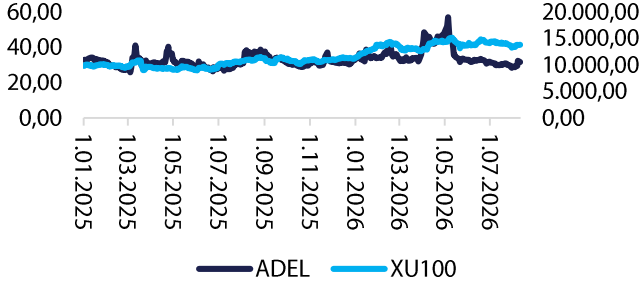


Son Fiyat	31,74
Piyasa Değeri (mln TL)	8.248
Piyasa Değeri (mln \$)	174
FD/FAVÖK	55,21
PD/DD	6,00
Hisse Sayısı (mln lot)	260
FDPO (%)	27,60
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	130



ORTAKLIK YAPISI	%
AGHOL	56,89
Faber-Castell	15,4
Diğer	27,71

mln TL	Pusula Yatırım	Gerçekleşme
Hasılat	885,33	981,25
FAVÖK	160,00	171,89
Net Kar	132,52	-14,74

ADEL	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-2,10	5,10	-14,51
Getiri (\$)	-2,13	3,47	-27,00
Getiri (XU100-Rölatif)	-2,33	8,66	-40,38

Çeyreklik	2026/03	2026/06
Yıllık	2025/06	2026/06
Brüt Kar Marjı (Y%)	45,17	38,89
Brüt Kar Marjı (Ç%)	37,89	35,78
FAVÖK Marjı (Y%)	5,75	7,30
FAVÖK Marjı (Ç%)	3,28	17,52
Net Kar Marjı (Y%)	-12,77	-12,51
Net Kar Marjı (Ç%)	-4,25	-1,50
Net Borç (mln TL)	1.423,99	2.618,05
İşletme Sermayesi (mln TL)	1.568,09	2.498,67
Cari Oran	1,49	0,97
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-74,49	-262,55
Net Finansman Gideri/Satışlar	22,85	21,16
Brüt Kar Büyüme (Y%)	98,11	-3,81
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	-2,06	-3,81
FAVÖK Büyüme (Y%)	-78,78	10,86

Kaynak: Finnet – Verilerin tümü solodur.

Adel Kalemcilik – ADEL - Nötr

Fiktif etkiler haricinde dengeli sonuçlar!

Adel Kalemcilik, 2026 2. çeyrekte 981,252 milyon TL hasılat, 171,89 milyon TL FAVÖK, 14,736 milyon TL net zarar ile fiktif etkiler haricinde beklentilerimize paralel sonuçlar paylaştı. (Piyasa Beklentisi: Yok/Pusula Yatırım: 885,33 milyon TL hasılat, 160,00 milyon TL FAVÖK, 132,52 milyon TL net kar)

Özet çerçeve sunmak gerekirse:

- Genel çerçevesiyle bir defaya mahsus etkilerden arındırsak dahi görece dengeli sonuçlar takip ediyoruz. Bu doğrultuda finansalları nötr değerlendiriyoruz.

Pusulanın 4 Yönü:

- Yüksek faiz gideri net karın önündeki ana baskı olmaya devam ediyor.
- Operasyon tarafında geçen yıla göre toparlanma var.
- Sipariş ve sevkiyat artışı satışları destekliyor.
- Okula dönüş sezonu, tahsilatlar ve borçluluğun seyri ikinci yarının ana başlıkları olacak.

Sektörel tarafta kırtasiye pazarının yapısını özellikle dikkate almak gerekiyor. Türkiye’de üniversiteler dahil yaklaşık 26 milyon öğrenci bulunması sektöre geniş bir tüketici tabanı sağlarken, ithalat ağırlıklı ve çok oyunculu yapı rekabeti yüksek tutuyor. Şirket de mevcut ortamda tüketicinin satın alma kararlarında fiyat ve erişilebilirliğin daha belirleyici hale geldiğini vurguluyor. Bunun yanında sektörün satış döngüsü okula dönüş dönemine bağlı olarak yıl içinde belirgin bir mevsimsellik gösteriyor.

Operasyon tarafındaki toparlanma belirginleşti. İlk yarıda net satışlar yıllık %47 artışla 1.861,823 milyon TL’ye yükseldi. Şirket bu artışta alınan sipariş hacmindeki yükseliş ve sevkiyat gerçekleşme oranındaki iyileşmenin etkili olduğunu belirtiyor. Bir defaya mahsus kalemler öncesi FAVÖK 4 milyon TL’den 274 milyon TL’ye, FAVÖK marjı ise %0’dan %15’e yükseldi. Buna karşılık brüt kar marjı %43’ten %36’ya geriledi.

Net kar tarafında mesele finansman maliyeti. Şirket 2Ç26’da 122,607 milyon TL esas faaliyet karı üretirken 35,955 milyon TL finansman geliri ve 257,840 milyon TL finansman gideri kaydetti. 98,237 milyon TL net parasal pozisyon kazancı sonrasında vergi öncesi zarar 0,966 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, 13,770 milyon TL ertelenmiş vergi gideri ile çeyrek 14,736 milyon TL net zararla tamamlandı. Finansman giderlerinin ikinci çeyrekte 252,739 milyon TL’si faiz giderinden oluştu.

Borçluluk tarafında yüksek seviye devam ediyor ancak şirketin iş döngüsünü gözden kaçırmamak gerekiyor. İlk çeyrekte bayi siparişleri alınırken, ikinci çeyrekte üretim ve sevkiyatlar gerçekleştiriliyor; tüketici talebi ise okulların açılmasıyla üçüncü çeyrekte yoğunlaşıyor. Tahsilatların önemli bölümü son çeyrekte gerçekleştiği için net borç ve işletme sermayesi ihtiyacı üçüncü çeyrek sonunda en yüksek seviyesine ulaşıyor ve yıl sonunda normalleşiyor.

İlk yarı sonunda net finansal borç 2.618 milyon TL, net işletme sermayesi 1.664 milyon TL, serbest nakit akımı ise -1.205 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin TMS 29 hariç hesapladığı Net Borç/FAVÖK rasyosu ise 2025 yıl sonundaki 11x seviyesinden 5x seviyelerine geriledi. Mutlak borç seviyesi yüksek kalmaya devam etse de operasyonel toparlanmanın borçluluk rasyosuna yansımaları olumlu tarafta.

Bilançoda sezonluk işletme sermayesi hareketi de oldukça belirgin. 31 Aralık 2025'e göre nakit ve nakit benzerleri 465,967 milyon TL'den 258,087 milyon TL'ye gerilerken, ticari alacaklar 181,148 milyon TL'den 1.774,691 milyon TL'ye yükseldi. Stoklar ise aynı dönemde 1.334,107 milyon TL'den 1.046,124 milyon TL'ye geriledi.

Beklentilerde;

- ▲ Okula dönüş sezonunun tüm satış kanallarındaki performansı,
- ▲ Tahsilatların yılın son çeyreğinde hızlanması,
- ▲ İşletme sermayesi ve stok optimizasyonunun devamı,
- ▲ Nakit yaratımı ve net borcun sezon sonrasında izleyeceği seyir takip edilecek.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Kısıklı Mah. Seher Yeli Sokak Dış Kapı No: 4 İç Kapı No: 2 Üsküdar / İstanbul