren 10 yıl boyunca düzenleyici kuruma 2,5 milyar ABD doları (KDV dâhil yaklaşık 3,0 milyar ABD doları) ödeme yapacaktır. Bu durum, yapısal olarak daha yüksek bir yatırım ve ödeme profiline işaret etmektedir.

Tavsiye:

AL

Korundu

Hedef Fiyat

TL 97.9

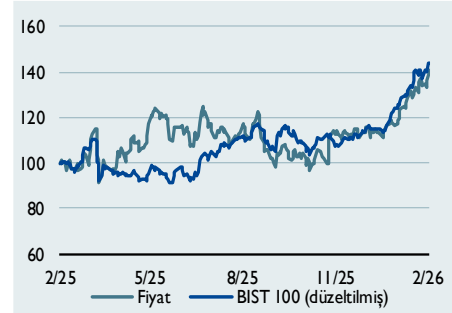
((önceki: TL 91.9))

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	TTKOM.IS
Sektör	TMT
Fiyat	TL 70.30
Piyasa değeri (TLm)	246,050
Şirket değeri (TLm)	303,384
Piyasa değeri (USDm)	5,651
Şirket değeri (USDm)	6,967
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	33.67
Halka açıklık (%)	13.3

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	18.4	23.3	40.0
Endekse göre (%)	3.4	-7.6	-2.1

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görel fiyat grafiği 13 Şubat 2026 tarihinde 14,81 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Esra Demiroğlu

esra.demiroglu@unluco.com

+90 212 367 36 89

Koray Pamir

koray.pamir@unluco.com

+90 212 367 36 87

Değerleme çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T	2028T
F/K (x)	10.0	23.2	10.6	8.7	9.1	8.0
FD/FAVÖK(x)	6.0	3.9	3.3	3.5	3.2	2.8
FD/satış (x)	2.0	1.5	1.4	1.5	1.4	1.2
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Oran analizi	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T	2028T
Sermaye verimliliği (%)	25.3	6.4	11.4	11.7	10.0	10.4
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	-12.7	4.4	12.2	12.2	12.3	12.9
Brüt marj (%)	21.8	36.8	41.3	39.6	40.4	40.7
FAVÖK marjı (%)	33.5	39.1	41.6	41.9	42.4	42.4
FVÖK marjı (%)	-2.0	16.5	21.8	19.5	20.6	21.0
Net kar marjı (%)	16.4	5.2	9.5	10.3	9.1	9.6
Net borç/FAVÖK (x)	1.2	0.8	0.8	1.3	1.3	1.0
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2

Kar ve zarar (TL mn)	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T	2028T
Net satışlar	100,185	161,651	235,323	316,292	405,309	505,944
Büyüme oranı (yıllık)		12%	10%	9%	9%	9%
Brüt kar	21,869	59,447	97,232	125,318	163,931	206,152
FAVÖK	33,525	63,150	97,930	132,477	171,775	214,664
Büyüme oranı (yıllık)		30%	18%	10%	10%	9%
FVÖK	-1,963	26,746	51,214	61,677	83,494	106,248
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	n.m.	46%	-2%	15%	11%
Diğer gelir/gider	868	3,730	2,353	3,163	4,053	5,059
Finansman geliri/gideri	5,393	-2,091	-16,345	-18,162	-34,433	-41,811
Vergi öncesi kar	3,430	24,655	34,869	43,515	49,060	64,437
Vergi	12,991	-16,199	-12,429	-10,879	-12,265	-16,109
Efektif vergi oranı	n.m.	n.m.	24.3%	17.6%	14.7%	15.2%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	16,422	8,456	22,440	32,636	36,795	48,328
Büyüme oranı (yıllık)		-64%	103%	18%	-4%	14%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Hisse başı net kar (TL)	4.69	2.42	6.41	9.32	10.51	13.81
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü ödeme oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%

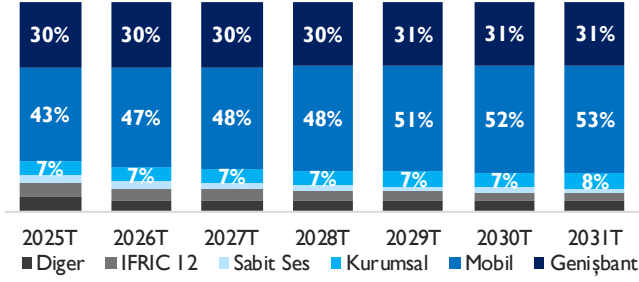
Nakit akışı (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T
FVÖK	51,214	61,677	83,494	106,248	Nakit	10,598	48,303	67,730	95,830
Amortisman ve itfa giderleri	46,716	70,801	88,282	108,416	Dönen varlıklar	78,937	139,928	182,603	236,412
İşletme sermayesindeki değişim	-2,318	-1,184	-1,885	-706	Maddi duran varlıklar	200,420	339,052	442,280	513,522
Ödenen vergiler	-12,803	-15,419	-20,873	-26,562	Maddi olmayan duran varlıklar	115,063	137,935	162,074	186,385
Toplam yatırım harcaması	-67,888	-146,858	-155,453	-140,344	Duran varlıklar	332,934	497,940	629,007	728,298
Yatırım harcaması/hasılat	-28.8%	-46.4%	-38.4%	-27.7%	Toplam Varlıklar	411,870	637,868	811,609	964,710
Serbest nakit akışı	14,921	-30,984	-6,436	47,053	Kısa vadeli yükümlülükler	81,366	106,058	129,947	157,212
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	6.3%	-9.8%	-1.6%	9.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	112,907	235,214	296,979	317,310
					Özkaynaklar	217,597	296,596	384,684	490,189
					Toplam Kaynaklar	411,870	637,868	811,609	964,710
Ödenen temettüler	0	0	0	0	Net işletme sermayesi	5,046	7,233	10,384	12,647
					Net nakit (borç)	-95,463	-178,703	-219,606	-210,390

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri Kaynak: Şirket

Yönetici Özeti

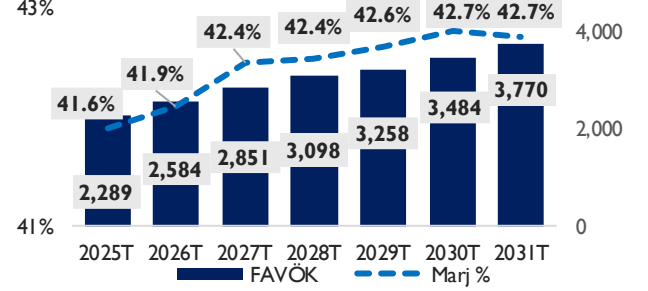
Mobil abone büyümesi ve reel ARPU artışının etkisiyle, mobil segmentin 2031 tahmini itibarıyla Türk Telekom'un toplam gelirlerinin yaklaşık %53'ünü oluşturacağını öngörüyoruz. Bu gelişmenin FAVÖK marjlarını desteklemesini bekliyoruz. Uluslararası ara bağlantı ve sabit ses gelirlerindeki düşüş ise gelir karmasının mobil lehine kaymasını hızlandırmaya devam etmektedir.

Tablo 23: Gelir Kırılımı (%)



Kaynak: Ünlü&Co

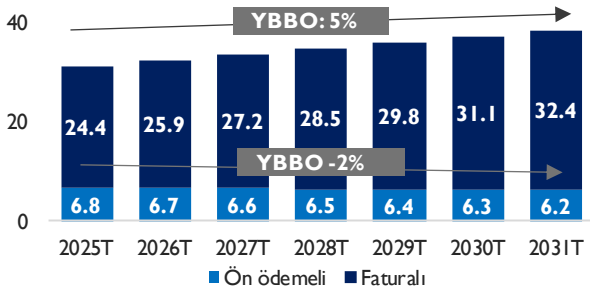
Tablo 24: FAVÖK (USD mn) ve Marj (%)



Kaynak: Ünlü&Co

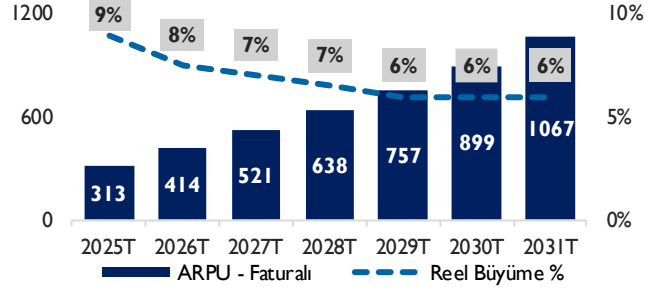
Faturalı mobil abone sayısı 2022–24 döneminde yıllık bileşik %10 büyüme kaydederken, ön ödemeli abone sayısı yıllık bileşik %11 daralmıştır. 2025–31E döneminde ise daha ılımlı bir seyir öngörüyoruz; bu kapsamda faturalı abone sayısında yaklaşık %5, ön ödemeli abone sayısında ise yaklaşık %2 yıllık bileşik daralma tahmin ediyoruz. Türk Telekom'un fiyat artışları açısından görece daha fazla alanı bulunduğunu değerlendiriyor; bu doğrultuda 2025–31E döneminde ortalama reel faturalı ARPU büyümesinin yaklaşık %6 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Tablo 25: Mobil Abone Sayısı (mn, M2M dâhil)



Kaynak: Company Announcements, Ünlü&Co

Tablo 26: Faturalı Mobil ARPU (TL) ve Reel Büyüme (%)



Kaynak: BTK, Ünlü&Co

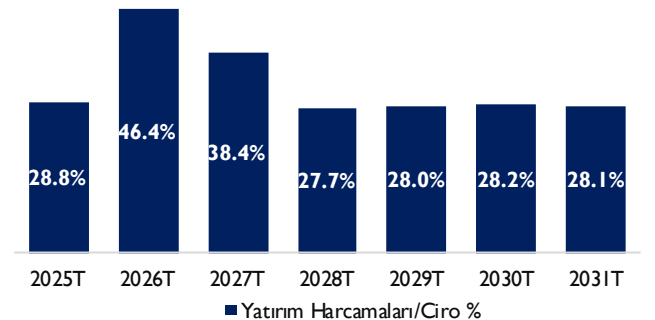
Sabit altyapı imtiyaz sözleşmesi kapsamında toplam 2,5 milyar ABD doları (KDV dâhil yaklaşık 3,0 milyar ABD doları) tutarında ödeme yapılması gerekmekte olup, bu tutar 2026 yılından itibaren on yıllık bir döneme yayılacaktır. Buna ek olarak, 5G'ye ilişkin 1,1 milyar ABD doları (KDV dâhil 1,3 milyar ABD doları) tutarındaki ödemelerin 2026–27 döneminde gerçekleştirilmesi planlanmakta olup, KDV ödemesi de 2026 yılında yapılacaktır.

Tablo 27: Ödeme Planı – 5G ve Sabit İmtiyaz (USD mn)

(mn\$)	2026T	2027T	28T-34T	2035T
5G – 1.Taksit	365	0	0	0
5G – 2.Taksit	365	0	0	0
5G – 3.Taksit	0	365	0	0
KDV (5G)	219	0	0	0
KDV (sabit-hat)	500	0	0	0
Ücret (sabit-hat)	500	500	1,400	100
Toplam	1,948	865	1,400	100

Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 28: Yatırım Harcamaları/Ciro (%)



Kaynak: Ünlü&Co

Değerleme

USD bazlı DCF değerlememiz, yedi yıllık projeksiyonu kapsamaktadır ve %70 ağırlıkla yürütülmüş olup, benzer şirket çarpan analizi %30 ağırlıkla desteklenmektedir. USD AOSM'yi %10,9 (%7,5 risksiz faiz, %6,0 Türkiye risk primi, 0,8 beta) olarak varsayıyoruz. Yatırım harcamalarına operasyonel yatırımlar, TFRS 15 kalemleri ve lisans ödemeleri dâhildir. Net borç / EBITDA (TFRS 16 dâhil) oranının 2025'te 0,8x seviyesinde olmasını bekliyoruz. 5G yetkilendirme çerçevesi kapsamında brüt gelirler üzerinden uygulanacak yıllık %5 ödeme nedeniyle 2029'dan itibaren gelir büyümesinin ılımlılaşacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede değerleme analizimiz, 97,9 TL hedef fiyat vermekte olup mevcut seviyelere göre %39 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

DCF analizimizi USD cinsinden gerçekleştirmekteyiz; bu yaklaşım, TL finansallardaki enflasyon muhasebesi etkilerini ortadan kaldırarak gerçek nakit akışını ve uzun vadeli değer yaratımını daha doğru şekilde yansıtmayı ve USD bazlı emsal değerlemeleriyle tutarlılığı sağlamayı mümkün kılmaktadır.

Tablo 29: Değerleme- TTKOM (2026T-2031T*)

USDm	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Gelirler	5,501	6,168	6,727	7,302	7,654	8,152	8,834
Büyüme (%)	10.4%	9.1%	9.1%	8.5%	4.8%	6.5%	8.4%
FAVÖK	2,289	2,584	2,851	3,098	3,258	3,484	3,770
Marj (%)	41.6%	41.9%	42.4%	42.4%	42.6%	42.7%	42.7%
FVÖK Üzerinden Vergi	-299	-301	-346	-383	-411	-438	-480
İşletme Sermayesi Değişimi	-54	-23	-31	-10	-31	-14	-25
Yatırım Harcamaları	-1,587	-2,864	-2,580	-2,025	-2,140	-2,302	-2,478
Yat.Harc./Gelirler (%)	-28.8%	-46.4%	-38.4%	-27.7%	-28.0%	-28.2%	-28.1%
Serbest Nakit Akımı	349	-604	-107	679	676	729	787
SNA Marj %	6.3%	-9.8%	-1.6%	9.3%	8.8%	8.9%	8.9%
AOSM	11.1%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
İndirgeme Faktörü		0.95	0.86	0.77	0.70	0.63	0.57
İNA		-574	-91	524	471	458	445
SNA Bugünkü Değer	1,233						
Uç Değer Büyüme %	2.0%						
Uç Değer Bugünkü Değer	5,099						
Şirket Değeri	6,332						
Net Borç (-)	1,897						
Hedef Piyasa Değeri, İNA	4,435						
Hedef Piyasa Değeri, Çarp.Anl.	9,655						
FD/FAVÖK (2026T)	5.07						
FAVÖK (2026T)	2,584						
İNA %	70%						
Çarpan Analizi %	30%						
Hedef Piyasa Değeri	6,001						
Hedef Piyasa Değeri, 12Aylık	6,646						
Hisse Adedi (m)	3,500						
Hedef Fiyat, 12A, USD	1.9						
USD/TL (2026)	51.6						
Hedef Fiyat, 12A, TL	97.9						
Güncel Fiyat	70.3						
Getiri Potansiyeli %	39%						

Kaynak: UNLU & Co, (*)2025T referans amacıyla gösterilmiştir.

Turkcell

ARPU Kaynaklı Güçlü Performans, Orta Vadede İlimli Seyir

- Turkcell için AL tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı 167,7 TL seviyesine yükseltiyoruz;** bu görüşümüz şirketin mobildeki lider konumu ve yapısal olarak güçlü FAVÖK marjları ile desteklenmektedir. 3Ç25'te şirket, ağırlıklı olarak mobil ve sabit segmentlerde enflasyonun üzerinde gerçekleşen ARPU artışlarının katkısıyla yaklaşık %11 reel gelir büyümesi kaydetmiş; bu performans sınırlı abone artışı ve dayanıklı techfin gelirleriyle desteklenmiştir. Bununla birlikte büyüme giderek hacimden ziyade ARPU kaynaklı hale gelmekte olup, artan abone kaybı (churn) ve Turkcell'in premium fiyatlandırma stratejisi daha rekabetçi bir ortamda ilave fiyatlandırma esnekliğini sınırlamaktadır. Bu doğrultuda, yıl geneli için yaklaşık %10 gelir büyümesi öngörmekle birlikte, özellikle mobil segmentte orta vadede büyümenin normalleşmesini bekliyoruz. İleriye dönük olarak ise Google Cloud iş birliğiyle desteklenen veri merkezi ve bulut gelirleri, 2028 sonrası dönem için ilave yukarı yönlü potansiyel sunacağını düşünüyoruz.
- ARPU kaynaklı gelir büyümesi, ancak sınırlı fiyatlandırma esnekliği:** Turkcell, 3Ç25'te güçlü bir ARPU performansı sergilemiş; mobil karma ARPU yıllık bazda reel olarak yaklaşık %10, sabit bireysel ARPU ise yaklaşık %19 artış kaydetmiştir. Mobil segmentte ön ödemeliden faturalıya devam eden geçiş, karma ARPU ve gelir büyümesini desteklemeyi sürdürmüştür. Bununla birlikte, artan churn oranı ve Turkcell'in hâlihazırda premium seviyedeki mobil fiyatlandırması dikkate alındığında, mevcut ARPU artış hızının orta vadede korunmasının zor olduğunu düşünüyoruz. Sabit segmentte ise ARPU dinamikleri büyük ölçüde Türk Telekom referanslı seyretekte olup, sürdürülebilir bir ayrışma için alanın sınırlı olduğunu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede, 2025 yılında gelirin temel sürükleyicisi ARPU olmakla birlikte, 2026'ya doğru katkısının ılımlılaşmasını ve daha sınırlı bir gelir büyüme patikasını öngörüyoruz.
- Techfin ile stratejik çeşitlendirme, ancak gelir katkısı sınırlı:** Turkcell, Paycell ve Financell aracılığıyla techfin ve dijital hizmet ekosistemini genişletmeye devam ederek telekom dışı gelirlerini çeşitlendirmeyi ve müşteri bağlılığını artırmayı hedeflemektedir. 3Ç25 itibarıyla techfin gelirleri grup gelirlerinin yaklaşık %6'sını oluşturmakta olup, ödeme sistemleri, dijital finansal hizmetler ve veri odaklı platformların katkısıyla bu oranın 2032'ye kadar kademeli olarak %10'a yaklaşmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, görece küçük ölçeği ve daha uzun vadeli gelir yaratma süreci nedeniyle techfin'i dönüşümsel değil, kademeli bir büyüme unsuru olarak değerlendiriyoruz. Bu girişimlerin temel stratejik katkısının gelir kalitesini ve müşteri bağlılığını artırmak olduğunu, orta vadede konsolide gelir ve marjlara etkisinin sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.
- Bulut ve veri merkezleri kurumsal gelirlerde büyüme unsuru:** Turkcell'in kurumsal gelirler altında raporlanan bulut ve veri merkezi faaliyetleri 3Ç25'te yıllık %51 büyüme kaydetmiştir. 3Ç25 itibarıyla grup gelirlerinin yaklaşık %2'sini oluşturan segmentin payının 2032'ye kadar kademeli olarak yaklaşık %9'a yükselmesini (yaklaşık 750 milyon ABD doları gelir) bekliyoruz. Büyümenin yanı sıra, bulut ve veri merkezlerini çeşitlendirme ve dayanıklılık sağlayan bir alan olarak görüyor; 2028'den itibaren devreye girmesi beklenen Google Cloud iş birliğini orta vadeli ek bir katalizör olarak değerlendiriyoruz.
- Ana risk:** Artan yatırım harcaması döngüsü: Şirketin 2026–27 döneminde 5G frekans ödemeleri kapsamında KDV dâhil yaklaşık 1,5 milyar ABD doları ödeme yapması beklenmektedir. Buna ek olarak, Google Cloud iş birliğine ilişkin 1,0 milyar ABD doları tutarındaki yatırım (2026–2032'ye yayılmış şekilde) finansman ihtiyacını artırmaktadır. Ödemelerin çok yıllık bir takvime yayılması nakit akışı üzerindeki baskının daha dengeli yönetilmesini sağlayacaktır.

Tavsiye:

AL

Korundu

Hedef Fiyat:

TL 167.7 (önceki: TL 152.0)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLU&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	TCELL.IS
Sektör	TMT
Fiyat	TL 125.30
Piyasa değeri (TLm)	275,660
Şirket değeri (TLm)	319,976
Piyasa değeri (USDm)	6,331
Şirket değeri (USDm)	7,348
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	67.82
Halka açıklık (%)	43.2

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	23.2	33.5	21.3
Endekse göre (%)	7.6	0.1	-15.2

Kaynak: BIST 100, UNLU & Co

Görel fiyat grafiği 13 Şubat 2026 tarihinde 14,81 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Esra Demiroğlu

esra.demiroglu@unluco.com

+90 212 367 36 89

Koray Pamir

koray.pamir@unluco.com

+90 212 367 36 87

Değerleme çarpanları	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T	2028T
F/K (x)	73.5	9.5	15.6	10.8	9.1	8.0
FD/FAVÖK(x)	4.8	3.0	3.1	3.3	2.7	2.5
FD/satış (x)	2.0	1.2	1.3	1.4	1.1	1.1
Temettü verimi (%)	0.9	2.7	2.9	2.2	3.8	6.1

Oran analizi	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T	2028T
Sermaye verimliliği (%)	14.7	14.1	7.0	8.8	9.7	10.4
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	7.7	8.4	9.0	7.5	7.4	8.5
Brüt marj (%)	21.2	24.7	24.9	24.3	24.3	24.7
FAVÖK marjı (%)	41.0	41.9	42.0	42.4	42.4	42.6
FVÖK marjı (%)	11.7	13.3	14.2	13.5	13.5	14.0
Net kar marjı (%)	11.7	14.1	7.3	9.6	10.7	11.2
Net borç/FAVÖK (x)	0.5	0.1	0.4	0.9	0.4	0.4
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2

Kar ve zarar (TLm)	2023A	2024A	2025T	2026T	2027T	2028T
Net satışlar	107,116	166,671	239,934	313,440	394,779	486,500
Büyüme oranı (yıllık)		8%	10%	6%	7%	7%
Brüt kar	22,698	41,129	59,720	76,096	95,843	120,240
FAVÖK	43,876	69,802	100,652	132,982	167,492	207,071
Büyüme oranı (yıllık)		10%	10%	7%	7%	8%
FVÖK	12,578	22,239	34,071	42,314	53,295	68,110
Büyüme oranı (yıllık)		22%	17%	1%	7%	11%
Diğer gelir/gider	11,537	9,001	24,364	30,515	38,649	48,650
Finansman geliri/gideri	-18,228	-15,287	-34,333	-32,764	-35,838	-43,850
Vergi öncesi kar	5,887	15,953	24,102	40,065	56,106	72,910
Vergi	4,676	-4,866	-6,693	-10,016	-14,027	-18,228
Efektif vergi oranı	n.m.	30.5%	27.8%	25.0%	25.0%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	1,948	12,419	0	0	0	0
Net kar	12,554	23,523	17,408	30,049	42,080	54,683
Büyüme oranı (yıllık)	-31%	30%	-44%	40%	19%	0%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
Hisse başı net kar (TL)	5.71	10.69	7.91	13.66	19.13	24.86
Hisse başı temettü (TL)	3.32	3.64	2.77	4.78	7.65	9.94
Temettü ödeme oranı	58%	34%	35%	35%	40%	40%

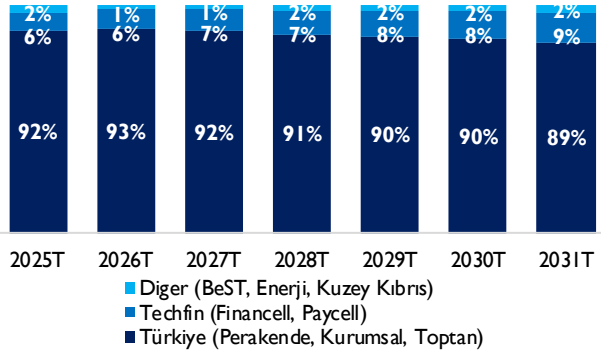
Nakit akışı (TLm)	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (TLm)	2025T	2026T	2027T	2028T
FVÖK	34,071	42,314	53,295	68,110	Nakit	136,794	167,177	206,232	246,620
Amortisman ve itfa giderleri	66,582	90,668	114,197	138,961	Dönen varlıklar	202,340	249,972	307,319	367,621
İşletme sermayesindeki değişim	-2,790	-1,274	-1,288	-1,794	Maddi duran varlıklar	180,456	269,795	349,949	413,681
Ödenen vergiler	-8,518	-10,579	-13,324	-17,027	Maddi olmayan duran varlıklar	106,443	131,102	154,045	177,151
Toplam yatırım harcaması	-71,980	-138,203	-147,136	-150,201	Duran varlıklar	336,431	463,635	580,269	681,688
Yatırım harcaması/hasılat	-30.0%	-44.1%	-37.3%	-30.9%	Toplam Varlıklar	538,771	713,607	887,588	1,049,310
Serbest nakit akışı	17,364	-17,074	5,744	38,049	Kısa vadeli yükümlülükler	116,653	154,492	195,036	236,663
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	7.2%	-5.4%	1.5%	7.8%	Uzun vadeli yükümlülükler	151,048	201,803	241,533	282,269
					Özkaynaklar	271,070	357,312	451,020	530,378
					Toplam Kaynaklar	538,771	713,607	887,588	1,049,310
Ödenen temettüler	-7,998	-6,093	-10,517	-16,832	Net işletme sermayesi	11,647	15,237	19,191	23,863
					Net nakit (borç)	-38,451	-119,618	-65,911	-77,609

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri Kaynak: Şirket

Yönetici Özeti

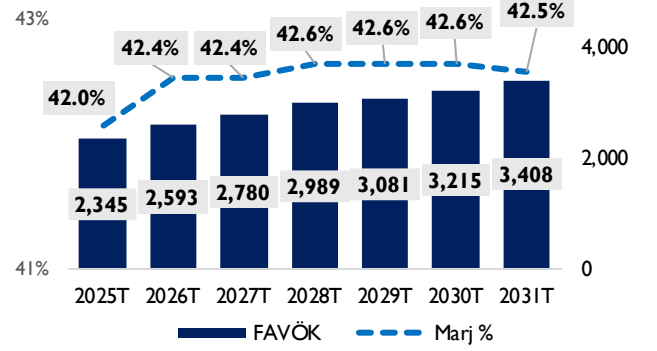
Turkcell'in gelir yapısının hâlâ geleneksel telekom odaklı olduğunu düşünüyoruz, ancak şirketin giderek saf bir operatör profilinin ötesine geçtiğini ve orta vadede fintech gelirlerinin toplam gelirlerin yaklaşık %10'unu oluşturabileceğini öngörüyoruz. Turkcell'in 2025'i %42,0 EBITDA marjı ile kapatacağını ve bu seviyenin şirket için sürdürülebilir olacağını, önümüzdeki yıllarda da büyük ölçüde korunacağını bekliyoruz.

Tablo 30: Gelir Kırılımı (%)



Kaynak: Ünlü&Co

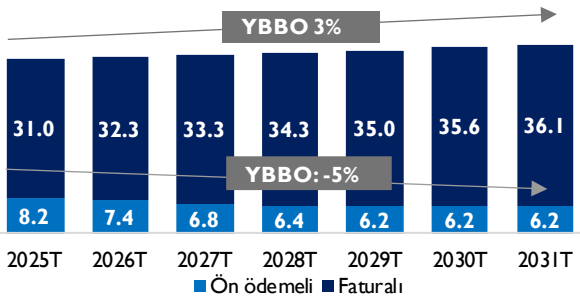
Tablo 31: FAVÖK (USD mn) ve Marj (%)



Kaynak: Ünlü&Co

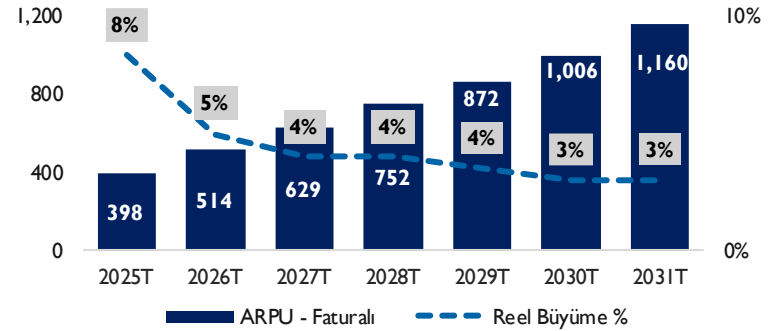
4Ç22'den bu yana devam eden ön ödemeli mobil abone kaybının, daha ılımlı bir hızda da olsa süreceğini düşünüyoruz. 2022–24 döneminde faturalı ve ön ödemeli abonelerde yıllık bileşik büyüme oranları sırasıyla +%7 ve -%12 seviyesinde gerçekleşmişti; 2025T–31T döneminde ise daha ılımlı bir seyir öngörüyoruz; postpaid YBBO'nun yaklaşık +%3, prepaid YBBO'nun ise yaklaşık -%5 olmasını bekliyoruz. Turkcell'in piyasadaki hâlihazırda premium fiyatlandırma stratejisi göz önünde bulundurulduğunda, reel ARPU büyümesinin de daha ölçülü kalacağını ve 2025T–31T döneminde ortalama yaklaşık %4 olmasını öngörüyoruz.

Tablo 32: Mobil Abone Sayısı (mn)



Kaynak: Ünlü&Co

Tablo 33: Faturalı Mobil ARPU (TL) ve Reel Büyüme (%)



Kaynak: Ünlü&Co

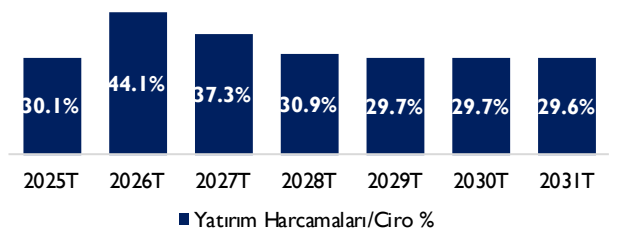
5G ihalesi kapsamında Turkcell, 2026–27 döneminde 1,2 milyar USD (KDV dahil yaklaşık 1,5 milyar USD) ;ayrıca Google Cloud ile yapılan işbirliği kapsamında da yaklaşık 1 milyar USD yatırım harcaması yapacaktır.

Tablo 34: Ödeme Planı – 5G ve Google Cloud (USD mn)

TCELL	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
5G – 1.Taksit	409	0	0	0	0	0	0
5G – 2.Taksit	408	0	0	0	0	0	0
5G – 3.Taksit	0	408	0	0	0	0	0
KDV (5G)	245	0	0	0	0	0	0
Google Cloud	167	167	167	125	125	125	125
Toplam	1,229	575	167	125	125	125	125

Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 35: Yatırım Harcamaları/Ciro (%)



Kaynak: Ünlü&Co

Değerleme

USD bazlı DCF değerlememiz yedi yıllık projeksiyonu kapsamaktadır ve %70 ağırlıkla yürütülmüş olup, benzer şirket çarpan analizi %30 ağırlıkla desteklenmiştir. USD AOSM'yi %11,5 (%7,5 risksiz faiz, %6,0 Türkiye risk primi, 0,9 beta) olarak varsayıyoruz. Yatırım harcamalarına operasyonel yatırımlar, TFRS 15 ve TFRS 16 kalemleri, lisans ödemeleri ve Google Cloud ortaklığı ödemeleri dâhildir. Net borç / EBITDA oranının 2025'te 0,4x seviyesinde olmasını öngörüyoruz. 5G yetkilendirmesi kapsamında brüt gelirler üzerinden uygulanacak yıllık %5 ödeme nedeniyle 2029 sonrası gelir büyümesinin ılımlılaşacağını öngörüyoruz. Bu çerçevede, değerleme analizimiz 167,7 TL hedef fiyat vermekte olup mevcut seviyelere göre %34 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

"DCF analizimizi USD cinsinden gerçekleştirmekteyiz; bu yaklaşım, TL finansallardaki enflasyon muhasebesi etkilerini ortadan kaldırarak gerçek nakit akışını ve uzun vadeli değer yaratımını daha doğru şekilde yansıtmayı ve USD bazlı emsal değerlemeleriyle tutarlılığı sağlamayı mümkün kılmaktadır.

Tablo 36: Değerleme-TCELL (2026T-2031T*)

USD mn	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Gelirler	5,609	6,113	6,552	7,021	7,241	7,555	8,024
Büyüme (%)	9.9%	6.1%	7.2%	7.2%	3.1%	4.3%	6.2%
FAVÖK	2,353	2,593	2,780	2,989	3,081	3,215	3,408
Marj (%)	42.0%	42.4%	42.4%	42.6%	42.6%	42.6%	42.5%
FVÖK Üzerinden Vergi	-199	-206	-221	-246	-257	-272	-291
İşletme Sermayesi Değişimi	-65	-25	-21	-26	-37	-69	-55
Yatırım Harcamaları	-1,683	-2,695	-2,442	-2,168	-2,152	-2,240	-2,372
Yat.Harc./Gelirler (%)	-30.0%	-44.1%	-37.3%	-30.9%	-29.7%	-29.7%	-29.6%
Serbest Nakit Akımı	406	-333	95	549	635	634	690
SNA Marj %	7.2%	-5.4%	1.5%	7.8%	8.8%	8.4%	8.6%
AOSM	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
İndirgeme Faktörü		0.95	0.85	0.76	0.68	0.61	0.55
INA		-315	81	418	433	388	379
SNA Bugünkü Değer	1,384						
Uç Değer Büyüme %	2%						
Uç Değer Bugünkü Değer	4,065						
Şirket Değeri	5,449						
Net Borç (-)	899						
Hedef Piyasa Değeri, INA	4,550						
Hedef Piyasa Değeri, Çarp.Anl.	10,824						
FD/FAVÖK (2026T)	5.07						
FAVÖK (2026T)	2,593						
INA %	70%						
Çarpan Analizi %	30%						
Hedef Piyasa Değeri	6,432						
Hedef Piyasa Değeri, 12Aylık	7,157						
Hisse Adedi (m)	2,200						
Hedef Fiyat, 12A, USD	3.3						
USD/TL (2026)	51.6						
Hedef Fiyat, 12A, TL	167.7						
Güncel Fiyat	125.3						
Getiri Potansiyeli %	34%						

Kaynak: UNLU & Co, (*)2025T referans amacıyla gösterilmiştir.

Bahsi geçen şirketler (13 Şubat 2026 kapanış fiyatlarıyla)
Türk Telekom (TTKOM.IS, Tavsiye: Al)
Turkcell (TCELL.IS, Tavsiye: Al)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

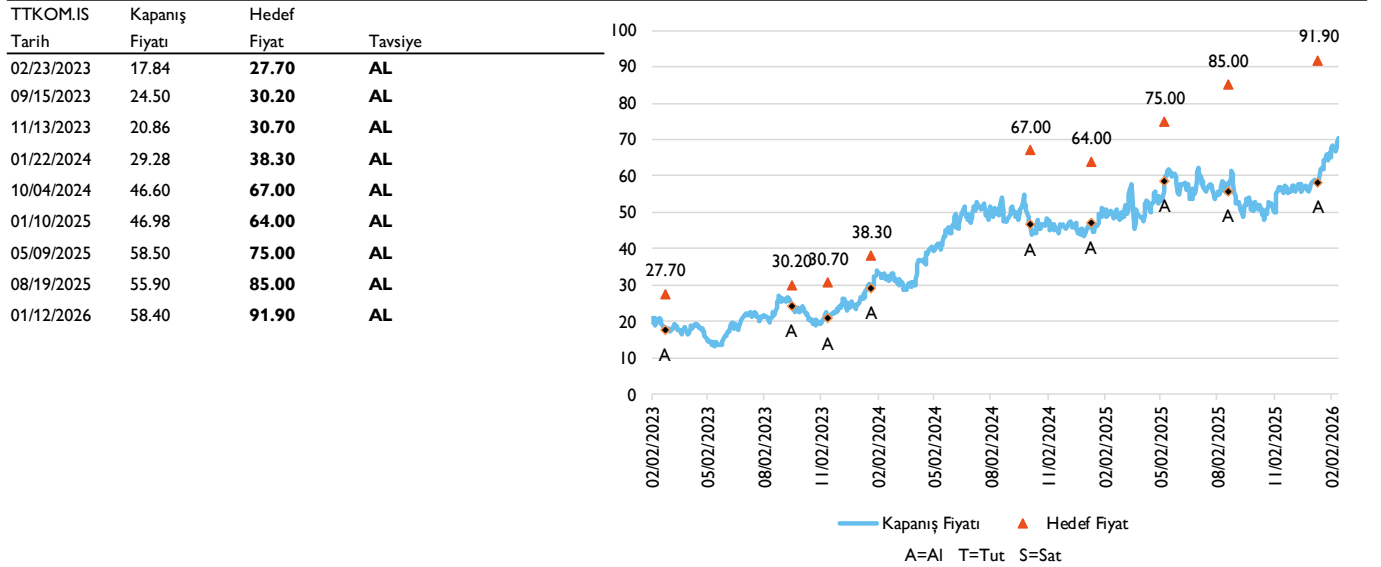
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

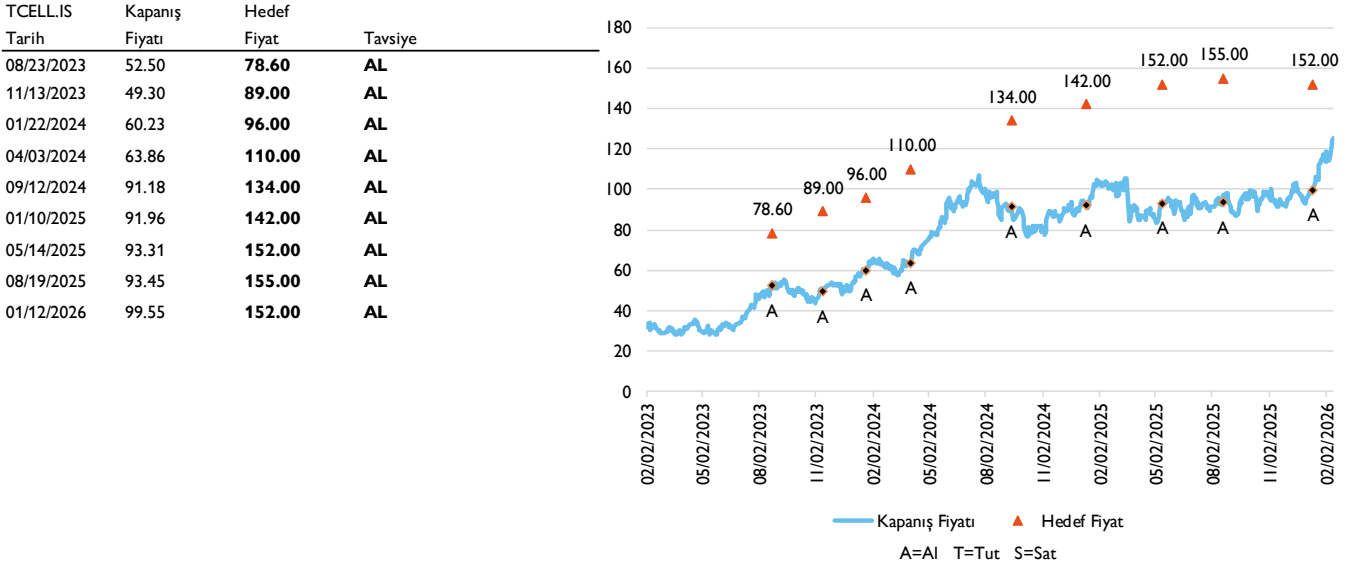
Esra Demiroğlu & Koray Pamir işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TTKOM.IS



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TCELL.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	27	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef Fiyat: TRY97.9 (TTKOM.IS)

Metod: İNA & Çarpan Analizi

Riskler: Beklenenden zayıf mobil ARPU toparlanması, düzenleyici ve fiyatlama riskleri, dövizde endeksli maliyetler nedeniyle kur oynaklığı ve Türkiye'de makroekonomik yavaşlama

Hedef Fiyat: TRY167.7 (TCELL.IS)

Metod: İNA & Çarpan Analizi

Riskler: Mobil fiyatlamada rekabet baskısı, düzenleyici ve fiyatlama riskleri, dövizde endeksli maliyetler nedeniyle kur oynaklığı ve Türkiye'de makroekonomik yavaşlama

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Türk Telekom	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Turkcell	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağırısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.