

TCELL

Güçlü operasyonlar eşliğinde beklentilerde yukarı yönlü revizyon

TCELL 2025 3.çeyrekte 59,53milyar TL hasılat, 26,51 milyar TL FAVÖK, 5,39milyar TL net kar ile **beklentilerimize paralel sonuçlar açıklandığını görmekteyiz.**

Satış kırılımına baktığımız zaman 3Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışlar %11.2 artış gösterirken Turkcell Türkiye %11.3, Techfin ise %20 artış gösterdiğini görmekteyiz. Techfin'in detaylarına baktığımızda 3Q25'de Paycell %2.6 satış büyümesi gösterirken 3 ay aktif kullanıcı sayısında yıllık %12 daralma meydana gelmiştir. Bir diğer önemli iş kolu olan veri merkezi ve bulut sistemlerde ise pazara erken girişin de etkisiyle çeyrekssel olarak %68 ile güçlü büyüme gösterdiğini izlemekteyiz. Sistem entegrasyonları projeleri backlog tutarı ise 4.3milyar TL'den 5milyar TL'ye yükseldiğini görmekteyiz.

Operasyonel verilere baktığımızda ise 3Q25'de de yıl boyu süren güçlü operasyonların devamını görmekteyiz. 3Q25'de mobil segmentte faturalı grupta net abone kazanımı 569bin kişi olurken ön ödemeli grupta 270bin net azalış görmekteyiz. Faturalı abonelerin toplam aboneler içindeki payı ise %79 olmuştur. Sabit segmente baktığımızda ise büyümenin görece sınırlı olduğunu izlerken FIBER abone artışı 33bin olarak gerçekleşirken IPTV'de 5bin kişi azalış meydana gelmiştir. Abone kayıp oranları ise 3Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre mobil segmentte 0.4pt artış ile %2,6 olarak gerçekleşmiştir.

ARPU(Kullanıcı başına ortalama gelir) gelişimine baktığımızda zorlu piyasa koşulları ve rekabet ortamına rağmen büyümenin sürdüğünü izlerken 3Q25'de mobil bileşik arpu %11.9, fiber arpu ise %17.3 büyüme gösterdiğini izlemekteyiz. ARPU büyümesinin sebeplerine baktığımızda geçtiğimiz dönem bilançolarında da gördüğümüz gibi güçlü operasyonlar, abone tabanındaki genişleme, abone kazanım, üst paketlere taşınmanın hızlanması, artan müşteri talebi ve fiyat düzenlemelerinin etkili olduğunu görmekteyiz. Bunlara ek olarak fiberleşmenin hızlanarak devam etmesi sonucu olarak 107bin yeni haneye erişimin gelmesi ve toplam erişimin 6.2 milyon haneye ulaşmasını pozitif olarak değerlendirirken fiberleşmenin hem sürdürülebilir karlılık hem de arpu büyümesindeki etkisinin yüksek olduğunu düşünmekteyiz.

Karlılığa baktığımızda ise 3Q25'de brüt kar ve favok marjında hem çeyreklik hem de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre toparlanmanın sürdüğünü izlerken(0.3pt sınırlı daralma) net kar marjında ise toparlanmanın görece sınırlı kaldığını izlemekteyiz. Karlılıktaki sürdürülebilir yapının sebeplerine baktığımızda ARPU büyümesinin devamı, Techfin ve veri merkezi segmentindeki güçlü katkı, gider optimizasyonu olarak özetlerken Net kar marjındaki düşüşü ise geçtiğimiz yıl gerçekleştirilen Ukrayna satışı nedeniyle durdurulan faaliyetlerdeki tek seferlik katkının oluşturduğu baz etkisinden kaynaklandığını belirtmek isteriz. Buna ek olarak güçlü operasyonun ardından net kar marjında sınırlı toparlanmanın sebeplerinden bir diğeri ise ertelenmiş vergi gideri ve 3Q25'de net parasal pozisyon zararı yazılmasından kaynaklandığını görmekteyiz.

Borç yapısında ise çeyrekssel anlamda finansal borç yatay seyrini korurken nakit pozisyonundaki değişimden kaynaklı net borcun %27 azaldığını görmekteyiz. 5G ihalesiyle beraber TCELL için 1.5milyar \$ yükümlülük oluşu ve kısa vadeli baktığımızda borçluluğu etkilese de finansal yapının güçlü ve sürdürülebilir olduğunu düşünmekteyiz. TCELL 3Q25 itibarıyla 0.2x NetBorç/FAVOK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Genel olarak baktığımızda beklentilere paralel sonuçları **POZİTİF** değerlendirmekteyiz. Yılın ilk yarısında olduğu gibi ikinci yarısında da yoğun rekabete rağmen etkin yönetim ve güçlü operasyonların devamını beklemekteyiz. Önümüzdeki dönemde de 5G ile gelen gecikmesiz yüksek hızlı internet ile birlikte artması beklenen data kullanım oranları, ARPU büyümesinin devamı, sürdürülebilir karlılık, müşteri kazanımının güçlü seyretmesi ve fiberleşme ve 5G ihalesi gibi başlıklar altında TCELL için 160,7 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz. Şirket 3Q25 itibarıyla beklentilerinde revizyona giderken revize rakamlarla %10 gelir büyümesi, %42-43 FAVOK Marjı, Veri merkezi ve Bulut segmentinde %43 gelir büyümesi beklerken yatırım harcamalarını ise %24'den %23'e revize ettiğini görmekteyiz.

7 Kasım 2025

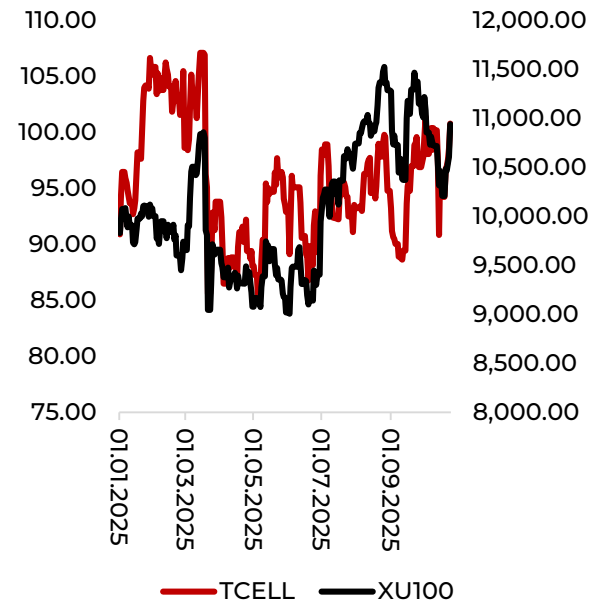
Son Fiyat	102,00
BİLANÇO PUANI	6/10
Piyasa Değeri (milyon TL)	224,4
Piyasa Değeri (milyon \$)	5,317
HEDEF FİYAT	160,7
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	57,55
F/K	14,45
FD/FAVÖK	2,74
PD/DD	0,92
Hisse Sayısı (milyon lot)	2,200
FDPO (%)	43,57
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (milyon TL)	4,621

FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	1.05	9.04	2.41
Nominal (TL)	3.24	9.68	26.19
Nominal (USD)	2.26	5.99	3.15

ORTAKLIK YAPISI

	%
DİĞER	42,65
TVF	26,20
IMTIS HOLDINGS	19,80
CITIBANK	10,37



**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

EK

ŞİRKET KARNESİ**KARLILIK****PUAN**

Brüt Kar Marjı (Y%)	2.06	0.5
Brüt Kar Marjı (Ç%)	0.86	0.5
FAVÖK Marjı (Y%)	0.12	1.0
FAVÖK Marjı (Ç%)	2.49	1.0
Net Kar Marjı (Y%)	-21.50	0.0
Net Kar Marjı (Ç%)	1.18	0.5

BORÇLULUK**PUAN**

Net Borç (mln TL)	44,316.18	0
İşletme Sermayesi (mln TL)	8,560.22	1
Cari Oran	1.75	0.5
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	33,520.73	-1
Net Finansman Gideri/Satışlar	23.96	1

BÜYÜME**PUAN**

Brüt Kar Büyüme (Y%)	19.03	0
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	19.03	0
FAVÖK Büyüme (Y%)	-7.46	0
FAVÖK Büyüme (Ç%)	18.98	1
Net Kar Büyüme (Y%)	-81.36	0
Net Kar Büyüme (Ç%)	-71.64	0

PUAN**6***Kaynak: Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı*

Sınai sektörü özelinde karlılık, borçluluk ve büyüme özelinde değerlendirme yapılmakta olup puanlama kriteri üzerinden 15 puan verilmektedir. Giriş sayfasında 10 puana indirgenmektedir. Kriter karşılığındaki değer farkları içermektedir.