

## Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri

## Endeks Üstü Getiri

### Yerli Üretimle Desteklenen Büyüme Hikayesi

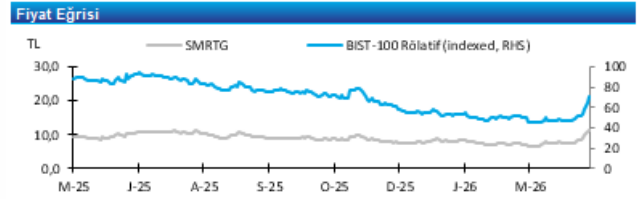
**Smart Güneş'i** araştırma kapsamımıza "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesiyle dahil ediyor ve şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 18,77 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımız, güncel hisse fiyatına göre yaklaşık %65 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Şirketin yakın dönemde devreye aldığı 1.500 MW kapasiteli yerli wafer yatırımıyla dikey entegrasyon tarafında önemli bir sinerji yakalayabileceğini öngörüyoruz. Panel-hücre-wafer zincirinin tamamlanmasının, ithal girdiye bağımlılığı azaltırken maliyet kontrolü ve operasyonel verimlilik açısından şirketi daha güçlü bir konuma taşıyacağını düşünüyoruz. Ayrıca yerleşmeyi destekleyen mevcut regülasyon ortamının, Smart Güneş'in rekabet avantajını orta vadede daha görünür hale getirebileceğini değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde bu ivmenin devam etmesini ve şirketin faaliyetlerine olumlu yansımaları bekliyoruz.

**Yerli Wafer ile Tamamlanan Üretim Zinciri...** Son yıllarda atılan adımların, Smart Güneş'i yalnızca panel üreticisi olmaktan çıkarıp daha entegre bir güneş teknolojileri oyuncusuna dönüştürdüğünü görüyoruz. Gebze'deki 1.200 MW panel kapasitesine ek olarak Aliağa'da devreye alınan panel ve hücre yatırımları, şirketin üretim ölçeğini yukarı taşıdı. Özellikle yıllık 1.500 MW kapasiteli yerli wafer yatırımının devreye alınmasıyla birlikte Smart Güneş, panel-hücre-wafer zincirini tamamlayarak dikey entegrasyon tarafında önemli bir aşama kaydetti. Geçtiğimiz yıl wafer ve hücre ithalatına uygulanan gözetim vergisinin 85 ABD dolarından 170 ABD dolarına yükseltilmesi de yerli üretim kabiliyetine sahip oyuncular açısından daha destekleyici bir sektör görünümü oluşturdu. Bu kapsamda Smart Güneş'in yerli wafer ve hücre üretimi sayesinde ithal girdiye bağımlılığını azaltarak maliyet yönetimi ve operasyonel verimlilik tarafında avantaj sağlayabileceğini düşünüyoruz.

**Yeni Yatırımların Finansal Etkileri...** Yatırımların katkısının önümüzdeki dönemde kademeli olarak artmasını ve bunun gelir ile kârlılık görünümünü desteklemesini bekliyoruz. Şirket finansallarında mevsimsellik etkisi belirgin şekilde görülmektedir. Şirket, yılın 1. ve 2. çeyreklerinde görece daha zayıf sonuçlar açıklarken, 3. ve 4. çeyreklerde operasyonel performansın güçlendiği gözlemlenmektedir. Gelir projeksiyonlarımız, 2026-2028 döneminde artan üretim kapasitesi, birim satış fiyatlarındaki toparlanma, döviz bazlı gelirlerin güçlenmesi ve hem yurtiçi hem de yurtdışı pazarlarda talebin artacağı varsayımlarına dayanmaktadır. Bu doğrultuda, 2026 yılının ilk çeyreğinde 56 m ABD doları hasılat kaydeden şirketin, yılın tamamında 392 m ABD doları, 2027 yılında ise 461 m ABD doları hasılat elde edebileceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK tarafında ise, 2026 yılının ilk üç ayında 8 m ABD doları FAVÖK kaydeden şirketin, 2026 yılını 68 m ABD doları, 2027 yılını ise 85 m ABD doları FAVÖK ile tamamlayabileceğini öngörüyoruz.

**Yurt Dışı Büyüme Stratejisi...** Smart Güneş, Romanya, Arnavutluk ve Bulgaristan'da toplam 105 MW üzeri kurulu güce sahip güneş enerjisi santralleriyle şebekeye entegre şekilde faaliyet göstermektedir. Şirket, önümüzdeki dönemde uluslararası pazarlardaki varlığını artırmayı hedeflemektedir. Son açıklanan finansallara göre %3,7 seviyesinde bulunan ihracat oranının yukarı taşınması, büyüme hikayesinde önemli başlıklardan biri olabileceğini değerlendiriyoruz.

Hisse Verisi		
Bloomberg Kodu	SMRTG.IS	SMRTG TI
Sektör		ELEKTRİK
Son Kapanış (TL, 12-Mayıs-26)		11,41
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		18,77
Yukarı Potansiyel (TL)		65%
Hisse Sayısı (mn)		1.818
Piyasa değeri (TLmn)		20.739
Piyasa değeri (US\$ mn)		458
3A Ort. Vol. (mn)		US\$4,9
52-Haftalık (En Düşük / En Yüksek)	TL8,40 -	TL11,41



Fiyat Performansı				
	1A	3A	YTD	YoY
TL Nominal Getiri	48%	42%	49%	10%
BIST-100 Rölafif	41%	33%	13%	-28%

Finansal Veriler (USD mn)				
	2023	2024	2025	2026T
Net Satışlar	331	357	247	392
% büyüme		8%	-31%	59%
FAVÖK	59	51	51	68
% FAVÖK Marjı		-14%	0%	33%

Hissedar Dağılımı	
Smart Holding A.Ş.	63,5%
Halka Açık	36,6%

## Değerleme

- Değerlemede İNA yöntemi sonucunda, %65 yükseliş potansiyeline işaret eden 18,77 TL hedef fiyat hesaplanmıştır.
- Küresel panel fiyatlarının ağırlıklı olarak ABD doları bazında belirlenmesi nedeniyle şirketin değerlemesi, ABD doları bazlı indirgenmiş nakit akımı yaklaşımıyla yapılmıştır. Analizde, başlangıçta %8,0 risksiz getiri oranı, %5,0 hisse senedi risk primi varsayımlarına dayanan sabit AOSM yaklaşımı uygulanmıştır.

mn USD	2022	2023	2024	2025	2026/3	2026/9	2027	2028	2029	2030	2031	Nihai Dönem
<b>Gelirler</b>	<b>135</b>	<b>331</b>	<b>357</b>	<b>247</b>	<b>56</b>	<b>335</b>	<b>461</b>	<b>505</b>	<b>540</b>	<b>567</b>	<b>585</b>	<b>597</b>
Büyüme %		145,4%	7,7%	-30,8%			17,6%	9,6%	7,0%	5,0%	3,0%	2,2%
<b>FAVÖK</b>	<b>16</b>	<b>59</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>8</b>	<b>60</b>	<b>85</b>	<b>94</b>	<b>101</b>	<b>106</b>	<b>109</b>	<b>112</b>
FAVÖK Marjı %	12,1%	17,8%	14,4%	20,8%	14,3%	18,0%	18,4%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%
<b>FVÖK</b>	<b>14</b>	<b>53</b>	<b>44</b>	<b>36</b>	<b>3</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>87</b>	<b>89</b>
Vergi						-11	-16	-18	-20	-21	-22	-22
Amortisman	2	6	7	15	5	18	22	23	23	23	23	23
<b>Brüt Nakit Akışı</b>						<b>50</b>	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>88</b>	<b>89</b>
Yatırım Harcamaları	-10	-61	-83	-86	-4	-21	-9	-10	-11	-11	-12	-12
Net İşletme Sermayesi Değişimi						16	7	5	4	3	2	2
<b>Serbest Nakit Akışı</b>						<b>13</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>66</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>76</b>
Yıl						0,38	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	
AOSM						10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	
İskonto Faktörü						0,96	0,89	0,81	0,73	0,66	0,60	
<b>İNA</b>						<b>12</b>	<b>47</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	
<b>Nihai Dönem Değeri</b>	<b>961</b>											
Terminal Büyüme	2,2%											
Toplam İNA	248											
İndirgenmiş Nihai Dönem Değeri	580											
<b>Şirket Değeri</b>	<b>828</b>											
Net Finansal Pozisyonu	203											
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>625</b>											
Hisse Sayısı (mn)	1.818											
Hedef Fiyatı (USD)	0,34											
Güncel Fiyat (USD)	0,25											
<b>Potansiyel - USD</b>	<b>38%</b>											
Tahmini TL/USD	54,56											
Hedef Fiyatı (TL)	18,77											
Güncel Fiyat (TL)	11,41											
<b>Potansiyel - TL</b>	<b>65%</b>											

- Gelir projeksiyonları, 2026 - 2028 döneminde; artan üretim kapasitesi, toparlanan birim satış fiyatları, güçlenen döviz bazlı gelirler ile yurtiçi ve yurtdışı pazarlarda artan talep doğrultusunda büyümenin hızlanacağı varsayımına dayanmaktadır. Tamamlanan yatırımların ve yeni iş anlaşmalarının katkısıyla Şirket'in gelir tabanının projeksiyon dönemi boyunca güçlenmesi beklenmektedir. 2028 sonrasında ise gelir büyümesinin normalize olarak ağırlıklı şekilde enflasyon oranına paralel seyretmesi öngörülmektedir.
- Marjların 2026 yılında hafif gerilemesi, sonrasında ise ölçek ekonomisi katkısıyla sınırlı bir iyileşme göstererek tarihsel ortalama seviyelere paralel seyretmesi beklenmektedir.
- Net işletme sermayesi varsayımları ağırlıklı olarak Şirket'in son dönem operasyonel performansına dayanmaktadır. Ayrıca, Şirket'in yatırım döneminin büyük ölçüde tamamlanacağı öngörüsü doğrultusunda, CAPEX'in önceki yıllara kıyasla gerilemesi ve kademeli olarak benzer şirket ortalamasına paralel %3,0 seviyesindeki bakım CAPEX/ciro oranına yakınsaması beklenmektedir.

## Şirket Hakkında



- Smart Güneş Teknolojileri, güneş enerjisi değer zincirinin birçok aşamasında faaliyet gösteren entegre bir yenilenebilir enerji şirkettir. Şirket; panel üretimi, hücre ve wafer üretimi, anahtar teslim santral kurulumu, enerji yatırımları ve elektrikli araç şarj çözümleriyle geniş bir faaliyet alanına sahiptir. Dikey entegrasyon stratejisi, şirketin hem üretim maliyetlerini daha etkin yönetmesine hem de sektörde rekabetçi konumunu güçlendirmesine katkı sağlamaktadır.
- 2014 yılında kurulan Smart Güneş Teknolojileri, son yıllarda gerçekleştirdiği kapasite artırımı ve entegrasyon yatırımlarıyla Türkiye güneş enerjisi ekipman pazarında öne çıkan oyuncularından biri haline gelmiştir. Gebze ve Aliağa tesislerinde toplam 2.400 MW panel üretim kapasitesine sahip olan şirket, Aliağa'daki entegre tesisinde 800 MW hücre ve 1.500 MW wafer üretim kapasitesiyle üretim zincirini yukarı yönlü genişletmiştir.
- Şirketin üretim altyapısı, yüksek verimlilik sağlayan yeni nesil güneş paneli teknolojileriyle desteklenmektedir. Multi Busbar, TOPCon, PERC, Half-Cut ve bifacial teknolojilerinin kullanıldığı üretim hatları, farklı müşteri ve proje ihtiyaçlarına yönelik ürün çeşitliliği sunmaktadır. Özellikle yerli hücre ve wafer üretimi, Türkiye'de güneş enerjisi ekipmanlarında yerleşmeyi destekleyen düzenlemeler çerçevesinde şirket için önemli bir rekabet avantajı yaratmaktadır.

Smart Güneş Teknolojileri yalnızca üretici kimliğiyle değil, aynı zamanda mühendislik ve anahtar teslim kurulum hizmetleriyle de pazarda konumlanmaktadır. Şirket, güneş enerjisi santrallerinin geliştirilmesi, projelendirilmesi, ekipman tedariki, kurulum ve bakım-onarım süreçlerinde bütünlük çözümler sunmaktadır. Bugüne kadar tamamladığı ve devam eden projelerle 1.500 MW'ın üzerinde EPC deneyimine ulaşmış olması, şirketin saha uygulamaları tarafındaki teknik yetkinliğini desteklemektedir.

Uluslararası pazarlardaki büyüme potansiyeli, şirketin orta vadeli stratejisinde öne çıkan başlıklardan biridir. Avrupa başta olmak üzere farklı coğrafyalarda iştirakleri ve satış ağı bulunan şirket, ihracat pazarlarını genişletmeyi ve yurt dışındaki üretim-yatırım fırsatlarını değerlendirmeyi hedeflemektedir.

Smart Güneş Teknolojileri'nin faaliyet alanı, elektrikli araç şarj altyapısını da kapsamaktadır. Solargize markası altında yürütülen şarj ağı yatırımları, şirketin yenilenebilir enerji ekosistemi içerisindeki konumunu çeşitlendirmektedir. Elektrikli mobilite alanındaki bu yapılanma, uzun vadede şirketin sürdürülebilir enerji çözümleri portföyünü genişletebilecek tamamlayıcı bir iş kolu olması hedeflenmektedir.



#### Uyarı Notu

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