

Kalyon PV Analist Toplantısı Notları

Kalyon Güneş Teknolojileri Üretim A.Ş.'nin 7 Ekim 2026 tarihinde gerçekleştirdiği yatırımcı toplantısından elde ettiğimiz notları paylaşıyoruz. Şirket, entegre üretim yapısını, yeni hücre teknolojisinin operasyonel etkilerini, finansal görünümünü ve büyüme planlarını aktarmıştır. Toplantıda öne çıkan ana çerçeve; 2026 ilk yarısında devreye alma ve teslimat gecikmeleriyle baskılanan sonuçların ikinci yarıda toparlanması, 2027'de ise maliyet iyileştirmeleri, öz tüketim GES ve yeni satış kanallarının daha belirgin katkı sağlamasıdır. Bu dönüşümün finansallara yansımaları, yüksek borçluluğun azaltılması ve ertelenen satışların gerçekleşmesiyle birlikte izlenmelidir.

Şirket hakkında genel bilgiler

Kalyon PV, 2017 yılında Karapınar YEKA projesinin kazanılmasını takiben kurulmuş, 2020 yılında üretime başlamıştır. Ankara Başkent OSB'de 250 bin m² toplam alan ve 111 bin m² kapalı alanda faaliyet göstermektedir. İngot, wafer, hücre ve panel üretimini dört fabrikada birleştiren yapı; Ar-Ge merkezi ve yardımcı tesislerle desteklenmektedir. Şirket, Türkiye ve Avrupa'da ingottan panele uzanan üretim zincirini aynı tesis bünyesinde birleştiren dikey entegre üretici olarak konumlanmaktadır.

Kalyon Holding'in ilk halka açık şirketi olan Kalyon PV, 13 Şubat 2025'ten bu yana Borsa İstanbul'da KLYPV koduyla işlem görmektedir. Şirketin ortaklık yapısında Kalyon Teknoloji'nin payı %89,93, halka açık payların oranı %10,07'dir.

Kalyon Holding'in enerji yatırımları, uluslararası bankalar ve ihracat kredi kuruluşlarıyla ilişkileri, Kalyon PV için müşteri erişimi ve proje finansmanı açısından destekleyici bir ekosistem oluşturmaktadır. Şirket, 1,35 GW'lık Kalyon Karapınar GES'in panel tedarikçisidir; santralin yanında 495 MW ilave kapasite bilgisi de verilmiştir. Grubun katkısı, panel talebi, referans projeler ve finansmana erişim üzerinden değerlendirilebilir.

Finansal performans

2026 ilk yarısında hasılat yıllık %23,6 düşüşle 3.183,7 milyon TL, brüt kar %54,2 düşüşle 394,2 milyon TL olmuştur. Şirketin açıkladığı FAVÖK %35,7 gerileyerek 576,1 milyon TL'ye ulaşmıştır. Brüt marj %20,7'den %12,4'e, FAVÖK marjı %21,5'ten %18,1'e düşmüştür. Önceki yılın aynı dönemindeki 1.267,9 milyon TL zarara karşılık 101,2 milyon TL net kar kaydedilmiştir.

Gösterge	2024 tam yıl	2025 tam yıl	2026 ilk yarı
Hasılat (milyon USD)	178	205	72
Satış hacmi MW	484	738	298
Brüt kâr (milyon USD)	26	44	8,9
Brüt kâr marjı	%14,7	%21,6	%12,4
FAVÖK (milyon USD)	23	55	13
FAVÖK marjı	%13,1	%26,7	%18,1
Net kâr (milyon USD)	-11	-17	2
Net kâr marjı	-%6,0	-%8,5	%3,2

Kârlılığın bileşimi

Net kâra geçişin operasyonel düzelmeye eş tutulmaması gerekir. Altı aylık raporda esas faaliyet zararı 1.893,0 milyon TL, vergi öncesi zarar 2.657,0 milyon TL, ertelenmiş vergi geliri 2.758,3 milyon TL'dir. Esas faaliyetlerden diğer giderler 2.183,8 milyon TL'dir. Şirketin FAVÖK hesabı brüt kârdan yönetim, pazarlama ve Ar-Ge giderlerinin düşülüp amortismanın eklenmesine dayanır; bu nedenle raporlanan esas faaliyet sonucundan farklıdır. Yönetim bazı kayıtların tek seferlik olduğunu belirtmiştir.

Yeni hücre hattının aktifleştirilmesiyle amortisman yükünün artması da brüt marjı baskılamıştır. Yönetim, yatırımın finansman maliyetlerinin sonuçlara yansıdığı, buna karşılık gelir ve maliyet avantajının henüz tam olarak görülmediği bir geçiş döneminde olduğunu vurgulamıştır. Bu çerçevede önümüzdeki dönem değerlendirmelerinde net kârın yanı sıra brüt marj, FAVÖK, faaliyetlerden nakit üretimi ve diğer gelir-giderlerin niteliği birlikte takip edilmelidir.

Bilanço yapısı ve finansal borçluluk

Gösterge (milyon USD)	2024 sonu	2025 sonu	2026 Haziran sonu
Toplam finansal borç	278	376	295
Net finansal borç	274	329	294
Net finansal borç FAVÖK	11,8x	6,0x	7,4x
Kısa vadeli borç toplam finansal borç	%53,4	%13,9	%19,6

Toplam borç 2025 sonuna göre yaklaşık 81 milyon USD, net borç yaklaşık 35 milyon USD azalmıştır. Buna rağmen net borç/FAVÖK oranı 6,0x'ten 7,4x'e yükselmiştir. Yönetim bu artışı, ilk yarıdaki satış gecikmeleri nedeniyle son 12 aylık FAVÖK'ün yaklaşık 40 milyon USD'ye gerilemesiyle açıklamıştır. Dolayısıyla oran, borç azalmasına karşın kârlılık paydasındaki zayıflamayı yansıtmaktadır. Yeni yatırımların katkısıyla FAVÖK'ün yükselmesi ve borcun azalması hedeflenmektedir.

Hakim ortağın sağladığı kaynakla yaklaşık 65 milyon USD tutarında yüksek maliyetli kredi kapatılmıştır. Yönetim, banka ve vade yapısını dikkate alarak iki bankadaki kredilerin geri ödendiğini belirtmiştir. 2026'da yaklaşık 6 milyon USD, 2027-2034 döneminin toplamında yaklaşık 19 milyon USD finansman gideri tasarrufu beklenmektedir.

Tahsisli sermaye artırımına esas fon 3.419,2 milyon TL'dir; bunun 2.862,5 milyon TL'si kredi kapamaya, 556,7 milyon TL'si işletme sermayesine ayrılmıştır. Haziran bilançosunda fon diğer sermaye yedeklerinde yer almaktadır. Aktifler 39.854,3 milyon TL, özkaynaklar 18.186,0 milyon TL'dir; finansal borç 13.787,9 milyon TL, nakit 53,9 milyon TL'dir.

Kullanım alanı	Milyon TL	Fon içindeki pay
Kredi kapama	2.862,5	%83,7
İşletme sermayesi	556,7	%16,3
Toplam fon	3.419,2	%100,0

Haziran 2026 itibarıyla finansal borcun %53'ü USD, %30'u EUR ve %17'si TL cinsindedir. Kısa vadeli finansal borç payındaki artış yeni nakdi kredi kullanımından değil, uzun vadeli kredilerin kısa vadeye gelen bölümlerinden kaynaklanmaktadır. Yönetim, yıl içinde operasyonların finansmanı için yeni nakdi kredi kullanılmadığını belirtmiştir. USD ve EUR tarafında bankalarla riskten korunma işlemleri yapıldığı da aktarılmıştır.

Dağılım	Kategori	Haziran 2026 sonu
Döviz	USD	%53,0
Döviz	EUR	%30,0
Döviz	TL	%17,0
Vade	Kısa vadeli	%19,6
Vade	Uzun vadeli	%80,4

Yönetim, TOPCONPlus ve öz tüketim GES yatırımlarının kredilerinin toplam borcun yaklaşık yarısını oluşturduğunu ifade etmiştir. Bu yatırımlar borçta görülmekle birlikte henüz tam operasyonel katkı sağlamamaktadır. Bu açıklama borçluluğun nedenini ortaya koyarken, geri ödeme yükünün sürdüğünü de göstermektedir.

Nakit akışı ve işletme sermayesi

İşletme faaliyetlerinden 886,8 milyon TL nakit üretilirken, yatırım nakit çıkışı 1.994,3 milyon TL olmuştur. Bu nedenle pozitif işletme nakdi, yatırım çıkışını tek başına karşılamamıştır. Yönetimin güçlü nakit üretimi vurgusu, dönem sonundaki sınırlı nakit bakiyesi ve yüksek yatırım ihtiyacıyla birlikte okunmalıdır.

Gösterge	Dönem	Milyon TL
Toplam aktifler	Haziran 2026 sonu	39.854,3
Özkaynaklar	Haziran 2026 sonu	18.186,0
Finansal borç	Haziran 2026 sonu	13.787,9
Nakit	Haziran 2026 sonu	53,9
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı	2026 ilk yarı	886,8
Yatırım faaliyetleri nakit çıkışı	2026 ilk yarı	1.994,3

Şirket, panel sevkiyatı öncesinde tahsilat yaptığını ve açık hesapla satış yaklaşımını tercih etmediğini belirtmiştir. İşletme sermayesi döngüsü yaklaşık 90 gün olarak ifade edilmiş, mevcut operasyonlarda nakit açığı bulunmadığı aktarılmıştır. Bu model müşteri kredi riskini sınırlasa da stokların finansmanı, teşvik belgesi süreçleri ve proje teslim tarihleri çalışma sermayesi ihtiyacını etkileyebilir.

ABD operasyonunda da sipariş ve avansların üretim öncesinde alınması, Türkiye'deki hücre üretimine ilave stok ve işletme sermayesi yükü getirilmemesi hedeflenmektedir. EPC ve EPCF projelerinin ölçeği büyüdükçe tahsilat koşulları ve proje bazlı nakit ihtiyaçları önem kazanacaktır.

Faaliyet alanları ve üretim kapasitesi

Şirketin ana faaliyet alanı güneş hücresi ve panel üretimidir. Dikey entegrasyon, polisilikondan başlayarak ingot, wafer, hücre ve nihai panele kadar üretim yapılmasına olanak vermektedir. Ara ürünlerin de bağımsız satış pazarları bulunduğundan tüm üretimin panel olarak satılması zorunlu değildir. Yönetim, maliyet modelinin her üretim aşamasını ayrı bir fabrika gibi değerlendirecek şekilde yeniden ele alındığını belirtmiştir.

Üretim aşaması	Yıllık kapasite	Operasyonel açıklama
İngot	Yaklaşık 1,1 GW	Polisilikondan kristal üretimi
Wafer	Yaklaşık 1,2 GW	İngotun ince dilimlere ayrılması
Hücre	Yaklaşık 2,1 GW	Yaklaşık 1,1 GW TOPCONPlus ve kalan PERC kapasitesi
Panel	Yaklaşık 2,0 GW	Yerli veya müşteri talebine göre ithal hücreyle üretim

Toplantı tarihinde yaklaşık 1,1 GW'lık TOPCONPlus hattının tamamen dolu olduğu, PERC hattının ise talebe göre çalıştırıldığı belirtilmiştir.

İngot ve wafer kapasitesinin hücre kapasitesinden düşük olması, gerektiğinde ara ürünlerin dışarıdan tedarik edilmesiyle dengelenmektedir. Şirket polisilikon, wafer veya hücre aşamalarından üretime girebilmektedir. Yerli hücre zorunluluğu olan projelere kendi üretimiyle hizmet verirken, ithal hücreli daha ekonomik panel isteyen müşterilere de ürün sağlayabilmektedir. Bu esneklik talebi karşılamayı kolaylaştırmakta; ancak ABD gibi izlenebilirlik ve menşe koşullarının belirleyici olduğu pazarlarda ilgili ürünün tedarik zinciri ayrıca önem taşımaktadır.

Şirket, güçlü tedarikçiler ve entegre üretim sayesinde talep artışında tedarik kısıtı beklemediğini belirtmiştir. İngottaki yerlilik oranı %90'a, hücre ve ilgili üretim yapısında yaklaşık %80'e ulaşabilmektedir. Kalan içerik özellikle polisilikonun menşesine bağlıdır. ABD'ye yönelik ürünlerde Almanya veya ABD kaynaklı polisilikon kullanılarak Çin bağlantısı olmayan tedarik zinciri oluşturulması planlanmaktadır.

Yeni hücre teknolojisi ve maliyet iyileştirmeleri

Türkiye'nin ilk G12R TOPCONPlus hücre hattı 7 Mayıs 2026'da resmen açılmıştır. PERC hücre verimi %23,4, TOPCONPlus G12R hücre verimi %26,62 seviyesindedir. Panel gücü M10 PERC serisinde 555 W, M10Plus TOPCon serisinde 600 W ve G12R TOPCONPlus serisinde 650 W'a ulaşmaktadır. Hücre verimliliğiyle panel gücü birbirinden ayrılmalıdır; panelin toplam watt değeri boyutundan da etkilenmektedir.

Ürün veya teknoloji	Gösterge	Değer
PERC hücre	Hücre verimi	%23,4
G12R TOPCONPlus hücre	Hücre verimi	%26,62
M10 PERC panel	Panel gücü	555 W
M10Plus TOPCon panel	Panel gücü	600 W
G12R TOPCONPlus panel	Panel gücü	650 W

Yönetim TOPCONPlus yaklaşımını; dikdörtgen G12R hücre yapısı, hücreyi ikiye bölerek elektriksel kaybı azaltan half-cut tasarım ve kesim kenarlarının pasivasyonu ile açıklamıştır. Kenar pasivasyonunun hücre verimine yaklaşık %0,3 ve panel gücüne yaklaşık 6 W katkı sağladığı belirtilmiştir. Daha yüksek güç ve düşük kayıp, santral tarafında panel sayısı ve bağlantı bileşenleri üzerinden maliyet avantajı yaratabilmektedir. 700 W üzeri ve 1 kW panel çalışmaları Ar-Ge hedefi olarak anılmıştır.

Temmuz ve ağustos aylarında yeni hattın eski hatta göre maliyetlerinde yaklaşık %20 düşüş görüldüğü aktarılmıştır. İyileşmenin kaynakları fire oranlarının azaltılması, hücre veriminin yükselmesi, hammadde reçetelerinin güncellenmesi, tüketimin azaltılması ve kapasite kullanımının artmasıdır. Yönetim, etkinin 2026 son çeyreğinde görünürleşmesini ve 2027’de tam yıl katkısının daha belirgin olmasını beklemektedir.

Üretimde yapay zekâ; optik ve elektrolüminesans kontrol, hücre ve wafer görsel muayenesi, proses optimizasyonu ve kestirimci bakımda kullanılmaktadır. Panel test verileri ürün bazında saklanarak geriye dönük izlenebilirlik sağlanmaktadır. SAP, üretim yürütme sistemleri ve dijital ikiz altyapısıyla anlık verimlilik takibi yapılmaktadır. Yeni hücre hattındaki yaklaşık 50 otonom taşıma aracı, malzeme akışını ve kesintisiz beslemeyi desteklemektedir.

Öz tüketim GES ve yatırım harcamaları

Şanlıurfa Viranşehir’deki 157 MW öz tüketim GES, üretim tesisinin elektrik ihtiyacını karşılamak ve tüketim fazlası elektrikten gelir sağlamak üzere geliştirilmektedir. Yönetim, yatırımın büyük ölçüde tamamlandığını ve önemli bölümünün yıl sonuna doğru devreye alınmasını beklediğini ifade etmiştir. Santral panelleri Kalyon PV’de üretilmiştir. Tek lokasyondaki yapı, birden çok küçük santrale göre işletme ve bakım açısından avantajlı görülmektedir.

Yönetim, santralin elektrik maliyetlerini sıfırlama ve ilave gelir yaratma potansiyelini vurgulamıştır. Fiili katkının değerlendirilmesinde devreye alma tarihi, üretim miktarı, fabrikanın tüketimi, mahsuplaşma ve fazla elektrik satış koşulları izlenmelidir. Santral, maliyet azaltıcı rolünün yanında değerli bir varlık olarak da görülmekte; piyasa şartlarına göre varlığa ilişkin farklı seçenekler değerlendirilebileceği belirtilmektedir.

Maddi duran varlık yatırım harcamaları 2024’te 22 milyon USD, 2025’te 143 milyon USD ve 2026 ilk yarısında 30 milyon USD olmuştur. Yatırım harcamalarının hasılatı oranı sırasıyla %12,6, %69,6 ve %41,7’dir. 2025’teki yüksek harcama öz tüketim GES ve yeni hücre hattından kaynaklanmış, kalan ödemeler 2026’da sürmüştür. CAPEX rakamlarına Ar-Ge harcamaları dahil değildir.

Gösterge	2024 tam yıl	2025 tam yıl	2026 ilk yarı
CAPEX (milyon USD)	22	143	30
CAPEX / hasılat	%12,6	%69,6	%41,7

Yönetim, eylül sonu itibarıyla ana yatırımların tamamlandığını ve kalan küçük ödemelerin ardından 2027 başında büyük yatırım harcaması öngörmediğini belirtmiştir. İdame ve operasyonel optimizasyon yatırımlarının normalleşmiş durumda cironun %2-3’ünü geçmemesi beklenmektedir. Mevcut hücre teknolojisi için de önümüzdeki iki ila üç yılda büyük bir yeni teknoloji yatırımı beklenmediği aktarılmıştır.

Yurt içi pazar ve satış kanalları

Sektörde kapasite fazlası ve yerli hücre avantajı

Yönetim, Türkiye’de ilan edilen panel kapasitesini yaklaşık 40-45 GW olarak değerlendirmiş; yıllık gerçekleşen pazarın ise bunun oldukça altında kaldığını belirtmiştir. Toplantıda, Türkiye’de 2026 üçüncü çeyrek sonuna kadar yaklaşık 2,8 GW kurulum ve yıl sonu için 3,5-4 GW aralığı ifade edilmiştir. Kapasite açıklamalarının üç vardiya tam üretim varsayımına dayandığı, buna rağmen belirgin kapasite fazlası bulunduğu ve sektörün konsolidasyona ihtiyaç duyduğu aktarılmıştır. 2025-2026, panel üreticileri açısından zor bir dönem olarak tanımlanmıştır.

Kalyon PV’nin farklılaşması, yalnızca panel montajından ziyade yerli hücre üretimi, saha performansı ve ürün izlenebilirliğine dayanmaktadır. Yönetim, YEKA projelerinde yerli hücre ihtiyacının şirketi avantajlı konuma getirdiğini ve geçmiş YEKA projelerinin önemli bölümünde tedarikçi olduğunu belirtmiştir. Karapınar başta olmak üzere sahada biriken uzun dönemli performans verilerinin müşterilere ve finans kuruluşlarına ürün güvenilirliği sunduğu vurgulanmıştır. Kiwa PVEL Top Performer unvanı ile ABD ihracatı için UL sertifikası da bu konumu destekleyen unsurlardır.

Yurt içi talebi destekleyen alanlar; YEKA ihaleleri, depolamalı GES, lisanssız öz tüketim kapasite tahsisleri, büyük binalarda yenilenebilir enerji uygulamaları ve yüzer GES olarak sıralanmıştır. Depolamalı GES ön lisansları 14,7 GW, depolamalı RES ön lisansları 18,4 GW, lisanssız kapasite tahsisi ise 1,5 GW düzeyindedir. İthal hücrede 170 USD/kg gözetim tutarı, panelde 25 USD/kg gözetim tutarı ve ilgili menşelere göre 20-25 USD/m² anti-damping uygulamaları yerli üretimi destekleyen başlıklar olarak sunulmuştur.

Şirket sunumunda ulusal planlara dayalı olarak güneş ve rüzgâr kurulu gücünün 2026’da 43 GW’tan 2035’te 120 GW’a, güneş kurulu gücünün ise 2025’te 25,1 GW’tan 2028’de 33,1 GW’a yükselmesi hedefleri yer almaktadır. YEKA tarafında yılda 2 GW ihale hedefi yaklaşımı vurgulanmış; 2026 için 900 MW GES ve 1,5 GW RES olmak üzere toplam 2,4 GW ihale bilgisi verilmiştir. Güneş ihaleleri, 2027 panel tedariki için fırsat olarak değerlendirilmektedir. 2 bin m² üzeri binalarda %10 yenilenebilir enerji zorunluluğu ve batarya hücresindeki %30 gümrük vergisinin kaldırılması da sunumda talebi destekleyen düzenlemeler arasında anılmıştır. Bu kapasite ve politika hedefleri şirketin kesinleşmiş siparişleri değildir.

Yönetim, finansman ve geliştirme gecikmeleri nedeniyle depolamalı projelerin 2026 sonuna kaydığını, 2027’de YEKA ve depolamalı projelerle toplam güneş pazarının 5-6 GW’a ulaşabileceğini değerlendirmiştir. Şirket ilk depolamalı GES satışını gerçekleştirdiğini belirtmiş; görüşmede yaklaşık 150 MW ölçeği anılmıştır.

Bayilik sistemi

Mart 2026’da devreye alınan bayilik sistemi, sunuma göre dört bayi bölgesiyle 50 ili kapsamaktadır; hedef 81 ile erişimdir. Modelde bayilere birden fazla ili kapsayan münhasır bölge tanımlanmakta, 1 MW altındaki talepler bayilere yönlendirilmekte, bayi stok tutarak satış ve pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir.

Önümüzdeki birkaç ay içinde, Türkiye genelinde mevcut güçlü satış ağı bulunan kurumsal şirketlerle yeni bir bayilik modelinin açıklanması planlanmaktadır. Bu kanalın 2027’de daha aktif olması beklenmektedir. Küçük ölçekli çatı ve bireysel uygulamalara erişim, büyük proje odağına ek bir kanal oluşturacaktır. İnvertör ve batarya alanları Ar-Ge ve tedarik ilişkileri açısından izlenmekte, bu alanlara giriş ancak katma değer sağlayan bir model bulunması halinde değerlendirilmektedir; kesinleşmiş yeni üretim yatırımı duyurulmamıştır.

Anahtar teslim projeler ve EPCF modeli

Şirket, mühendislik, ekipman tedariki, kurulum ve devreye alma ile işletme ve bakımı kapsayan anahtar teslim EPC faaliyetlerine başlamıştır. Sunumda üç GES projesinde yaklaşık 21 milyon USD tutarında yüklenicilik sözleşmesi bulunduğu belirtilmektedir. Amaç, bu iş bitirme referanslarını 2027’de daha yüksek hacimli projelere taşımaktır. Panelin yanı sıra invertör, konstrüksiyon, kablo ve trafo da paket kapsamında yer alabilmektedir.

EPCF modeli, bu pakete ulusal ve uluslararası finans kuruluşları aracılığıyla finansman çözümü eklemektedir. Şirket, holdingin bankalar ve ihracat kredi kuruluşlarıyla ilişkilerini kullanarak yatırımcının finansmana erişimini kolaylaştırmayı, satış dönüşümünü ve pazarlık gücünü artırmayı hedeflemektedir. Öz tüketim, YEKA ve depolamalı GES projeleri öncelikli alanlardır. Yönetim, COP31 döneminde finansman kuruluşları ve tedarikçilerle bu çerçevede önemli bir iş birliği adımı planladığını aktarmıştır.

EPCF işlerinin toplam FAVÖK tutarını artırabileceği, ancak ürün satışına kıyasla marjı düşürebileceği belirtilmiştir. Dolayısıyla EPCF payı büyüdüğünde FAVÖK marjındaki değişim yalnızca fabrika verimliliğiyle açıklanamayacak; iş karması da dikkate alınacaktır. Proje havuzunun sözleşmeye dönüşme oranı, şirketin üstleneceği finansman ve performans sorumlulukları ile nakit döngüsü takip edilmelidir.

İhracat ve ABD büyüme stratejisi

2026 ilk yarısında ihracatın toplam satışlar içindeki payı yaklaşık %5, tutarı 3,5-4 milyon USD’dir. Yönetim bu gelirin hücre satışlarından oluştuğunu belirtmiştir. Mevcut düşük paya rağmen, ABD hücre ihracatı ve yerel panel üretimi önümüzdeki dönem büyüme stratejisinin merkezindedir.

Başlık	Ölçek veya tutar	Dönem veya durum
Bayi ağı kapsamı	50 il	Toplantı tarihindeki kapsam
Bayi ağı erişim hedefi	81 il	Yönetim hedefi
İhracat	3,5–4 milyon USD; yaklaşık %5 pay	2026 ilk yarı; hücre satışı
EPC yüklenicilik sözleşmeleri	3 proje; yaklaşık 21 milyon USD	Açıklanan sözleşmeler

Kalyon Solar Technologies USA Inc.’in kuruluşu 6 Ekim 2026’da Delaware’de tescil edilmiştir. Şirketin sermayesi 100 bin USD, Kalyon PV’nin payı %51 ve kuruluştaki edindiği payların tutarı 51 bin USD’dir. Bu tutarlar fabrika yatırım bütçesi değildir.

Plan; şirket kuruluşunu satış ofisi ve yerel satış-pazarlama ekibiyle desteklemek, Türkiye’de üretilen hücreleri önce ABD panel üreticilerine satmak, ardından ABD’de kurulacak panel tesisinde nihai ürüne dönüştürmektir. Yönetim, 2027 sonuna doğru ABD’de panel üretimi ve ürün teslimi hedeflediğini belirtmiştir. Yeni tesis hücre fabrikası değil panel fabrikası olarak kurgulanmaktadır. Bunun daha sınırlı bir yatırım gerektireceği ifade edilmekle birlikte kapasite, yer seçimi, toplam CAPEX ve finansman planı açıklanmamıştır.

Yönetim, ABD’de Çin bağlantılı içeriklere ilişkin kısıtların üretim zincirini polisilikona kadar izleyebilen Kalyon PV için fırsat oluşturduğunu değerlendirmektedir. UL sertifikası, mevcut ABD müşterisine tedarik deneyimi, yerel ortak ve holdingin uluslararası ilişkileri giriş stratejisinin dayanaklarıdır. Kalyon Holding’in pazar erişimini kolaylaştırması beklenmektedir.

Şirket sunumunda Ağustos 2026 tarihli Section 232 çerçevesi, ithal hücre ve panel için %15 ek vergi ve sırasıyla 0,22 USD/W ile 0,38 USD/W asgari fiyat bilgileriyle ele alınmaktadır. ABD’de panel üretimi için 45X kapsamında 7 cent/W vergi avantajı, yani MW başına 70 bin USD ve 2029’a kadar tam oran bilgisi verilmiştir. Bu unsurlar yönetimin yerel üretim gerekçesini açıklamaktadır; fiili teşvik ve tarife uygulanması ürün menşei, tedarik zinciri ve uygunluk şartlarına bağlı olarak izlenmelidir.

ABD planının tek dayanağı veri merkezleri değildir. Yönetim, veri merkezi yatırımlarından önce de yıllık yaklaşık 35-50 GW büyüklüğünde bir güneş pazarı bulunduğunu; mevcut hücre arzının talebi karşılamadığını ve ilan edilen kapasitenin fiili üretime dönüşmesinin zaman aldığını ifade etmiştir. Veri merkezlerinin yerel izin ve altyapı engelleriyle yavaşlama riski gündeme gelmiştir. Yönetim bu riskleri eyaletler arasındaki farklılıklar ve enerji/ekipman kısıtları çerçevesinde değerlendirmiş, uzun vadeli güneş talebinin sürmesini beklediğini belirtmiştir. Bu değerlendirme satış garantisi olarak okunmamalıdır.

Avrupa ve bölgesel pazarlar

Şirket, Avrupa’da Çin dışı tedarik ve yerelleşme eğilimini izlemektedir. Sunumda NZIA, İtalya FER-X ve Made in Europe başlıkları fırsat alanları olarak verilmiştir. Türkiye’nin lojistik yakınlığı, yetişmiş insan kaynağı, cam ve çerçeve dahil tedarik ekosistemi ve Kalyon PV’nin mevcut hücre üretim kabiliyeti avantaj olarak değerlendirilmektedir. Satış ekibi fuarlar ve ticari temaslara bağlantıları sürdürmektedir.

Yönetim, Avrupa pazarına yönelik hedefleri uzun vadeli büyüme stratejisi kapsamında değerlendirmektedir. Türkiye’nin Made in Europe yaklaşımına dahil edilmesi de toplantıda konu olmuş; yönetim bunu Avrupa’daki üretim kabiliyeti açığı nedeniyle mümkün gördüğünü ifade etmiştir. Türkiye’nin kapsamda yer alacağı kesinleşmiş kabul edilmemelidir. Avrupa, yakın vadeli finansal hedefin temelinden çok düzenleme ve tedarik zinciri koşulları olursa değerlendirilecek bir seçenek olarak ele alınmalıdır.

Gündeme gelen bir diğer önemli konu olan Suudi Arabistan bağlantılı 2 GW’lık devletler arası proje için şirketin tedarikçi olabilmesi şartname, yerlilik tercihleri ve fiyatlama koşullarına bağlıdır. Yönetim açıklaması, kesinleşmiş bir Kalyon PV sözleşmesi veya gelir katkısı ortaya koymamaktadır.

Ar Ge ve yeni teknoloji alanları

Ar Ge altyapısı

Şirket, dört yıl üst üste enerji sektöründe Ar-Ge harcamasında ilk üçte, fotovoltaik sektöründe ise ilk sırada yer aldığını belirtmiştir. Toplantıda son dört yıllık toplam Ar-Ge harcaması 40 milyon EUR’nun üzerinde ifade edilmiştir. Merkezde 100’ün üzerinde araştırmacı bulunmakta; 1.687 m² kapalı alan ve sunuma göre 5.760 m² açık test alanı kullanılmaktadır. 50’nin üzerinde patent başvurusunun 22’si tescillenmiş, 100’ün üzerinde proje gerçekleştirilmiştir. Merkezin kuruluşundan itibaren ulusal ve uluslararası fonlardan yaklaşık 4 milyon EUR kaynak elde edilmiştir.

Ar-Ge merkezi 270’in üzerinde iş birliği partneri, 150’nin üzerinde bilimsel ve sektörel konferans katkısı ve eş zamanlı 25 projeyi yönetebilen yapısıyla desteklenmektedir. Üniversiteler, Ulusal ve uluslararası araştırma kuruluşları ve akademik danışmanlarla çalışmalar sürdürülmektedir. Solar Akademi, 5.900’ün üzerinde öğrenciye erişmiş, 225 eğitim ve 80 bin saatin üzerinde teknik eğitim gerçekleştirmiştir. Bu altyapı, teknoloji geliştirme yanında yetişmiş iş gücü ve üretim sürekliliği açısından da değerlendirilmektedir.

Uzay güneş hücreleri

Kalyon PV, ABD’de havacılık ve uzay alanında faaliyet gösteren müşterisine yaklaşık bir milyon adet uzay hücresi ihraç ettiğini belirtmiştir. Alçak Dünya yörüngesinde başarılı testler sonucunda Flight Heritage referansı elde edilmiştir. Ürünlerin uzayda performansının kanıtlanması, yeni tedarikçilerin kısa sürede aşamayacağı bir yeterlilik süreci olarak değerlendirilmektedir.

Yönetim, uzay hücresi üretiminin ana güneş üretim hattını kapatmadan veya ana üretimi azaltmadan yapılabildiğini, yüksek marjlı ilave iş alanı oluşturduğunu belirtmiştir. Avrupa’da büyük bir havacılık ve uzay şirketinin özel M10 hücrelerini test ettiği, IRIS² programındaki ana yüklenicilerle görüşüldüğü ve yerli savunma

sanayi tarafında gizlilik anlaşması imzalandığı aktarılmıştır. Bu temaslar gerçekleşmiş satışlarla aynı kesinlikte değildir.

Avrupalı ortakla geliştirme, araştırma merkezleriyle prototip çalışmaları ve AB fonlarından yararlanma planları bulunmaktadır. Uzay pazarına ilişkin sunumda 2026-2035 için %8,9 bileşik büyüme, ABD ve Avrupa için %63 pazar payı ve küçük uydular için %65 talep payı verilmektedir.

Yarı iletkenler ve diğer araştırma alanları

Çip üretimine uygun ingot denemelerine başlanmış ve üretilen örnekler uygunluk testi için yurt dışına gönderilmiştir. Şirketin mevcut kristal büyütme altyapısı, yarı iletken sınıfı ingot ve wafer çalışmalarına başlangıç sağlamaktadır. Bu faaliyet çip üretiminin kendisiyle aynı değildir; toplantıda ticari çip üretim tesisi veya kesinleşmiş büyük ölçekli yarı iletken satış açıklanmamıştır. Yönetim, uzun ve zor bir gelişim süreci olduğunun farkında olarak bu alanda uzun vadeli konum edinmek istediğini belirtmiştir.

Silisyum karbür kristal ve wafer çalışmaları; elektrikli araçlar, güç elektroniği, yenilenebilir enerji, savunma-havacılık, demir yolu ve veri merkezleri için potansiyel alan olarak değerlendirilmektedir. Perovskit-silisyum tandem hücreler, ince wafer ve düşük kesim kaybı teknolojileri de araştırma gündemindedir. Esnek fotovoltaiik ürünlerde otomotiv, havacılık, savunma ve denizcilik; yapıya entegre fotovoltaiik sistemlerde cephe, çatı ve gölgelendirme uygulamaları hedeflenmektedir.

Tarım GES çalışmalarında aynı alanın elektrik ve tarımsal üretim için kullanılması amaçlanmaktadır. Döngüsel ekonomi tarafında polisilikonun üretime geri kazandırılması ve ömrünü tamamlayan panellerde cam, alüminyum ve diğer malzemelerin ayrıştırılması çalışılmaktadır.

İleriye dönük beklentiler ve temettü yaklaşımı

Yönetim 2026'yı yıl sonunda geçen yılın üzerinde bir ciroya ulaşmayı hedeflemektedir. Dolayısıyla ertelenen faturalama ve sevkiyatların ikinci yarıya güçlü biçimde yansması hedefin temel koşuludur.

2027'de ilave kapasite artışı yapılmadan daha yüksek ciro elde edilmesi beklenmektedir. Yeni hücre hattının tam yıl maliyet katkısı, kapasite kullanımı, öz tüketim GES ve ihracat büyümesi beklentinin dayanaklarıdır. ABD panel üretim planı ise 2027 sonuna işaret ettiğinden yılın tamamına aynı ölçüde katkı varsayılmamalıdır.

FAVÖK marjı konusunda finansal sunumda uzun vadede %25 seviyesinin korunması hedefi ifade edilirken, toplantıda satış fiyatları ve EPCF iş karması dikkate alındı. Bu ifadeler aynı kesinlikte tek bir marj rehberi olarak birleştirilmemelidir. 2026 ilk yarı gerçekleşmesi %18,1'dir; sonraki dönemde maliyet katkısıyla iyileşme beklentisi bulunmaktadır. Satış fiyatı piyasa koşullarına bağlı olduğundan maliyetteki %20 düşüş doğrudan aynı ölçüde marj artışı anlamına gelmez.

2027'de finansal borcun azalması, FAVÖK'ün artması ve net borç/FAVÖK oranının daha kabul edilebilir seviyelere gerilemesi hedeflenmektedir. Büyük yurt içi yatırımların tamamlanmasıyla nakdin borç azaltımı açısından daha fazla kullanılabilmesi beklenmektedir. Temettü dağıtan bir şirket haline gelmek nihai amaç olarak belirtilmekle birlikte öncelik yatırımın finansal sonuçlarının görülmesi ve bilanço sağlığının güçlendirilmesidir. Yönetim temettü için belirli tarih veya dağıtım oranı taahhüt etmemiştir.

Değerlendirme

Kalyon PV'nin yatırım hikâyesi, entegre üretimin teknoloji ve izlenebilirlik avantajını ticari büyümeye ve nakit üretimine dönüştürmesine dayanmaktadır. Yeni hattın devreye girmesi, geçmiş saha verileri, yerli hücre ihtiyacı ve holdingin finansman ilişkileri rekabet gücünü desteklemektedir. Buna karşılık Türkiye'de panel kapasitesi fazlası ve fiyat baskısı, salt kapasite büyüklüğünün yeterli olmadığını göstermektedir. Satışların ve kârın hangi ürün, müşteri ve proje karmasından oluştuğu belirleyici olacaktır.

ABD yapılanması, EPCF ve uzay hücreleri farklı büyüme alanları sunmaktadır. Bunların mevcut siparişlerle, görüşme portföyüyle ve Ar-Ge aşamasındaki seçeneklerle ayrı değerlendirilmesi gerekir. Avrupa için yakın vadeli beklenti sınırlıdır; çip sınıfı ingot ve silisyum karbür çalışmaları henüz olgunlaşmış gelir kaynakları olarak kabul edilmemelidir.

2027, yeni hücre hattı ve öz tüketim GES'in tam dönem katkısının daha görünür hale gelebileceği bir yıl olarak öne çıkmaktadır. Ancak ilk yarıdaki düşük nakit bakiyesi, 7,4x net borç/FAVÖK oranı ve net kârdaki ertelenmiş vergi etkisi, dönüşümün henüz tamamlanmadığını göstermektedir. Bu nedenle iyileşmenin satış büyümesi kadar faaliyetlerden nakit üretimi ve borç azaltımıyla teyit edilmesi gerektiği görüşündeyiz.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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. Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği 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 veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

✉ sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

✉ harundemircan@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Enerji, Perakende, GYO, Sigorta

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Kimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 **Sarıyer / İSTANBUL**

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr