

Teknoloji — Bilişim

Karel Elektronik

5G ile Yüksek Çekim, Yüksek Marjlar

KAREL'i 18,50 TL Hedef Fiyat ve %101 getiri potansiyeliyle araştırma kapsamına alıyoruz. Değerlememizde %75 ağırlıkla indirgenmiş nakit akımı analizi (%24,5 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, %23,3 AOSM) ile %25 ağırlıkla benzer şirket çarpanları karşılaştırmasını kullandık. Değerlememizin detayları Sayfa 9-10'dadır.

Karel 5 farklı işkolunda dönüşüyor. Şirket 2024 yılında başladığı stratejik dönüşüm yolculuğunda faaliyet bazında çıkan iş fırsatlarının bu sürece katkı sunmasını bekliyoruz. Detayları Sayfa 3-7'dedir.

5G ile 50 milyon dolarlık ilave ciro katkısı bekliyoruz. Saha operasyon teknolojilerinde 2024 yılında %1 brüt zarara geçen faaliyetlerde Nisan ayındaki 6 aylık periyotlarla güncellenecek olan yeni fiyatlamaya etkisi marjları (Brüt Kar Marjı; 2Ç24:%3, 2Ç25:%19) toparlamaya başladı. 5G yatırımları kapsamında 2026-2027 yıllarında mevcut ciroya ilave 50 milyon dolarlık iş katkısıyla toplam satışlardaki payının %50 üzeri kalacağını öngörüyoruz. Yıl ortalamasının son çeyrek yüksek tahsilat dönemi etkisiyle saha operasyon teknolojilerini %16 brüt kar ve %14 FAVÖK marjıyla tamamlamasını bekliyoruz.

Savunma teknolojileri şirketin büyümedeki itici gücü olarak öne çıkıyor. Şirketin yüksek katma değerli savunma teknolojilerindeki payının %5'ten %10'lara doğru artış kaydetmesini bekliyoruz. Şirketin güçlü olduğu iletişim teknolojileri ve elektronik kart üretimdeki bilgi birikimi ve üretim hatlarındaki dönüşümlerle yüksek katma değerli savunma sanayi alanındaki fırsatlara yönelmesini bekliyoruz. Bangladeş, Pakistan ve Türkmenistan başta olmak üzere yeni pazarlarla önümüzdeki 2026-2027 yıllarında yıllık %40 dolar bazlı ciro artışı öngörüyoruz. Savunma teknolojileri alanında 2026 yılında brüt %25 ve FAVÖK %20 marj elde etmesini bekliyoruz. Şirketin 2020-2021 yıllarında ortalama brüt %42 marjı elde etmesine rağmen daha ihtiyatlı tahminde bulunduk.

Yüksek borcun operasyonel yapılanmayla azaltmasını bekliyoruz. Şirketin operasyonel iyileşmelerin ve borçlanma maliyetlerindeki azalışla birlikte önümüzdeki yıllarda Net Borç/FAVÖK (2026: 2.1x, 2027: 1.4x) rasyosunda normalleşme bekliyoruz. Şirket yönetimi yüksek seyreden borçluluğu daha hızlı azaltmak için 1,7 milyar TL tutarlı tahsisli sermaye artırımını planlamaktadır, bu artırım hesaplama tablomuzda yer etmemekle birlikte gerçekleşmesi haline ayrıca pozitif katkı sunmasını bekliyoruz.

Global benzerlerine göre cazip çarpanlar. 2026 yılında beklediğimiz 3.7x FD/FAVÖK ve 13.2x F/K oranları benzer şirketlerin sırasıyla 7.6x ve 15.2x çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. (Sayfa 10)

Riskler: Operasyonel dönüşümlerin gecikmesi, borçlanma maliyetlerin yüksek seyretmesi, elektronik kart üretiminde Çin baskısının devam etmesi ve enflasyonist baskıların beklenenden uzun sürmesi şirketin ana risklerini oluşturmaktadır.

Şirket Verileri

Hisse Kodu	KAREL
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL)	18,50
Potansiyel Getiri	101%
Hisse Fiyatı (TL)	9,19
52 hafta fiyat aralığı	8 - 11
Sermaye (mn TL)	806
Halka Açıklık Oranı	39%
Piyasa Değeri (mn TL)	7.406
Piyasa Değeri (mn USD)	177
Net Borç (mn TL)	5.658

Değerleme

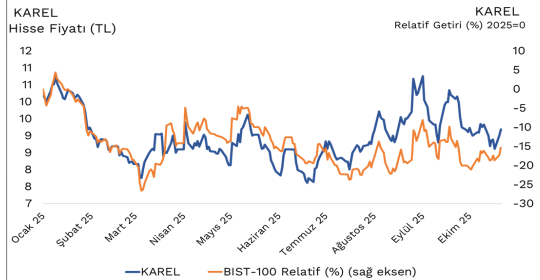
Metod	Ağırlık	Tahmini Değer	Katkı
İNA	75%	14.202	10.651
Benzer Şirket (%20 iskonto)	25%	17.069	4.267
Hedef Değer			14.919

Hedef Fiyat (TL)	18,50
Güncel Fiyat (TL)	9,19
Potansiyel Getiri	101%

KAREL	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar (mn TL)	13.656	13.826	17.313	24.957	29.992
Net Kar (mn TL)	339	-1.526	-621	563	2.021
FAVÖK (mn TL)	1.473	-115	1.318	3.604	5.336
Net Borç/FAVÖK (x)	2,9	-49,6	5,4	2,1	1,4

Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	21,8	-4,9	-11,9	13,2
FD/FAVÖK (x)	9,0	-115,6	10,1	3,7
PD/DD (x)	2,2	3,4	4,7	3,5
Temettü verimi	0,0	0,0	0,0	0,0

Hisse Fiyat Performansı



Colendi Menkul Araştırma

Sadullah Çalışır - Analist
İbrahim Şişman - Analist
Araştırma: +90 (216) 599 02 46
research@colendimenkul.com

Burada yer alan bilgiler Colendi Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler yorum ve tavsiyede bulunulanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bu içerik, genel anlamda bilgi vermeyi amaçlamakta olup; bu içeriğin, müşterilerin ve diğer yatırımcıların alım satım kararlarını destekleyebilecek yeterli bilgileri kapsamayabileceği dikkate alınmalıdır.

Bu sayfalarda yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Colendi Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

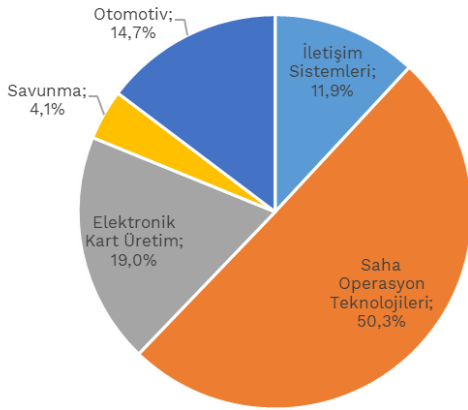
Kısaca Karel

1986 yılında Tunaoğlu ailesi tarafından kurulan Karel, 2006 yılında halka arz oldu. 2022 yılında Doğan Holding'in bağlı ortaklığı Öncü Girişim şirketin %40 payını 842 mn TL (50,4 mn USD) bedelle devraldı.

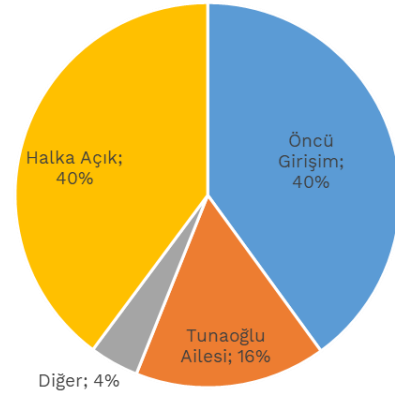
Toplamda 5 farklı işkoluna sahip şirket; saha operasyon teknolojileri alanında operatörlerin sahadaki yatırım süreçlerine destek olurken iletişim teknolojileri alanında kamu ve özel sektörün özellikle kurum içi haberleşmelerinde santraller kurmaktadır. Ankara'da 35.000 m2 üretim tesisinde yıllık 15 milyon kart üretim kapasitesine sahip olan Karel, Türkiye'nin en büyük elektronik üretim tesisine sahiptir. Başta beyaz eşya sektörü olmak üzere birçok alanda elektronik kart tasarımı ve üretimi yapmaktadır. 2022 yılında bünyesine kattığı Daiichi firması ile otomotiv elektroniği kapsamında bilgi ve eğlence sistemlerini yurtiçi ve yurtdışında satışını yapmaktadır. Şirket geliştirdiği teknolojileri savunma sanayisine de açarak yüksek katma değerli iş modeline dönüştürmektedir.

2024 yılında stratejik dönüşüm kararı alan şirket, sadeleşme ve yeniden yapılanmalarla birlikte her bir iş kolunda aldığı aksiyonlarla operasyonel verimliliği artırmayı planlıyor. Bu kapsamda en yüksek ciroya sahip saha operasyon teknolojileri alanındaki sözleşmelerini güncelliyor. Otomotiv sektöründe mevcut konumunu korurken artan piyasa talepleriyle ürün çeşitliliğinin artırılması ve yeni modellere üretim hatlarının kurulmasıyla büyümektedir. En büyük dönüşümü beklediğimiz elektronik üretiminde yaşanan zorlu rekabet koşulları ve fiyatlama kabiliyetinin zayıflamasıyla zarar eden segmentin; yüksek kar marjına sahip ürünlerin payının artırılması ve fiyatlama politikalarındaki revizyonlarla karlılığı odağına alıyor.

Grafik 1. Karel İşkollarına Göre Ciro Dağılımı

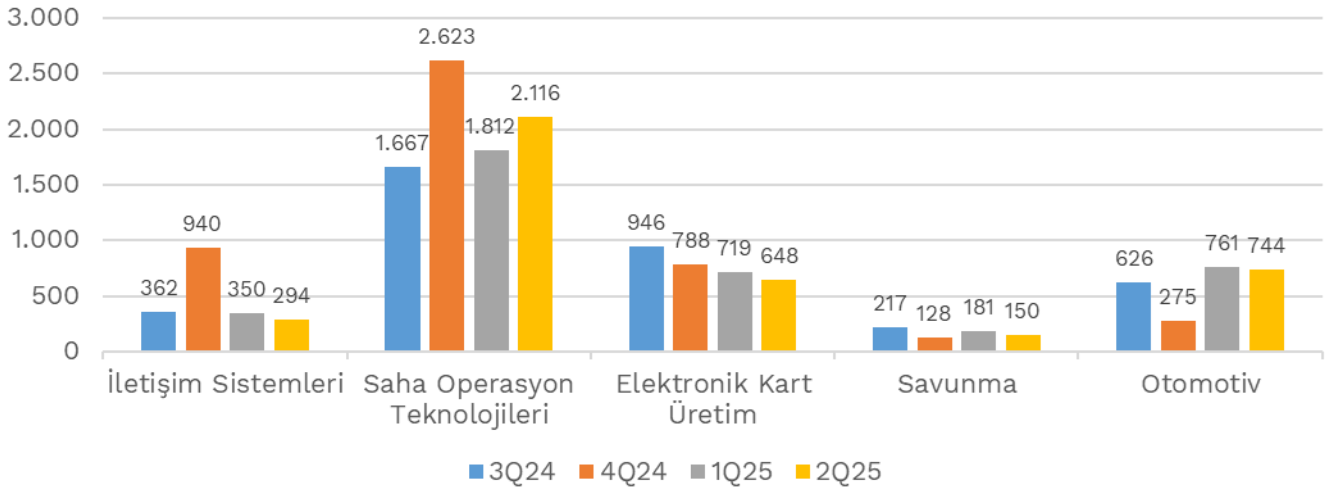


Grafik 2. Karel Ortaklık Yapısı



Grafik 3. Karel Faaliyetlere Göre Çeyreklik Gelirler*

Faaliyetlere Göre Satışlar (mn TL) (Son 4 Çeyrek)



*Not: Önceki çeyreklere 30 Haziran 2025 satın alma gücüne göre enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

1. Saha Operasyon Teknolojileri

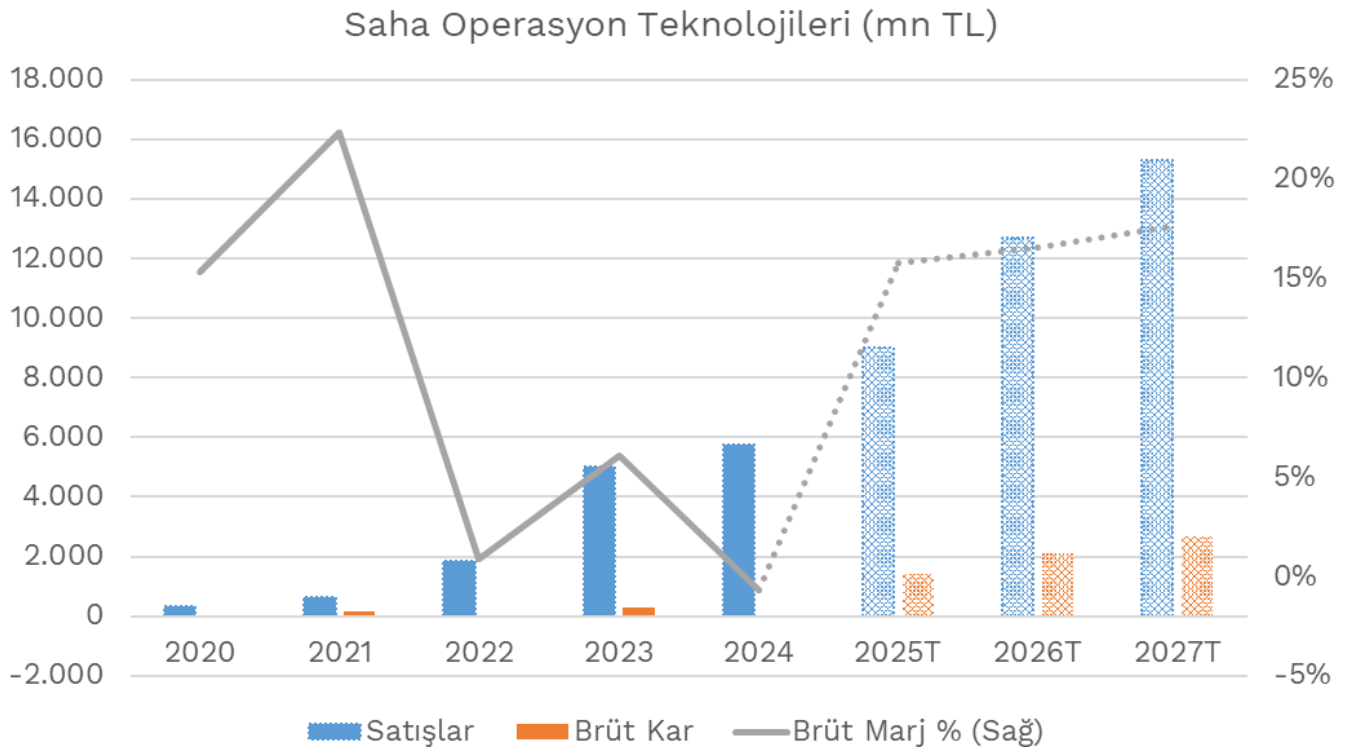
Şirketin cirosunun yarısına sahip olan faaliyet alanında Karel; Türk Telekom, Turkcell ve Vodafone'a Türkiye geneli sabit ve mobil şebekeler için kurulum, saha bakım ve onarım hizmetleri vermektedir. 2020'den beri Bölge Çözüm Ortaklığı pazarında Türkiye'deki en büyük operasyonu 72 ilde yaklaşık 2.600 donanımlı teknik ekiple yürütüyor. Aynı zamanda Telekom operatörlerinin yanı sıra kamu kurumlarıyla da anahtar teslim projeleri yürütmektedir.

Telekom operatörlerinin yanı sıra BOTAŞ ve TEİAŞ için fiberoptik transmisyon sistemleri, Emniyet Genel Müdürlüğü için 40'ı aşan ilde Kent Güvenlik Yönetim Sistemi ve Akıllı Şehirler projelerini anahtar teslim projeler kapsamında kurdu. 2024-2027 yılları arasında Turkcell ve Vodafone ile toplamda yaklaşık 750 milyon dolarlık saha bakım sözleşmeleri imzaladı. Vodafone ile 2025-2029 yılları arasında 45 milyon dolarlık enerji yönetimi ve 2026 yıllarına kadar Kamu IP Santral Sistemleri kapsamında 35 milyon dolarlık projeleri geliştirme sözleşmeleri mevcuttur.

Telekom şirketleriyle yaptığı uzun dönemli anlaşmalardan dolayı enflasyon baskısıyla artan operasyonel maliyetlerinin gelirlerinin üzerine çıkmasıyla 2024 yılını 38 milyon TL brüt zarar ve 81 milyon FAVÖK kaybıyla tamamladı. Son 5 yıllık ortalama %9 olan brüt marjını 2024'te en düşüğü %-1 ile tamamlarken FAVÖK marjı da yılın son çeyreğinde %16 seviyesine yükselmesine rağmen yılı %-1 seviyesinde tamamladı. En zayıf çeyreklik sonuçların alındığı 2024 yılı ilk çeyrekte %-25 seviyesinde gerçekleşen brüt ve FAVÖK marjlarında 2025 ilk çeyreğinde ciddi iyileşme kaydederek brüt ve FAVÖK marjları %4 seviyelerine yükseldi. Şirketin 2025 2. çeyrekte Turkcell ve grup şirketleriyle saha bakım ve kurulum sözleşmelerini 6 aylık periyotlarla fiyat güncellemesi yapılması konusunda güncellemesi de son çeyrek sonuçlarına yansdı. %19 brüt ve %17 FAVÖK marjı 2025 2. çeyrek sonuçlara yansiyarak en fazla ciro edilen faaliyet alanında iyileşmeyi belirgin olarak gösterdi.

2025 2. çeyrekte kaydedilen iyileşmeyle birlikte yılsonunu %16 brüt ve %14 FAVÖK marjıyla tamamlamasını bekliyoruz. Telekom şirketlerinin 16 Ekim'de düzenlenen 5G ihalesi sonrasında yapacağı yeni yatırımlarda Karel'in saha operasyonlarındaki sözleşmelerine baz etkisi oluşturmasını ve cirodaki payının %50'nin üzerinde kalmasını bekliyoruz. 2026-2027 yıllarında 5G yatırımlarının yoğun geçmesini beklemekle birlikte stratejik altyapı projeleriyle de gelir çeşitliliği oluşturmasını bekliyoruz.

Grafik 4. Saha Operasyon Teknolojileri Satış ve Brüt Kar Verileri



Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

2. Elektronik Üretim

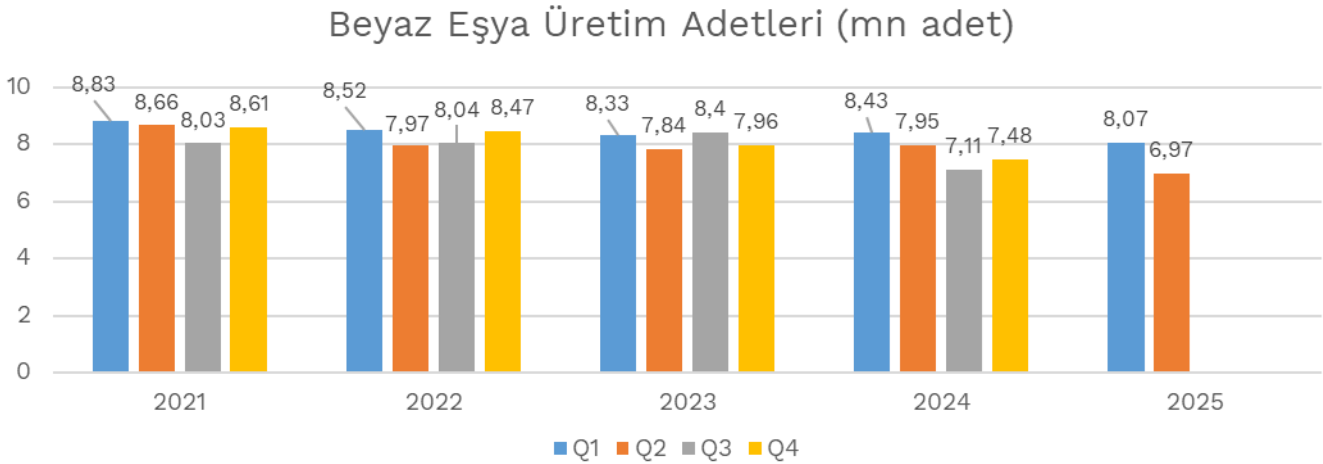
Karel'in son 12 aylık döneminde %19 ile en yüksek 2. ciro payına sahip olduğu faaliyet alanıdır. 32 bin m2 kapalı alanda 1800 mühendis ve teknisyenle yılda 15 milyon kart üretme kapasitesine sahiptir. Tüketici elektroniği ve savunma sanayine yönelik elektronik devre tasarımı ve üretimini yapmaktadır. Yurtiçinde Arçelik, Beko, Vestel, Aselsan, Havelsan ve Roketsan firmalarıyla çalışırken yurt dışında ise beyaz eşya üreticileriyle çalışmaktadır.

Beyaz eşya sektörüne yönelik kontrol kartları ve akıllı cihaz modülleri, savunma sanayii için ise şifreli telsizler, haberleşme sistemleri ve komuta kontrol bileşenleri üretiyor. 2022 yılında Nokia ile yapılan stratejik işbirliği kapsamında, mobil iletişim altyapısına yönelik IP tabanlı ağ ürünlerinin üretimine başlanmıştır. Bu işbirliğinin Karel için stratejik önemi bulunuyor.

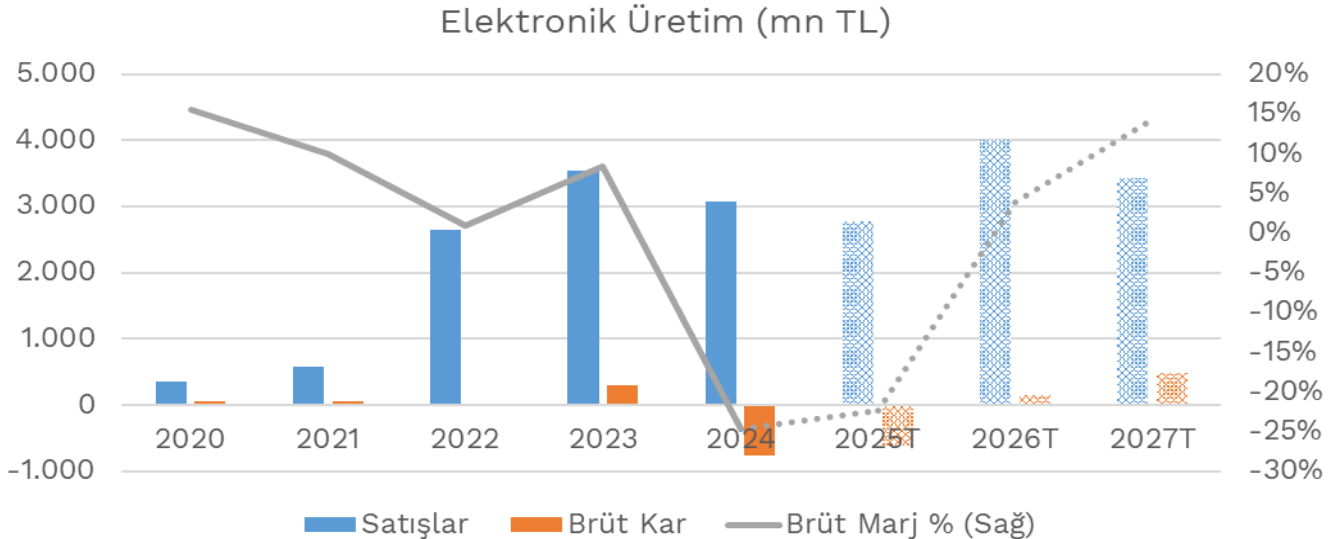
2022'de Nokia ile yapılan stratejik işbirliği kapsamında mobil iletişim altyapısına yönelik IP tabanlı ağ ürünleri üretimine başlamış, şirketin uluslararası teknoloji zincirdeki konumu güçlenmiştir. 2025'te portföy dengeleme stratejisiyle düşük karlı segmentlerden çıkılarak birim karlılığı arttırmayı hedefleyerek Savunma EMS alanında 32 milyon dolarlık sipariş alınarak kapasite bu alana kaydırılmıştır. Telekom EMS segmentinde 5G'ye geçişle yeni nesil ürünlerin üretimi başlamış, 2026 için 20 milyon dolar üzerinde ciro hedeflenmektedir.

Şirketin 2020 yılında %35 ve 2022 yılında %40 ciro payı ile en fazla gelir kaynağı iken yeni faaliyet alanlarının eklenmesiyle ve kart ürettiği beyaz eşya sektöründeki Çin rekabetinin getirdiği zorluklarla birlikte 2024 başından beri 6 dönem kümülatif %28 brüt zarar elde etmektedir. Beyaz eşya sektöründeki üretimlerini azaltma stratejisinin yanı sıra 5G'ye geçişle yeni ürünlere yönelmesi ve kapasitesini yüksek katma değerli savunma sanayi teknolojilerine kaydırma stratejisiyle 2026 yılı 2. yarısından itibaren brüt karlılığa dönüşmesini bekliyoruz. Böylelikle 2024 yılındaki toplam satışlarındaki payı olan %22'den 2025-2026 dönemimde %16'ya ve %2027 yılında %12 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Grafik 5. Beyaz Eşya Üretim Adetleri (Çeyreklik)



Grafik 6. Elektronik Üretim Satış ve Brüt Kar Verileri



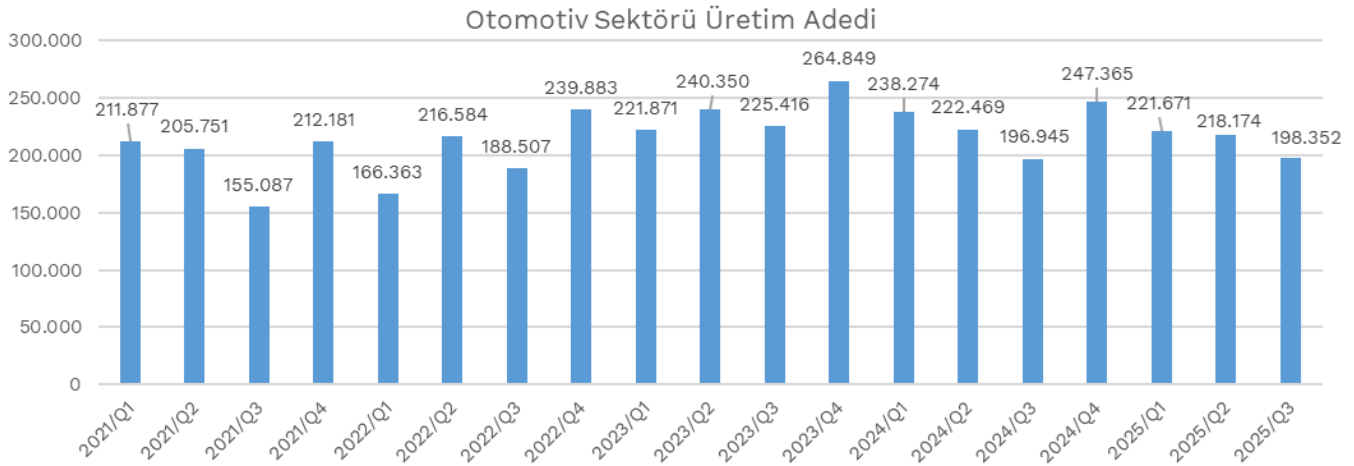
Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

3. Otomotiv Teknolojileri

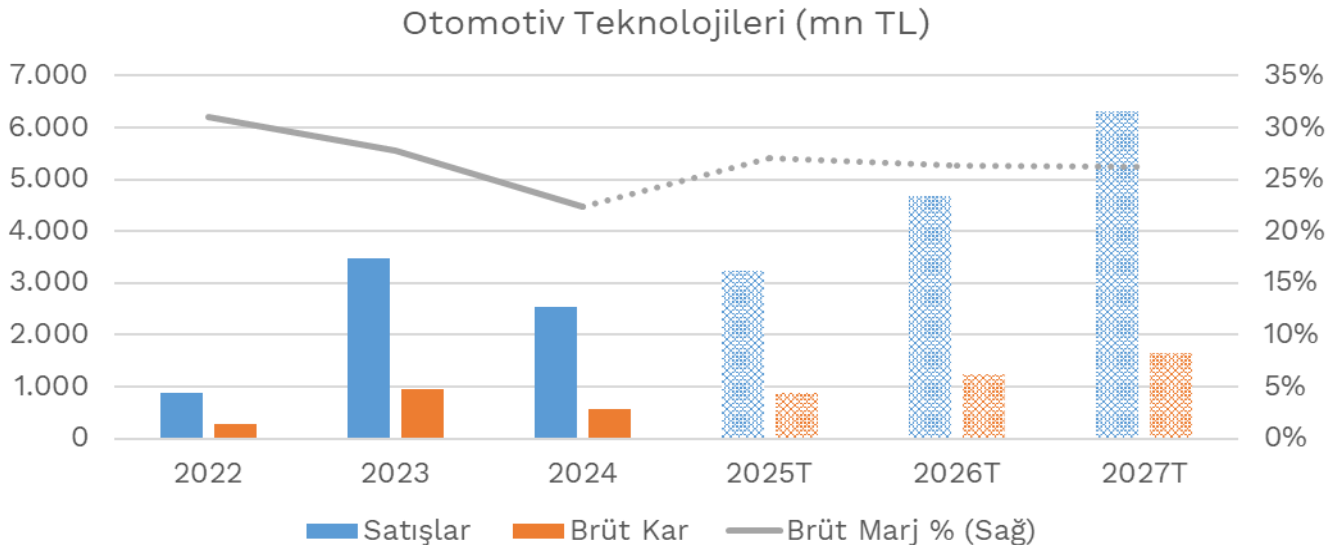
Şirketin %15 ile en yüksek 3. cirosuna sahip Otomotiv Teknolojileri alanında %54 oranında sahip olduğu bağlı ortaklığı Daiichi firması ile faaliyet gösteriyor. Karel, 2022 yılında %75'ini 20,4 milyon dolar karşılığında satın aldığı Daiichi firmasının %21'ini 2025 Nisan ayında 12,6 milyon dolar bedelle Öncü Girişim firmasına satarak nihai payı %54 oldu. Global ölçekte pazar sahibi olan şirketin Stellantis Grup, Ford Otosan, Hyundai, GM, Mitsubishi, Volkswagen, Mahindra ve Isuzu gibi üreticilerle işbirliği bulunuyor. Otomotiv elektroniği üzerine üretim yapan şirketin bilgi ve eğlence sistemleri başta olmak üzere, araç içi elektronik modüller ve kamera sistemleri geliştirmekte ve hem yerli hem de uluslararası otomotiv üreticilerine ürün sağlamaktadır.

Daiichi şirketin bünyesine katıldıktan sonra ortalama %25 brüt ve %16 FAVÖK marjı ile şirketin en istikrarlı işkolu olmayı sürdürmesini ve mevcut marjlarını korumasını bekliyoruz. Şirketin 2025 yılı ilk yarıda 2024'e göre %36 satışlarında daralmasına rağmen marjlarını korumayı başardı. TOGG satışlarındaki artışın çift haneli olarak büyümeye devam etmesi, son 1 yılda toplam 11.100 adet üretilen Ford F-Max eğlence sisteminin Eylül 2025 itibarıyla üretimine başlanması ve benzer araçlara sahip Traton Group ile Scania ve MAN ile olası anlaşmalar ile şirketin 2026 yılında satışlarının 100 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini ve 2024-2027 yılları arasında %20 üzeri büyüme kaydederek 2023 satış hacmine yaklaşmasını bekliyoruz. Ticari araçlarda zorunlu tutulması planlanan araç içi güvenlik sistemleri alanında da prototip çalışmaların hız kazanmasıyla ileri vadede ek potansiyel görüyoruz.

Grafik 7. Toplam Otomotiv Üretim Adetleri



Grafik 8. Otomotiv Teknolojileri Satış ve Brüt Kar Verileri



Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

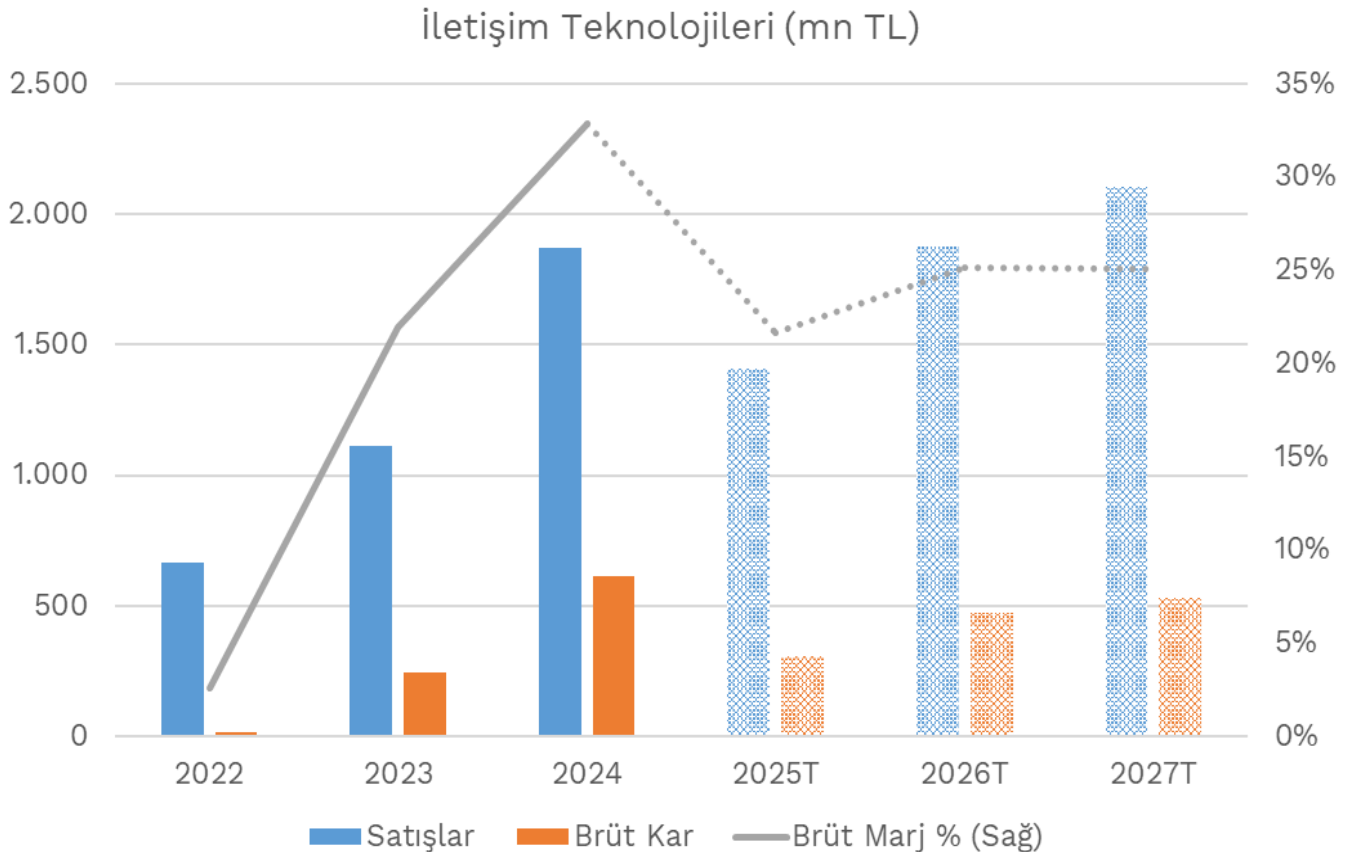
4. İletişim Teknolojileri

Karel, cirosunun %12'si ile ciroya göre 4. sırada yer alan Özel Telefon Santrali (PBX) 40 yıldır faaliyetlerini sürdürüyor. Şirket içi haberleşmelerin %50'den fazlasını yönetmekte olup kamu ve özel sektörde 700 binden fazla kurumda kullanılıyor. Küresel pazarda da önemli bir konuma sahip olarak Avrupa'da ilk 3, dünyada ise en büyük 15 PBX üreticisinden biridir. IP telefon santralleri, çağrı merkezleri, mobil haberleşme, terminal ekipmanları, video konferans çözümleri ve bulut tabanlı iletişim sistemleri başta olmak üzere çeşitli iletişim çözümlerini tasarlayıp geliştiriyor.

Karel çoğunluk hissesini satın aldığı Telekom Servis Sağlayıcı ile bulut altyapısı üzerinden hizmet vererek rekabet gücünü artırıyor. Güvenlik kameraları, plaka tanıma, araç altı görüntüleme, görüntü kayıt ve izleme sistemleri gibi tamamlayıcı çözümleriyle pazardaki işkollarını genişletiyor. Ar-Ge faaliyetleri ise iletişim ve otomotiv alanlarında sürdürerek siber güvenlik açısından destekliyor.

Karel'in iletişim teknolojileri alanında son 5 yıllık ortalama ciro payı %10 seviyelerinde gerçekleşirken brüt karlılığı %30 seviyesinde gerçekleşti. Yıllık ortalama 40 milyon dolarlık ciro seviyesini korumasını beklerken brüt kar marjının %25 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz. Diğer işkollarındaki büyümeyle birlikte 2027 sonuna doğru cirodaki payının %7 seviyelerine gerilemesini tahmin ediyoruz.

Grafik 9. İletişim Teknolojileri Satış ve Brüt Kar Verileri



Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

5. Savunma Teknolojileri

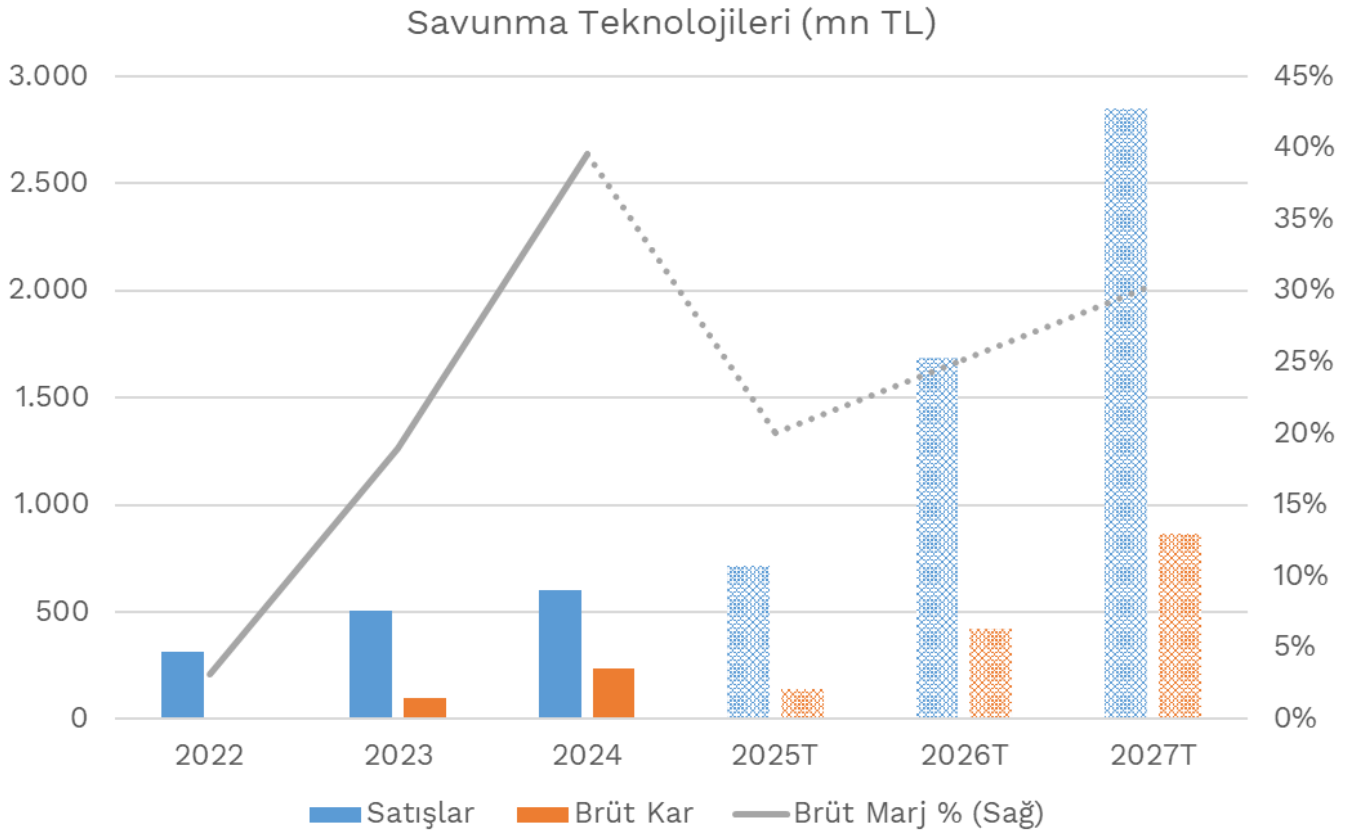
Karel'in savunma sanayi faaliyetleri %5 ile cirodan en düşük pay alan fakat en yüksek marjlara sahip olduğu alanıdır. Deneyim sahibi olduğu iletişim sistemlerini kara, deniz ve hava platformlarında IP tabanlı askeri sahra santralleri ve ağ geçitleri, modern muhabere ihtiyaçlarını sağlamaktadır.

Kara ekipmanlarda telli ve telsiz iç konuşma sistemleri, deniz platformları için geliştirilen gemi tipi telefon santralleri, alarm ve anons sistemleri, hava platformları kapsamında uçuş göstergeleri ürünler arasındadır. ATAK-II helikopteri için uçuş göstergesi teslim edilmiş ve Milli Muharip Uçak ve Hürkuş için çalışmaları devam etmektedir.

Elektronik Motor Kontrol Ünitesi, elektronik harp sistemleri ve karşı tedbir çözümleri gibi kritik savunma teknolojileri, ülkemizin ana yüklenici savunma firmalarıyla işbirliği içinde geliştirilmektedir. Bu ürünler, hem yerli savunma projelerinde hem de ihracat odaklı platformlarda kullanılmaktadır. Bangladeş, Pakistan ve Türkmenistan'a satış yapan şirket önümüzdeki dönemde ihracat pazarını büyütmeyi hedefliyor.

[Savunma Sanayi Sektör Raporu](#) içerisinde detaylarından bahsettiğimiz NATO harcamalarının savunma payının artırılma hedefi doğrultusunda savunma sanayisindeki büyümeden pay almasını bekliyoruz. Gerek şirketin dönüşümü kapsamında aldığı aksiyonlar gerekse sektörün itici gücüyle satışlarında 2026-2027 yıllarında yıllık bazda döviz bazında %40 seviyesinde artışlar bekliyoruz. Brüt kar marjında ise 2020-2021 yılları ortalaması olan %40 seviyesine doğru dönüşüm ve yatırımlarla ulaşmasını beklemekle birlikte 2027 itibarıyla brüt kar marjının %30 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu senaryoda mevcutta cirodaki payı %5 olan faaliyet alanının %10 mertebesine yükselmesini öngörüyoruz.

Grafik 10. Savunma Teknolojileri Satış ve Brüt Kar Verileri



Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

Tablo 1. Finansallar

Gelir Tablosu					Finansal Analiz				
(mn TL)	2023	2024	2025T	2026T		2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	13.656	13.826	17.313	24.957	Büyüme (%)				
Brüt Kar/Zarar	1.907	624	2.132	4.388	Net Satışlar	113,9	1,2	25,2	44,2
Faaliyet Giderleri	-1.045	-1.439	-1.753	-2.109	FAVÖK	1402,6	-107,8	-1245,6	173,4
Esas Faaliyet Kar/Zarar	862	-815	379	2.279	Net Kar/Zarar	-276,9	-549,8	-59,3	-190,7
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	186	-71	-60	-99	Marjlar (%)				
Faaliyet Kar/Zararı	1.048	-886	319	2.180	Brüt Kar Marjı	14,0	4,5	12,3	17,6
Finansman Giderleri	-307	-688	-1.258	-1.589	FAVÖK Marjı	10,8	-0,8	7,6	14,4
Diğer Gelirler	2	8	37	54	Esas Faaliyet Kar Marjı	6,3	-5,9	2,2	9,1
Vergi Öncesi Kar/Zarar	742	-1.566	-902	644	Net Kar Marjı	2,5	-11,0	-3,6	2,3
Dönem Vergi Gideri	-322	77	235	-148	Verimlilik				
Net Kar/Zarar	339	-1.526	-621	563	Alacak Devir Hızı (gün)	64	91	80	80
					Stok Devir Hızı (gün)	90	85	80	70
FAVÖK	1.473	-115	1.318	3.604	Ticari Borç Devir Hızı (gün)	37	65	60	60
					İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)				
Bilanço					Karlılık				
(mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	Aktif Karlılığı (%)	2,9	-11,4	-4,5	3,4
Dönen Varlıklar	7.821	8.375	8.544	11.465	Özkaynak Karlılığı (%)	9,9	-69,2	-39,2	26,2
Nakit ve Finansal Yatırımlar	907	334	346	499	Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	6,3	-9,7	3,3	17,5
Ticari Alacaklar	2.621	4.300	3.795	5.470	Kaldıraç				
Stoklar	3.233	2.882	3.327	3.945	Varlıklar/Özsermaye (x)	3,40	6,09	8,71	7,80
Diğer Dönen Varlıklar	1.060	859	1.076	1.551	Net Borç/FAVÖK (x)	2,95	-49,63	5,42	2,12
Duran Varlıklar	3.847	5.050	5.243	5.271	Yatırım Harcamaları/Ciro (%)	4,3	8,0	6,3	5,2
Toplam Varlıklar	11.668	13.426	13.788	16.736					
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.186	9.845	10.827	12.827					
Finansal Yükümlülükler	5.021	5.411	6.941	7.421					
Ticari Borçlar	1.391	3.285	2.496	3.381					
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	774	1.148	1.438	2.073					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	823	1.133	1.180	1.631					
Finansal Yükümlülükler	226	633	553	727					
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	598	501	627	904					
Özkaynaklar	3.434	2.204	1.584	2.147					
Azınlık Hakları	225	243	197	130					
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	11.668	13.426	13.788	16.736					

Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

Tablo 2. Değerleme Özeti—İndirgenmiş Nakit Akımı

Değerlememizde %75 ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımı analizi (%24 risksiz getiri oranı, %6 risk primi, %23,3 AOSM) ile %25 ağırlıklı ve %20 iskonto ile benzer şirket çarpanlarına karşılaştırmalarını kullandık. İNA değer hesaplamamız ve benzer şirketlerin 2026(T) FD/FAVÖK çarpanlarıyla birlikte 18,50 TL hedef fiyatına ulaştık. Benzer şirket çarpan analizi Sayfa 10'dadır.

İNA (mn TL)	2023	2024	2025(T)	2026(T)	2027(T)	2028(T)	2029(T)	2030(T)	2031(T)
Esas Faaliyet Karı	862	-815	379	2.279	4.076	5.683	7.366	9.296	11.504
+ Amortisman Giderleri	610	700	939	1.325	1.260	1.288	1.477	1.644	1.841
- Yatırım Giderleri	586	1.104	1.095	1.298	1.951	2.028	2.201	2.529	2.740
- Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-719	566	-729	-1.407	-1.190	-874	-822	-906	-999
- Vergiler	-216	204	-95	-570	-1.019	-1.421	-1.841	-2.324	-2.876
Firmaya Serbest Nakit Akımı	-48	-450	-601	329	1.176	2.649	3.979	5.180	6.731
İskonto Oranı			0,96	0,77	0,62	0,50	0,40	0,32	0,26
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	6.735		-576	253	729	1.320	1.595	1.670	1.744
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	13.365								
Piyasa Değeri	20.100								
- Net Borç	5.710								
- Azınlık Hakları	243								
+ İştirakler	55								
Hedef Firma Değeri	14.202								

AOSM

Risksiz Getiri Oranı	24,0%
Beta	0,85
Risk Primi	6,0%
Özsermaye Maliyeti	29,1%
Vergi sonrası borçlanma maliyeti	18,8%
Borç Oranı	45,9%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	24,4%
Uç Değer Büyüme Oranı	10,0%

Tablo 3. Değerleme Özeti

Metod	Ağırlık	Tahmini Değer	Katkı
İNA	75%	14.202	10.651
Benzer Şirket (%20 iskonto)	25%	17.069	4.267
Hedef Değer			14.919
Hedef Fiyat (TL)			18,50
Güncel Fiyat (TL)			9,19
Potansiyel Getiri			101%

Kaynak: Şirket Verileri, Colendi Araştırma Tahminleri

Tablo 4. Benzer Şirket Çarpanları

RT Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (mn USD)	2025(T)		2026(T)	
			F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK
000063:CNE	Zte Corp (A)	32.616	27,5	19,4	25,6	17,3
ERIC:USN	Telefonaktiebolaget L M Ericsson (Dr)	31.666	16,3	7,6	16,4	8,0
NOK:USY	Nokia Oyj (Dr)	30.715	18,2	9,8	15,2	8,0
3037:TW	Unimicron Technology Corp	7.985	45,2	9,7	19,1	7,3
2018:HK	Aac Technologies Holdings Inc	5.938	17,3	8,0	14,9	7,3
PLXS:USN	Plexus Corp	4.079	20,1	12,3	20,1	11,9
BHE:USY	Benchmark Electronics Inc	1.536	18,6	9,1	16,8	8,4
RNG:USY	Ringcentral Inc (A)	2.504	6,5	5,6	5,9	5,1
EGHT:USN	8X8 Inc	255	6,23	6,68	5,67	6,48
KAREL	Medyan	177	18,2	9,1	16,4	8,0
	Karel Elektronik		-11,9	10,1	13,2	3,7
			-252%	-10%	25%	117%

Kaynak: Equity RT, Colendi Araştırma Tahminleri

Tablo 5. Benzer Şirket Performansı

	Yerel Para Birimine Göre Getiri (%)				Yerel Para Birimine Göre Relatif Getiri (%)			
	YBİ	1A	3A	12A	YBİ	1A	3A	12A
Zte Corp (A)	22,7	11,0	41,9	56,3	-0,8	13,4	27,6	25,0
Telefonaktiebolaget L M Ericsson (Dr)	22,2	19,9	29,5	16,4	5,3	20,9	29,7	-3,9
Nokia Oyj (Dr)	32,4	20,5	21,5	23,3	17,1	19,9	15,4	12,6
Unimicron Technology Corp	14,9	1,6	19,9	6,9	-4,4	-6,2	1,0	-9,1
Aac Technologies Holdings Inc	5,4	-12,5	-1,6	23,9	5,4	-12,5	-1,6	23,9
Plexus Corp	-3,4	7,2	11,5	11,0	-16,7	8,1	11,7	-8,3
Benchmark Electronics Inc	-4,5	7,1	7,8	1,9	-15,6	6,5	2,4	-7,0
Ringcentral Inc (A)	-21,0	-11,4	3,3	-18,9	-30,1	-11,8	-1,9	-25,9
8X8 Inc	-30,0	-11,8	-4,1	-7,4	-41,2	-13,2	-12,5	-25,3
Karel Elektronik	-9,9	-9,9	5,4	-1,0	-15,4	-2,8	6,9	-18,1

Kaynak: Equity RT, Colendi Araştırma Tahminleri

Çekince

Burada yer alan bilgiler Colendi Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bu içerik, genel anlamda bilgi vermeyi amaçlamakta olup; bu içeriğin, müşterilerin ve diğer yatırımcıların alım satım kararlarını destekleyebilecek yeterli bilgileri kapsamayabileceği dikkate alınmalıdır.

Bu sayfalarda yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Colendi Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.