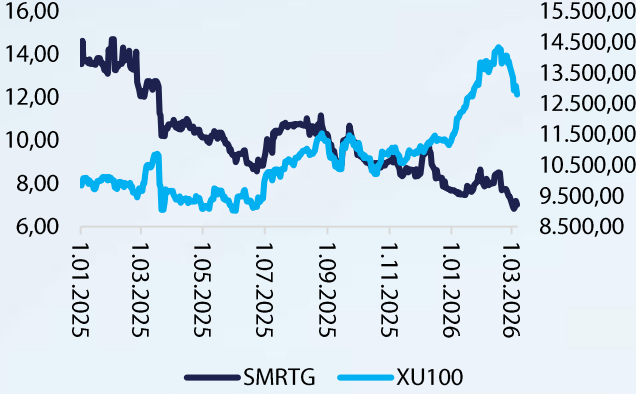


Son Fiyat	7,02
Piyasa Değeri (mln TL)	12.760
Piyasa Değeri (mln \$)	291
F/K	A.D
FD/FAVÖK	9,99
PD/DD	2,75
Hisse Sayısı (mln lot)	1.818
FDPO (%)	36,52
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	138



ORTAKLIK YAPISI	%
Smart Holding	63,45
Diğer	36,55

SMRTG	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-2,50	-11,48	-44,14
Getiri (\$)	-2,55	-12,40	-53,74
Getiri (XU100-Rölatif)	-0,31	-6,08	-66,45

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	22,30	32,21
Brüt Kar Marjı (Ç%)	21,21	23,98
FAVÖK Marjı (Y%)	14,41	20,83
FAVÖK Marjı (Ç%)	18,68	29,71
Net Kar Marjı (Y%)	3,78	-4,11
Net Kar Marjı (Ç%)	-7,68	9,27
Net Borç (mln TL)	7.718,43	9.258,17
İşletme Sermayesi (mln TL)	3.505,38	2.015,63
Cari Oran	0,94	0,78
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-1.588,41	-923,73
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	20,52	24,79
Brüt Kar Büyüme (Y%)	24,16	-12,28
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	86,69	-12,28
FAVÖK Büyüme (Y%)	5,99	0,04
FAVÖK Büyüme (Ç%)	66,35	-1,58
Net Kar Büyüme (Y%)	-60,91	0,00
Net Kar Büyüme (Ç%)	0,00	112,52

Smart Güneş Teknolojileri - Nötr

İş ilişkilerinde tamamlamaya dair gecikmeler sürüyor

Smart Güneş Teknolojileri, 2025 4.çeyrekte 2,9 milyar TL hasılat, 889 milyon TL FAVÖK, 326 milyon TL net kar ile tahminlerimize paralel sonuç paylaştı. 410 milyon TL'lik finansman geliri ve 110 milyon TL'lik net parasal kayıp net zararın önüne geçti. (Piyasa Beklentisi:Yok/Pusula Yatırım:3,2 milyar TL hasılat, 750 milyon TL FAVÖK, 550 milyon TL net zarar).

Sektörü etkileyen ana konu: İş ilişkileri tamamlama süreleri. Sektörde özellikle bir çok teşvik, izin getirilse de iş ilişkilerinin enerji teknolojileri tarafında 1 yılı aşarak finansallarda gecikmeli görünüme açıkça neden olmaktadır. Gelir formatı bakımından önümüzdeki dönemde istenen gelirleri elde etmekte gecikmelerin sürmesini bir süre daha bekliyoruz.

Şirketin Aliağa yatırımı, operasyonel anlamda oldukça önemli bir konumdadır. Bu yatırım, ithal hücre bağımlılığını azaltarak maliyet avantajı yaratma potansiyeline sahiptir. Yine de bu büyüklükteki bir kapasitenin verimli çalıştırılması ciddi bir operasyonel sınavdır.

2025 yılı rakamları, şirket için hasılat tarafında ciddi bir daralmaya işaret etmektedir. Toplam hasılat, 2024 yılındaki 15,28 milyar TL seviyesinden %31 düşüşle 10,58 milyar TL'ye gerilemiştir. Hasılat %31 gerilerken faaliyet giderlerinin aynı oranda düşürülemediği olması dikkat çekmektedir. Genel yönetim ve pazarlama giderlerindeki düşüşün hasılat kaybının çok gerisinde kalması (yaklaşık %14), şirketin yapışkan bir maliyet yapısına sahip olduğunu göstermektedir. **Bu durum, operasyonel kaldıracın ters yönde çalışmasına ve brüt karda yaşanan daralmanın faaliyet karı üzerinde çarpan etkisiyle baskı yaratmasına neden olmaktadır.**

12 aylık gelir tablosunda görülen 155,6 milyon TL'lik vergi öncesi kar, muhasebesel açıdan incelendiğinde nakit girişi yaratmayan 1,46 milyar TL tutarındaki net parasal pozisyon kazancı sayesinde mümkün olmuştur. Şirketin yüksek borçluluk yapısı nedeniyle enflasyon muhasebesi altında yazılan bu kazanç olmasaydı, faaliyetlerden kaynaklanan büyük bir zarar raporlanacağı gözden kaçırılmamalıdır. **Özetle şirket operasyonel olarak nakit yakarken, bilanço matematiği sayesinde kar yazmıştır.**

Şirketin sermaye yapısı, agresif büyüme iştahı ile finansal gerçeklikler arasındaki kopukluğu sergilemektedir. Toplam finansal borçlar 8,3 milyar TL'den 10,83 milyar TL'ye çıkmıştır.

- TL Borçlar: 5,57 milyar TL (Ortalama faiz: %40)
- Döviz Borçları: 4,54 milyar USD-eşdeğeri, 395 milyon EUR-eşdeğeri (Ortalama faiz: %9)

2025 yılında gerçekleşen 3,32 milyar TL'lik finansman gideri, şirketin faaliyet karının yaklaşık 2,5 katıdır. Bu tablo, şirketin sadece çarkı çevirmek için mevcut yatırımlardan hızlı bir şekilde nakit üretmeye başlaması gerektiğini göstermektedir.

Şirket, 2025 yılında 3,66 milyar TL'lik yatırım harcaması yapmıştır. Bilançoda yer alan 2,58 milyar TL'lik ilişkili taraflardan ertelenmiş gelirler (Atlas/Asya GES kaynaklı), gelecekteki gelirler için bir zemin oluşturmaktadır.

Finansallar yıllık değerlendirmede negatif bir görüntü çizse de şirketin son çeyrekte açıkladığı rakamlar toparlanma sinyalleri vermektedir. Satışlarda hafif bir düşüş olsa da brüt karın toplama başlaması önemli bir gelişme. Elbette muhasebe kaynaklı da olsa net kar yazması da yine pozitif bir görünüm çiziyor. Yıllık görüntüde mevcut net işletme sermayesi kötü bir durumda olsa da çeyreklik yapı bir miktar daha iyimser.

Borçlanma maliyetleri ve borç yönetimi şirket için şu aşamada risk olarak görülmektedir. Nakit yaratmayan enflasyon düzeltmesi karlarının sona ermesi durumunda net kar tablosundaki sert çöküş ihtimali ayrıca takip edilmelidir. Yatırım döngüsünde olan şirket için kapasitelerde en ufak zayıflık, hem borçluluk hem de karlılık yapısını bozabilir.

Aliağa tesisinin ithal girdi maliyetlerini düşürmesi ve yerli ürün teşviklerinden maksimum fayda sağlanması pozitif bir etkidir. Delaware merkezli yapının, Çin menşeli ürünlere uygulanan tarifelerden kaçınarak ABD pazarında yüksek marjlı satış yapma potansiyeli taşımaktadır.

Şirket, 2026 yılına yüksek kaldıraçlı bir büyüme şirketi olarak girmektedir. 2025 yılı finansalları, operasyonel zayıflığın enflasyon muhasebesi kazançlarıyla örtülmeye çalışıldığı ancak finansman giderlerinin bu kalkını delip geçtiği bir dönemi anlatmaktadır. 2026 yılı boyunca parasal pozisyon kazançlarından arındırılmış, nakit bazlı operasyonel karın borç yükünü karşılama oranı dikkate izlenmesi gerekiyor.

Borç azaltımı süreci doğrudan üretim gücüne bağlıdır. Üretim kalemleri güçlü kaldığında şirketin borç yönetme becerisi de artış gösterecektir. Aksi halde finansal baskı devam edecektir. 2025 yılının başından beri net kar kaleminin negatif kalması ve faaliyet karındaki yüksek oynaklık, şirketin negatif değerlendirilmesi için yeterli olsa da son çeyrekte hafif bir toparlanma görülmesi ve şirketin beklentilerimize paralel sonuçlar açıklaması göz önüne aldığımızda finansal sonuçları NÖTR değerlendiriyoruz.

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 ce 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

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No:74 A/53 34394
Şişli/İstanbul