

Dün Kalyon PV'nin gerçekleştirdiği fabrika ziyareti ve analist toplantısına katıldık. Şirkete ilişkin kısa bilgilendirme notu ile toplantıda öne çıkan başlıkları aşağıda özetliyoruz.

- **Şirket Profili:** Kalyon Güneş Teknolojileri (KLYPV), güneş paneli, hücre, wafer ve ingot üretimini aynı tesis içerisinde gerçekleştiren dikey entegre bir fotovoltaik üreticisidir. Şirket, Kalyon Enerji'nin 2017 yılında Karapınar YEKA GES-1 ihalesini kazanmasının ardından kurulmuş ve 2020 yılında üretime başlamıştır. Ankara Başkent OSB'de yaklaşık 250 bin m² arazi ve 111 bin m² kapalı alana sahip tesiste faaliyet göstermektedir.

Şirketin mevcut üretim kapasitesi yaklaşık 1,1 GW ingot, 1,2 GW wafer, 2,1 GW hücre ve 2,0 GW panel seviyesindedir. Mayıs 2026'da devreye alınan G12R TOPCONPlus hücre hattıyla birlikte hücre üretim kapasitesi 1 GW'dan 2,1 GW/yıla yükseltilmiştir.

Kalyon PV'nin en önemli referanslarından biri, grup şirketi Kalyon Enerji'ye ait 1,35 GW Karapınar GES'tir. Kalyon PV, santralin tüm panel ihtiyacını karşılayan tek panel tedarikçisi olmuştur.

- **Yatırımlar ve Kapasite:** Şirketin son dönemdeki en önemli yatırımı G12R TOPCONPlus hücre üretim hattıdır. Yatırımın devreye alınmasıyla hücre kapasitesi 1 GW'dan 2,1 GW/yıla yükselmiştir.

TOPCONPlus yatırımı yalnızca kapasite artışı açısından değil, ürün teknolojisinin geliştirilmesi ve daha yüksek verimli hücre üretimi açısından da önem taşımaktadır. Teknoloji seviyesindeki yükselişin, özellikle ihracat pazarlarında şirketin rekabet gücünü artırma potansiyeli bulunmaktadır.

Bu kapsamda şirket, 30 Eylül 2026 tarihinde ihracatın payının artırılması ve ABD pazarında doğrudan faaliyet gösterilmesi amacıyla bir şirket kurulmasına karar vermiş, 6 Ekim 2026 itibarıyla kuruluş sürecini tamamlamıştır. Yeni şirket bünyesinde Türkiye'de üretilen hücreler kullanılarak panel üretimi gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Bu yapı sayesinde şirketin yüksek tutarlı bir yatırım yapmadan ABD'deki güçlü talep ve mevcut vergisel avantajlardan yararlanması hedeflenmektedir.

Şirket ayrıca Şanlıurfa Viranşehir'de dört ayrı arazi üzerinde toplam 157 MWp kapasiteli lisanssız öz tüketim GES yatırımı gerçekleştirmektedir. Projenin 2026 sonunda tamamlanması planlanmaktadır. Yaklaşık 135 mn USD yatırım büyüklüğüne sahip projenin tamamlanmasıyla üretim tesislerinin elektrik ihtiyacının tamamının yenilenebilir kaynaklardan karşılanması ve enerji maliyetlerinde önemli tasarruf sağlanması hedeflenmektedir. Yatırımın uzun vadede üretim maliyetleri ve FAVÖK marjları üzerinde olumlu katkı sağlaması beklenebilir.

Şirketin mevcut üretim yapısındaki önemli avantajlardan biri, ingot, wafer, hücre ve panel üretiminin aynı yapı içerisinde gerçekleştirilebilmesidir. Dikey entegrasyon, hammadde tedarikindeki risklerin azaltılmasına ve katma değerün üretim zinciri içerisinde tutulmasına imkân sağlamaktadır.

- **Siparişler ve İş Hacmi:** 2026'nın ikinci çeyreğinde şirket tarafından çeşitli panel, hücre ve anahtar teslim GES sözleşmeleri açıklanmıştır. Bunlar arasında toplam değeri yüz milyonlarca TL'ye ulaşan panel satışları ve GES projelerinin yanı sıra 128,1 milyon USD tutarında önemli bir panel satış sözleşmesi de bulunmaktadır.

Bloomberg/Reuters Kodu	KLYPV T1 / KLYPV.IS
Hisse Fiyatı (TL)	53.00

Piyasa Değeri (mn TL)	24,384
Halka Açıklık (%)	9.00
12 Aylık Yüksek/Düşük (TL)	69.0/51.6
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	2.9
Net Borç / (Net Nakit) (mn TL) -2Ç26 sonu	13,734
Firma Değeri (mn TL)	38,118

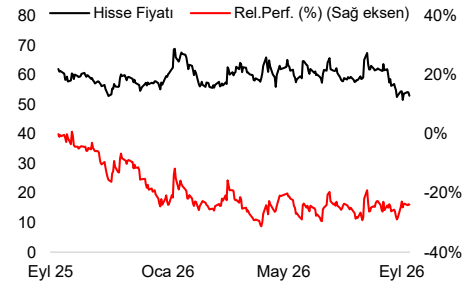
Finansal Veriler (mn TL)*	2023	2024	2025	Yıllık**
Net Satışlar	10,561	5,839	8,121	7,139
FAVÖK	1,967	763	2,165	1,845
% marj	18.6%	13.1%	26.7%	25.8%
Net Kar	2,733	-352	-691	678
% marj	25.9%	-6.0%	-8.5%	9.5%

Çarpanlar	2023	2024	2025	Yıllık**
F/K	-	-	-37.7x	36.0x
FD/FAVÖK	-	-	18.5x	20.7x
PD/DD	-	-	2.0x	1.3x

	1A	3A	12A	YBB
Mutlak Getiri	-14%	-10%	-15%	-3%
Rel. Getiri	0%	8%	-24%	-10%

* 30/06/2026 fiyatlarıyla enf muhasebeli finansallar,

**1Y26 verileriyle yıllıklandırılmış



Analist: [Banu Dirim](#)

Söz konusu sözleşmeler 2026 gelir görünümünü desteklerken, şirketin gelecekteki performansı açısından siparişlerin teslimat takvimi ve sözleşme marjları önem taşımaktadır. Özellikle yüksek tutarlı panel satış sözleşmeleri, kapasite kullanımının artırılması açısından destekleyici görünmektedir.

Bununla birlikte, Kalyon İnşaat'ın güçlü proje geliştirme ve finansman kabiliyeti sayesinde, EPC ve finansman çözümlü EPC (EPC-F) projelerinde ulusal ve uluslararası finans kuruluşları aracılığıyla geniş bir potansiyel proje erişimi bulunmaktadır. Bu kapsamda, söz konusu projelerin hayata geçirilmesi, şirketin önümüzdeki dönemde hem hasılat hem de kârlılık büyümesini destekleyebilecek önemli bir potansiyel taşımaktadır.

Uzay kalifiye hücre teknolojisi ve uluslararası uçuş mirası belgesi, şirketin uzay pazarındaki yüksek marjlı büyüme vizyonunu desteklemektedir. Avrupa havacılık ortaklıkları, AB IRIS² Programı görüşmeleri ve yerli savunma sanayii projeleri önemli ticari fırsatlar sunmaktadır. Bu doğrultuda, Çin dışı tedarik ihtiyacı ve değer zincirinde yukarı doğru atılan adımlar, şirketin önümüzdeki dönemde hem hasılat hem de kârlılık büyümesini güçlü bir şekilde destekleme potansiyeli taşımaktadır.

- **Son Dönem Finansal Görünüm:** 2026'nın ilk yarısında TOPCON yatırımındaki 1-2 aylık gecikme ve iklim koşulları gibi faktörler ciro büyümesini olumsuz etkilemiştir. Şirketin 1Y26 hasılatı yıllık bazda %24 azalışla 3,18 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı, yüksek baz etkisinin de katkısıyla 1Y25'teki %21,5 seviyesinden 1Y26'da %18,1'e gerilemiştir. Buna karşılık şirket, 1Y25'teki 1,27 milyar TL net zararın ardından, ertelenmiş vergi gelirinin desteğiyle 1Y26'da 101 milyon TL net kâr açıklamıştır.

30 Haziran 2026 itibarıyla net finansal borç yaklaşık 13,7 milyar TL, net borç/FAVÖK oranı ise 7,4x düzeyindedir. Finansal yapı açısından önemli gelişmelerden biri Eylül ayında gerçekleştirilen tahsisli sermaye artırımına ilişkin süreçtir. Bu kapsamda şirkete 3,4 milyar TL nakit kaynak girişi sağlanmıştır.

- **Beklentiler:** Şirket, TOPCON yatırımının Mayıs ayında devreye alınması ve yüksek kapasiteyle faaliyete başlamasına bağlı olarak yılın ikinci yarısında ciro büyümesinin hızlanmasını beklemektedir. Şirket, ilk yarıda 72 mn USD ciro elde etmesine rağmen yıl sonunda geçen yılın üzerinde bir ciroya ulaşmayı öngörmektedir. TOPCONPlus yatırımın katkısı ve verimlilik adımlarının etkisiyle FAVÖK marjının ilk yarıya kıyasla daha yüksek seviyelerde seyretmesi öngörülmektedir.

Bununla birlikte, yüksek tutarlı yatırımların geride kalması ve yatırımların gelir üretmeye başlamasıyla birlikte net borç rasyosunda önümüzdeki çeyreklerde ılımlı bir gerileme beklenebilir. Şirket tarafından gelecek dönemde önemli bir yatırım planı bulunmadığı ve sermaye yatırımlarının ciroya oranının %2-3 gibi düşük seviyelere gerileyebileceği belirtildi.

- **Genel Değerlendirme:** KLYPV, Türkiye'deki en entegre güneş paneli üreticilerinden biri konumundadır. Ingot, wafer, hücre ve panel üretimini aynı yapı içerisinde gerçekleştirmesi, şirketi Türkiye'deki rakiplerinden ayırtıran temel unsurlardan biridir.

TOPCONPlus yatırımıyla hücre kapasitesinin 2,1 GW'a yükseltilmesi şirketin teknoloji ve üretim kapasitesini desteklerken, 157 MWp öz tüketim GES yatırımı da uzun vadede enerji maliyetlerini azaltma potansiyeli taşımaktadır.

KLYPV, son 12 aylık finansallarına göre 20,7x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Bu kapsamda, BIST'teki benzerlerine kıyasla primli bir değerlemeye sahip olduğu söylenebilir. KLYPV'nin yatırım hikâyesi, mevcut kârlılıktan ziyade gelecekteki kapasite kullanımı, yeni hücre teknolojisi, siparişlerin gelire dönüşmesi ve marjların normalleşmesine dayanmaktadır.

KLYPV 2Ç26 Finansal Sonuçları

Gelir Tablosu	2Ç25 (mn TL)	1Ç26 (mn TL)	2Ç26 (mn TL)	Değişim		6A25 (mn TL)	6A26 (mn TL)	Değişim
				(ç/ç %)	(y/y %)			(y/y %)
Net Satışlar	2.353	1.071	2.113	97%	-10%	4.166	3.184	-24%
Satılan Malın Maliyeti	1.946	1.043	1.747	67%	-10%	3.304	2.789	-16%
Brüt Kâr	407	28	366	1217%	-10%	861	394	-54%
Faaliyet Giderleri	130	148	151	2%	17%	292	299	2%
Esas Faaliyet Kârı	277	-120	215	-279%	-22%	569	95	-83%
Amortisman ve İtfa Giderleri	174	179	302	69%	74%	327	481	47%
FAVÖK	452	59	517	778%	15%	896	576	-36%
Esas Faal. Diğer Gelirleri/(Giderler)	-476	-177	-1.811	923%	280%	-791	-1.988	151%
Net Finansman Gelirleri/(Giderleri)	-223	-449	-317	a.d.	a.d.	-477	-766	60%
Net Parasal Kazanç/ Kayıp	0	0	0	a.d.	a.d.	0	0	#DIV/0!
Vergi Öncesi Kâr	-422	-746	-1.911	156%	353%	-700	-2.657	280%
Vergi Giderleri	-249	-278	3.036	a.d.	a.d.	-568	2.758	-585%
Azınlık Payı	0	0	0	a.d.	a.d.	0	0	0%
Net Kâr/(Zarar)	-671	-1.024	1.125	-210%	-268%	-1.268	101	-108%

Operasyonel Kârlılık

Brüt Kar Marjı	17,3%	2,6%	17,3%	1.474 bps	4 bps	20,7%	12,4%	-829 bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	11,8%	-11,2%	10,2%	2.140 bps	-161 bps	13,7%	3,0%	-1.068 bps
FAVÖK Marjı	19,2%	5,5%	24,5%	1.898 bps	529 bps	21,5%	18,1%	-342 bps
Efektif Vergi Oranı	59,0%	37,2%	-158,9%	-19.608 bps	-21.784 bps	81,2%	-103,8%	-18.506 bps
Net Kar Marjı	-28,5%	-95,6%	53,2%	14.882 bps	8.175 bps	-30,4%	3,2%	3.362 bps

Bilanço	2Ç25 (mn TL)	1Ç26 (mn TL)	2Ç26 (mn TL)	Değişim		6A25 (mn TL)	6A26 (mn TL)	Değişim
				(ç/ç %)	(y/y %)			(y/y %)
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.491	1.089	54	-95%	-99%	4.491	54	-99%
Ticari Alacaklar	3.868	999	704	-30%	-82%	3.868	704	-82%
Stoklar	4.079	5.880	5.377	-9%	32%	4.079	5.377	32%
Maddi Duran Varlıklar	12.560	20.539	21.754	6%	73%	12.560	21.754	73%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.578	1.975	2.094	6%	33%	1.578	2.094	33%
Toplam Varlıklar	33.570	37.262	39.854	7%	19%	33.570	39.854	19%
Finansal Borçlar (Toplam)	15.291	14.646	13.788	-6%	-10%	15.291	13.788	-10%
Ticari Borçlar	3.043	1.749	2.426	39%	-20%	3.043	2.426	-20%
Özkaynaklar	11.837	16.202	18.186	12%	54%	11.837	18.186	54%
Toplam Kaynaklar	33.570	37.262	39.854	7%	19%	33.570	39.854	19%
Net Borç / (Net Nakit)	10.800	13.557	13.734	1%	27%	10.800	13.734	27%

Kaynak: Finansallar, veritabanı

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerleme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir. Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonunda "Beklenen Piyasa Getirisi"nden en az %20 daha yüksek olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nden %20 veya daha fazla düşük olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ, bu iki eşik arasında kalan hisseler ise ENDEKSE PARALEL GETİRİ olarak belirlenir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.