

Kalyon PV <KLYPV>

Kapsam Dışı Şirket İnceleme

Kalyon PV, güneş enerjisi santralleri için panel üretim zincirinin; ingot, wafer, hücre ve panel aşamalarını tek çatı altında birleştiren dikey entegre üretim modeliyle faaliyet göstermektedir.

Dikey entegrasyon, izlenebilirlik ve teknoloji şirketin temel yatırım hikayesini oluşturuyor. Kalyon PV 1,1 GW ingot, 1,2 GW wafer, 2,1 GW hücre ve 2,0 GW panel kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Şirket, Türkiye’de G12R TOPCONPlus üreticisi olduğunu, çipe uygun ingot üretimi gerçekleştirdiğini, uzay hücreleri alanında “flight heritage” referansına sahip olduğunu ve ABD’ye ihracat için gerekli UL sertifikalı paneller ürettiğini belirtmektedir. Entegre yapı, özellikle izlenebilir polisilyumla üretim kabiliyeti sayesinde regülasyonların ve tedarik zinciri şeffaflığı beklentilerinin arttığı global pazarda stratejik avantaj sağlamaktadır.

Kalyon Holding ve Karapınar GES referansı şirketin ölçek ve güvenilirlik algısını destekliyor. Kalyon Holding’in enerji, inşaat, yatırım-işletme ve sanayi alanlarındaki büyük ölçekli projeleri içinde Kalyon PV önemli bir sanayi yatırımı olarak konumlanmaktadır. Konya Karapınar GES, 1,35 GW kurulu gücü, yaklaşık 3 milyar kWh yıllık elektrik üretimi ve 3,2 milyon adedin üzerinde Kalyon PV panel kullanımıyla şirket için önemli bir referans niteliği taşımaktadır. 2024 YEKA kapsamında 495 MW ilave kapasite fırsatı da Kalyon PV’nin konumunu destekleyen unsurlar arasındadır.

Yeni teknoloji yatırımları marj görünümünü destekleyebilir. Şirketin TOPCONPlus G12R teknolojisiyle hücre verimliliğini %26,62’ye, panel gücünü ise 650 W seviyesine çıkardığı belirtilmektedir. Bu teknoloji, PERC’e kıyasla daha yüksek verimlilik ve uzun vadeli maliyet avantajı potansiyeli sunmaktadır. Kalyon PV, TOPCONPlus yatırımının olumlu etkisinin 2026 yılının son çeyreği ve 2027’de belirginleşmesini; fire oranlarının azalması, hücre verimliliğinin yükselmesi ve kapasite kullanım oranlarının artmasıyla kârlılığa katkı sağlamasını beklemektedir.

Bayilik sistemi ve EPC-F modeli satış kanallarını çeşitlendirme potansiyeli taşıyor. Kalyon PV, 50 ili kapsayan dört bayi bölgesiyle başlayan bayilik sistemini 81 ile genişletmeyi hedeflemektedir. Ayrıca şirket, EPC ve finansmanlı EPC-F modelini büyüme aracı olarak konumlandırmaktadır.

ABD yapılanması orta vadeli büyüme opsiyonu sunuyor. Kalyon PV, 6 Ekim 2026’da Delaware’de tescil edilen Kalyon Solar Technologies USA Inc. ile ABD pazarındaki yapılanmasını somutlaştırmıştır. Şirketin ABD stratejisi, ilk aşamada Türkiye’de üretilen güneş hücrelerinin ABD’li panel üreticilerine tedarik edilmesi ve yerel satış ağının geliştirilmesi; ilerleyen dönemde ise ülkede panel üretimine geçilmesi üzerine kuruludur. Yönetim, yerel üretime geçişin 2027 sonlarına doğru gerçekleşmesini hedeflemektedir.

Değerleme Görüşümü: Değerleme tarafında, şirketin yatırım döngüsünün tamamlanması ve operasyonel yapının daha sağlıklı bir görünüme kavuşmasıyla 2027 çarpanları üzerinden değerlendirme yapmanın daha doğru olduğunu düşünüyoruz. Bu kapsamda, KLYPV için 2027 yılında 250mn USD hasılat ve %22 FAVÖK marjı varsayımıyla 55mn USD FAVÖK tahmin ediyoruz. Bu tahminlerimize göre şirket hisseleri 2027T’de 14.5x FD/FVAÖK çarpanıyla, 17.4x seviyesindeki küresel benzer şirket ortalamasına kıyasla yaklaşık %16.7 iskontolu işlem görmektedir. KLYPV’yi **“güçlü varlık/ teknoloji hikâyesi + henüz kanıtlanmamış kârlı büyüme + yüksek finansal kaldıraç”** kombinasyonu olarak değerlendiriyoruz.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL52.30	m.d	m.d
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL24,062mn	USD489mn	TL37,796mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters: Relatif Performans:	KLYPV.TI / KLYPV.IS		
	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	1%	0%	-25%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):			51.6 / 68.95
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:			134.3
YBB TL Getiri:			-4%
Beta (2 yıllık, haftalık)			0.96
BİST-100’deki ağırlığı			0.20%
Ödenmiş Sermaye (mn TL):			460

Kısaca Şirket

Şirket, yenilenebilir enerji sektörüne yönelik olarak güneş enerjisi santrallerinin (GES) projelendirilmesi, kurulumu ve anahtar teslim çözümlerinin sunulmasını gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda, güneş paneli ve hücre üretimi ile alüminyum konstrüksiyon ve montaj sistemlerinin üretimi de faaliyetleri arasında yer almaktadır. Ayrıca, mühendislik, tedarik ve inşaat (EPC) hizmetleri ile enerji üretim tesislerine yönelik ekipman, malzeme ve sistemlerin alımı, satımı, ithalatı ve ihracatı gerçekleştirilmektedir. Kurulan santrallere yönelik işletme, bakım, izleme ve performans analiz hizmetleri de sunulmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Tarzan Tarık Sarvan	49.7%
Bulls Portföy	12.5%
Deniz Portföy	9.0%
Halka Açık Kısım	28.8%

Özet Finansallar	6A25	6A26	Değişim	2024	2025	Değişim
Net Satışlar (TLmn)	4,166	3,184	-24%	5,839	8,121	39%
FVAÖK (TLmn)	896	576	-36%	763	2,165	184%
Net Kar (TLmn)	-1,268	101	-108%	-352	-691	96%
FVAÖK marjı	21.5%	18.1%	n.a	13.1%	26.7%	13.6 pp
Net Kar marjı	n.a	3.2%	n.a	n.a	n.a	n.a
F/K (x)		35.5		n.m.	n.m.	
FD/FVAÖK (x)	36.2	20.5		49.5	17.5	
FD/Net Satışlar (x)	4.8	5.3		6.5	4.7	
Hisse Başına Kar(TL)	-2.76	0.22		-0.77	-1.50	

Analist: Cenk Özdemir

+90 (212) 384 11 19

cozdemir@garantibbva.com.tr

Şirket Hakkında

Kalyon Güneş Teknolojileri Üretim A.Ş. ("Kalyon PV"), güneş enerjisi panel üretim zincirinin ingot, wafer, hücre ve panel üretimi aşamalarını tek çatı altında gerçekleştiren dikey entegre üretim yapısıyla Türkiye ve Avrupa'da ayrıışan bir konuma sahiptir. Şirket, 2017 yılında Kalyon Enerji'nin YEKA GES-1 ihalesini kazanmasının ardından tam entegre panel fabrikası kurma hedefiyle yola çıkmış, 19 Ağustos 2020 tarihinde üretime başlamıştır. Ankara Başkent OSB'de 250 bin m² alan üzerinde yer alan tesis, 111 bin m² kapalı alanda ingot, wafer, hücre ve panel üretim süreçlerini entegre biçimde yürütmektedir.

Şirketin üretim modeli, fotovoltaiik panel üretiminin en kritik aşamalarını kendi bünyesinde toplaması nedeniyle geleneksel panel montaj üreticilerinden ayrılmaktadır. Kalyon PV, yaklaşık 1,1 GW ingot, 1,2 GW wafer, 2,1 GW hücre ve 2,0 GW panel üretim kapasitesine sahiptir. Bu yapı, hammadde girişinden nihai panel üretimine kadar kalite kontrol, izlenebilirlik, maliyet yönetimi ve müşteri bazlı ürün geliştirme açısından önemli avantajlar sağlamaktadır.

Üretim Segmentleri

Ingot üretimi: Kalyon PV, yüksek saflıktaki polisilisyumu ingot formuna dönüştürerek güneş enerjisi değer zincirinin ilk ve kritik aşamasını kendi bünyesinde gerçekleştirmektedir. Bu kabiliyet, şirketin izlenebilirlik, kalite kontrol ve dikey entegrasyon avantajını güçlendirmektedir.

Wafer üretimi: Üretilen ingotlar, ileri kesim teknolojileriyle wafer'a dönüştürülmekte ve hücre üretiminde kullanılmaktadır. Wafer üretiminin tesis içinde yapılması, tedarik güvenliği ve ürün kalitesi açısından önemli avantaj sağlamaktadır.

Hücre üretimi: Kalyon PV, wafer'ları güneş hücresine dönüştürerek PERC ve TOPCONPlus teknolojilerinde üretim yapabilmektedir. TOPCONPlus G12R teknolojisiyle daha yüksek hücre verimliliği ve panel gücü hedeflenmektedir.

Panel üretimi: Hücreler nihai aşamada farklı panel tiplerine dönüştürülerek cam-cam, cam-arka yüzey ve çift yüzeyli modüller üretilmektedir. Şirketin panel portföyü M10, M10Plus ve TOPCONPlus G12R gibi farklı teknoloji ve güç segmentlerini kapsamaktadır.

Kalyon PV'nin dikey entegrasyon kabiliyeti, özellikle küresel güneş enerjisi tedarik zincirinde izlenebilirlik, menşe şeffaflığı ve Çin dışı tedarikçi ihtiyacının arttığı bir dönemde stratejik önem taşımaktadır. Şirket, 9N saflık seviyesindeki polisilisyumdan ingot üretimi gerçekleştirebilmekte; ingotların wafer'a dönüştürülmesi, wafer'ların hücre üretiminde kullanılması ve hücrelerin panel haline getirilmesi süreçlerini aynı tesis içinde tamamlayabilmektedir.

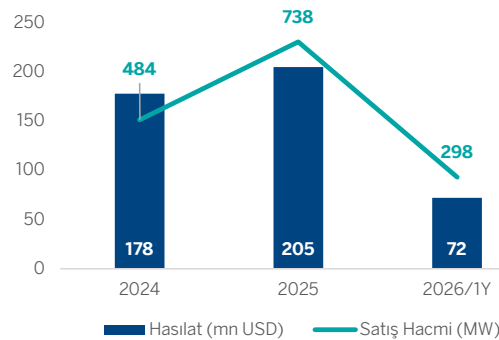
Şirketin ana ürün gamı güneş paneli üretimi olmakla birlikte, teknoloji tarafındaki kabiliyetleri hücre, wafer ve ingot üretimini de kapsamaktadır. Kalyon PV, Türkiye’de G12R TOPCONPlus teknolojisini devreye alan ilk üretici olduğunu belirtmektedir. Bu teknolojiyle hücre verimliliğinin % 26,62’ye, panel gücünün ise 650 W seviyesine ulaştığı paylaşılmaktadır. TOPCONPlus G12R ürünleri, PERC teknolojisine kıyasla daha yüksek verimlilik, optimize yüzey pasivasyonu, minimum elektron kaybı ve uzun vadeli maliyet avantajı sunma potansiyeli taşımaktadır.

Kalyon PV’nin faaliyet alanı yalnızca standart güneş paneli üretimiyle sınırlı değildir. Şirket, çipe uygun ingot üretimi, uzay güneş hücresi üretimi, TOPCONPlus hücre teknolojileri ve ABD’ye ihracat için gerekli UL sertifikalı paneller gibi yüksek katma değerli alanlarda da konumlanmaktadır. Şirketin uzay hücreleri tarafında “flight heritage” referansına sahip olması ve ABD pazarına satış için UL sertifikalı ürün sunabilmesi, teknolojik yetkinlik ve uluslararası pazar erişimi açısından önemli başlıklar olarak öne çıkmaktadır.

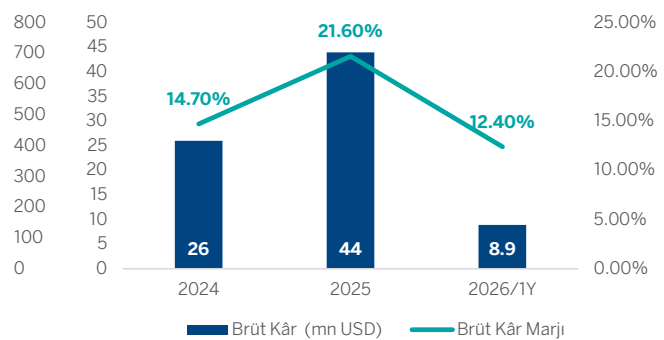
Kalyon PV’nin büyüme hikayesinde Karapınar GES önemli bir referans niteliğindedir. Türkiye’nin ve Avrupa’nın en büyük güneş enerjisi santrallerinden biri olarak konumlanan Konya Karapınar GES, 1,35 GW kurulu güce, yaklaşık 3 milyar kWh yıllık elektrik üretimine ve 3,2 milyon adedin üzerinde Kalyon PV panel kullanımına sahiptir. Ayrıca 2024 YEKA kapsamında 495 MW ilave kapasite fırsatı şirketin büyük ölçekli proje tedarikçisi konumunu desteklemektedir.

Finansal performansta 2026 ilk yarısı yatırım geçiş dönemi niteliğinde. Şirketin 2026 ilk yarı hasılatı 3,18 milyar TL olarak gerçekleşirken, 2025 ilk yarıdaki 4,17 milyar TL seviyesinin altında kalmıştır. Brüt kâr 394 milyon TL, net dönem kârı ise 101 milyon TL olarak açıklanmıştır. Şirket sunumunda 2026 ilk yarıda 298 MW satış hacmi ve 72 milyon USD hasılat kaydedildiği; satış performansını TOPCONPlus yatırımının devreye alma süreci, teslimata uygun olmayan arazi koşulları ve müşterilerin teşvik süreçlerinde yaşanan gecikmelerin etkilediği belirtilmektedir.

KLYPV Hasılat ve Satış Hacmi



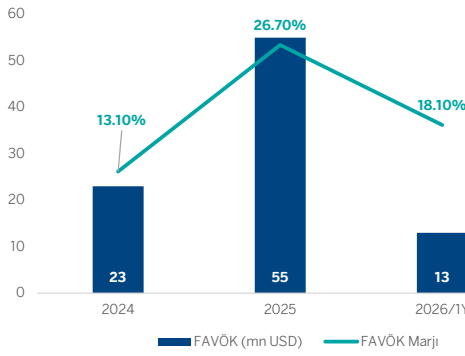
KLYPV Brüt Kâr



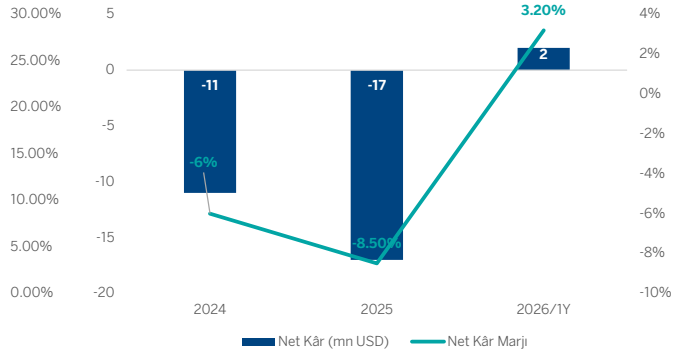
Kaynak: Şirket

Yeni teknoloji yatırımları marj görünümünü destekleyecek. Şirketin TOPCONPlus G12R teknolojisiyle hücre verimliliğini %23,4'ten %26,62'ye, panel gücünü ise 650 W seviyesine çıkardığı belirtilmektedir. Bu teknoloji, PERC'e kıyasla daha yüksek verimlilik, minimum elektron kaybı ve uzun vadeli maliyet avantajı potansiyeli sunmaktadır. Kalyon PV yönetimi, TOPCONPlus yatırımının olumlu etkisinin özellikle 2026 yılının son çeyreği ve 2027'de belirginleşmesini; fire oranlarının azalması, hücre verimliliğinin yükselmesi ve kapasite kullanım oranlarının artmasıyla kârlılığa katkı sağlamasını beklemektedir.

KLYPV FAVÖK



KLYPV Net Kâr



Kaynak: Şirket

Kârlılık tarafında tek seferlik ve yatırım kaynaklı baskılar dikkat çekiyor. 2026 ilk yarıda esas faaliyet zararı 1,89 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu görünümde esas faaliyetlerden diğer giderlerin 2,18 milyar TL'ye yükselmesi etkili olmuştur. Söz konusu giderler içinde uzun vadeli polisilikon alım sözleşmesinin sonlandırılmasına ilişkin 971 milyon TL cayma bedeli, yeni yatırımlar nedeniyle atıl durumda bulunan ve kullanılması öngörülmeleyen hammadde stokları ile benzer nitelikte verilen avanslara ilişkin 730 milyon TL değer düşüklüğü gideri ve 461 milyon TL hurda satış gideri öne çıkmaktadır. Buna karşın 2,76 milyar TL ertelenmiş vergi geliri net kârı desteklemiş ve dönem 101 milyon TL kârla tamamlanmıştır.

Borçlulukta sermaye artırımı sonrası iyileşme hedefleniyor. 30 Haziran 2026 itibarıyla toplam finansal borçlar 13,79 milyar TL, nakit ve nakit benzerleri 54 milyon TL, net borç ise 13,73 milyar TL seviyesindedir. Net borç/toplam sermaye oranı 2025 yıl sonundaki %51 seviyesinden %43'e gerilemiştir. Şirket, tahsisli sermaye artırımı kapsamında sağlanan fonun yaklaşık 65 milyon USD'lik kısmının kredi anapara ödemelerinde kullanıldığı; bu sayede 2026'da yaklaşık 6 milyon USD, 2027-2034 döneminde ise yaklaşık 19 milyon USD finansman gideri tasarrufu öngörüldüğü belirtilmektedir.

CAPEX döngüsünün tamamlanması serbest nakit akışı görünümü açısından kritik. Şirketin 2025 CAPEX harcamaları Şanlıurfa Öztüketim GES ve hücre hattı yatırımlarından oluşurken, kalan ödemelerin 2026 yılında gerçekleştiği belirtilmektedir. 2027 yılında ise idame yatırımları dışında yeni yatırım harcaması öngörülmemektedir. Finansal tablolarda 2026 ilk yarıda maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarından kaynaklanan nakit çıkışı yaklaşık 1,99 milyar TL olarak gerçekleşmiş, yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit çıkışı aynı dönemde 1,99 milyar TL olmuştur. Bu nedenle 2026 sonrası yatırım harcamalarının normalleşmesi, şirketin nakit akışı ve borçluluk görünümü açısından önemli bir katalist olabilir.

ABD yatırımı uluslararası büyüme opsiyonu olarak öne çıkıyor. Kalyon PV'nin ABD pazarına giriş stratejisi, 6 Ekim 2026'da Delaware'de tescil edilen Kalyon Solar Technologies USA Inc. ile somutlaşmıştır. Şirketin ABD planı kademeli bir yapıdadır: ilk aşamada Türkiye'de üretilen güneş hücrelerinin ABD'li panel üreticilerine tedarik edilmesi ve yerel satış-pazarlama faaliyetlerinin geliştirilmesi; orta vadede ise ABD'de kurulacak panel fabrikasıyla nihai ürün üretimine geçilmesi hedeflenmektedir. Yönetim, ABD'de panel üretimine 2027 yılının sonlarına doğru başlanmasını öngörmektedir.

ABD'de yerel üretim yatırımını destekleyen ana unsurlar, ticaret politikaları, teşvik mekanizmaları ve tedarik zincirinde izlenebilirlik ihtiyacıdır. Çin bağlantılı ürün ve girdilere yönelik kısıtlamaların, üretim sürecini polisilikon aşamasına kadar izleyebilen Kalyon PV açısından rekabet avantajı yaratabileceği değerlendirilmektedir. UL sertifikasyonu, mevcut ABD müşterisine yapılan tedariklerden edinilen deneyim, yerel ortaklık yapısı ve Kalyon Holding'in uluslararası ilişkileri pazara giriş sürecini destekleyen başlıca unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Şirket, Ağustos 2026 tarihli Section 232 kapsamında ithal hücreler için % 15 ek vergi ve 0,22 USD/W, ithal paneller için ise %15 ek vergi ve 0,38 USD/W asgari fiyat uygulamasına dikkat çekmektedir. Ayrıca ABD'de üretilen paneller için 45X üretim vergi kredisi kapsamında 7 cent/W, yani MW başına yaklaşık 70 bin USD avantaj öngörülmektedir.

EK-1: Kalyon PV 2Ç26 Finansal Sonuçlar

Kalyon Gunes Teknolojileri Özet Finansal Sonuçlar					Değişim				
(mn USD)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2Ç26/2Ç25	2Ç26/1Ç26
Net Satışlar	61	47	48	25	47	111	72	-23%	89%
Brüt Kar	11	10	12	1	8	23	9	-23%	1165%
Faaliyet Karı	7	6	10	-3	5	15	2	-34%	a.d.
FVAÖK	12	11	19	1	11	24	13	-2%	743%
Net Diğer Gelir/Gider	-12	17	-15	-4	-40	-21	-45	a.d.	a.d.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	0	0	0	0	0	a.d.	48401%
Finansal Gelirler (net)	-6	-16	0	-10	-7	-13	-17	a.d.	a.d.
Vergi	-6	30	-22	-6	67	-15	62	a.d.	a.d.
Net Kar	-17	41	-26	-23	25	-34	2	a.d.	a.d.
Net Nakit	-272	-325	-328	-305	-295	-272	-295		
İşletme Sermayesi	-123	-87	-71	-116	-78	-123	-78		
Özsermaye	298	341	310	365	390	298	390		
Rasyolar									
Brüt Kar Marjı	17.3%	20.3%	25.0%	2.6%	17.3%	20.7%	12.4%	0 puan	14.7 puan
Faaliyet Kar Marjı	11.8%	13.6%	21.5%	a.d.	10.2%	13.7%	3.0%	-1.6 puan	a.d.
FVAÖK Marjı	19.2%	23.4%	40.4%	5.5%	24.5%	21.5%	18.1%	5.3 puan	19 puan
Net Kar Marjı	a.d.	87.3%	a.d.	a.d.	53.2%	a.d.	3.2%	a.d.	a.d.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.