

Bu kapsamdaki son YEKA modeli; Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından “Güneş Enerjisine Dayalı Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanları ve Bağlantı Kapasitelerinin Tahsisine İlişkin Yarışma İlanı” ile 4 Kasım 2024 tarihinde duyurulmuştur. Buna göre, 09 Ekim 2016 tarih ve 29852 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanları Yönetmeliği’ne bağlı olarak, toplam 800 MW gücündeki bağlantı kapasitesinin tahsisi amacıyla 6 adet güneş enerjisine dayalı yarışma (YEKA GES-2024) yapılacağı belirtilmektedir.

Türkiye, yenilenebilir enerjiye yönelik ilk düzenleyici yönetmeliği Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması (YEKDEM) modeli ile deneyimlemiştir. YEKDEM Yönetmeliği ile yenilenebilir enerji kurulumu yapacak yatırımcılara kaynak bazında sabit fiyattan alım garantisi verilmiştir. TEİAŞ verilerine göre, Türkiye’de 2004 yılı sonunda toplam kurulu güç 36.824 MW’a ulaşmıştır. Bu kapasitenin 24.145 MW’ı (%65,5) termik, 12.645 MW’ı (%34,3) hidrolik ve 34 MW’ı (%0,1) rüzgar ve jeotermalden oluşmuştur. 2005 yılında yürürlüğe giren 5346 sayılı “Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun” ve sonrasında yapılan düzenlemeler ile birlikte YEKDEM mekanizmasının sektöre dahil olması, Türkiye yenilenebilir enerji kapasitesinin artmasını desteklemiştir. 2023 yıl sonu itibarıyla Türkiye kurulu gücü içerisinde yenilenebilir enerji payı %57 seviyesine ulaşmıştır.

EPDK tarafından yayımlanan Elektrik Piyasasında Lisanssız Elektrik Üretimine İlişkin Yönetmelik ile amacı kendi enerji tüketimlerini karşılamak olan, üretim ve tüketim merkezlerinin bir arada bulunduğu, çatı, cephe ve arazi üzerine kurulabilecek ve güneş enerjisi dahil yenilenebilir enerji kaynaklarından faydalanarak elektrik üretebilecek elektrik üretim santrallerinin kurulması ve işletilmesine dair esas ve usuller belirlenmiştir. PwC “Dünyada ve Türkiye’de Güneş Enerjisi Sektörü 2024” raporunda belirtildiği üzere, çatı üstü GES kurulumları son dönemde bu yönetmeliğin de etkisiyle artış göstermiş olup, öz tüketime yönelik kurulumların devam etmesi beklenmektedir.

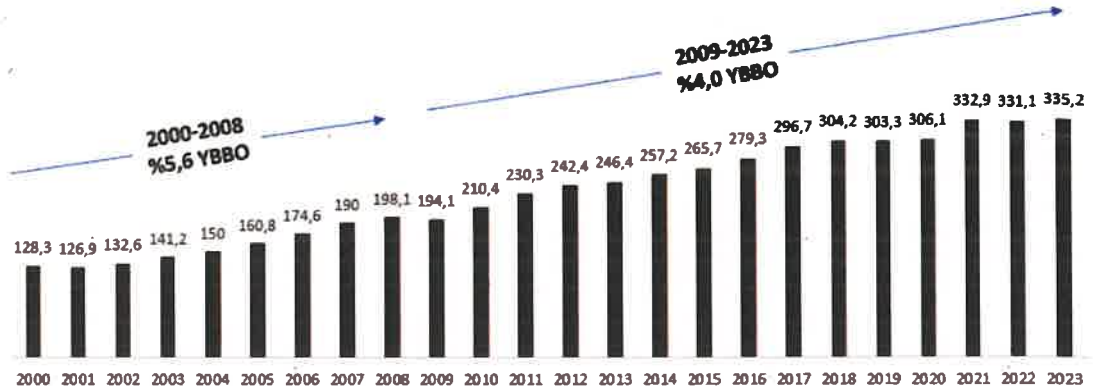
4.3. Türkiye Brüt Elektrik Talebi

2000-2008 yılları arasında Türkiye’deki brüt elektrik talebinin yıllık ortalama %5,6 büyüme kaydettiği, 2009 yılındaki küresel ekonomik kriz döneminde ise bir önceki yıla göre %2 küçüldüğü gözlenmektedir. 2009 yılı sonrasındaki son 14 yıllık dönemde yıllık ortalama %4 büyüyen Türkiye elektrik talebinin bu dönemde toparlanarak ivme kazandığı görülmektedir. SHURA Enerji Dönüşümü Merkezi tarafından yayımlanan “Türkiye elektrik piyasasında talep tarafı katılımının etkinleştirilmesi” raporuna⁷ göre, nüfus ve sanayileşmenin yanı sıra, özellikle elektrikli araçların yaygınlaşması gibi etmenler elektrik talebindeki artışı desteklerken, enerji verimliliği kapsamında yapılan yatırımlar ve teknolojik ilerlemeler ile sağlanan enerji tasarrufu elektrik talebindeki artış hızını kısıtlayıcı faktörler olarak öne çıkmaktadır.

TEİAŞ verilerine göre, Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2023 yılında bir önceki yıla göre %1,2 oranında artarak 335,2 TWh olarak gerçekleşmiştir. Ulusal Enerji Planı’na göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.

⁷ <https://www.shura.org.tr/wp-content/uploads/2021/08/Turkiye-elektrik-piyasasinda-talep-tarafı-katiliminin-etkinlestirilmesi.pdf>

Grafik 10: Brüt Elektrik Talebi (TWh, 2000-2023)



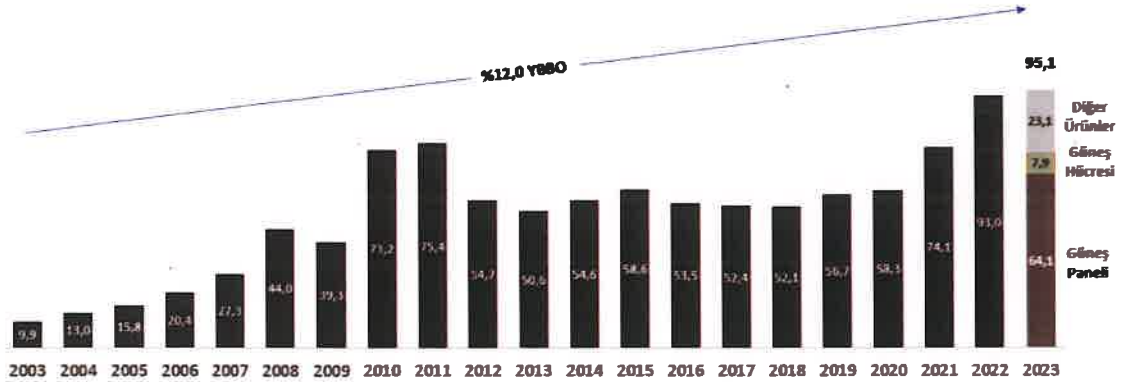
Kaynak: TEİAŞ

4.4. Dünyada Güneş Paneli ve Güneş Hücresinin Dış Ticareti ve Üretimi

Dünyada Güneş Enerjisi Ürünleri İhracatı ve İthalatı⁸

Dünya güneş enerjisi ürünleri⁹ ihracat hacmi, 2003-2023 yılları arasında tutar bazında yıllık ortalama %12 büyüme göstermiştir. Özellikle son yıllarda birçok ülkenin belirlediği “Net Sıfır” hedefleriyle birlikte güneş santrali yatırımlarına yönelik eğilim de güçlenmektedir. 2022 yılında 93 milyar ABD doları olarak gerçekleşen güneş enerjisi ürünleri ihracatı 2023 yılında %2,2 seviyesinde artış göstererek 95,1 milyar ABD doları olmuştur. Bu tutarın 64,1 milyar ABD dolarını panel ihracatı, 7,9 milyar ABD dolarını hücre ihracatı ve 23 milyar ABD dolarını¹⁰ ise diğer güneş enerjisi ürünleri ihracatı oluşturmıştır.

Grafik 11: Dünya Güneş Enerjisi Ürünleri İhracatı (Milyar USD)



⁸ Ülkelerin dış ticarete konu ürünler için farklı sınıflandırmalar uygulaması nedeniyle ortaya çıkan uyumsuzlukları gidermek ve gümrük işlemlerinde yeknesaklığı sağlamak üzere Dünya Gümrük Örgütü tarafından Armonize Sistem Nomanklatürü (AS) oluşturulmuştur. GTİP, İngilizce’de, HS Code, Customs Tariff, Harmonized Code veya Harmonized System olarak adlandırılmaktadır. Dış ticaret verileri International Trade Center (ITC) Trade Map veri tabanından temin edilmiş ve ürünlere ilişkin Gümrük Tarife İstatistik Pozisyonu (GTİP) kodları bazında incelenmiştir. Güneş enerjisi ürünleri, International Trade Center (ITC) Trade Map veri tabanında 2021 yılına kadar 854140 GTİP ile takip edilmiş olup 2022 yılında ürün kırılımları bazında detaylandırılmıştır. Buna göre, ışık yayan diyodlar (LED) ürünü 854141, Hücre 854142, Panel 854143 ve yarı iletken cihazlar 854149 numaralı GTİP kodları ile takip edilmeye başlanmıştır. Dış ticaret göstergelerinde belirtilen dört GTİP kodunun (ışık yayan diyodlar: 854141, Hücre: 854142, Panel: 854143 ve yarı iletken cihazlar: 854149) toplamı dikkate alınmıştır.

⁹ Işık yayan diyodlar (LED), Hücre, Panel ve yarı iletken cihazlar ürünlerini kapsamaktadır.

¹⁰ Diğer güneş enerjisi ürünleri: Işık yayan diyodlar (LED) ve yarı iletken cihazlar ürünlerini kapsamaktadır.

Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map¹¹

Güneş enerjisi ürünleri ihracatında Çin, 2023 yılında 47,6 milyar ABD doları ihracat gerçekleştirerek ilk sırada yer almıştır. Türkiye 474 milyon ABD doları ihracat seviyesi ile dünya sıralamasında 18. sıradadır. Küresel ölçekte güneş enerjisi ürünleri ihracatında ilk 10 ülkenin toplam ihracattaki payı %86 seviyesindedir.

Güneş enerjisi ürünleri ithalatında ise 2023 yılında 22,1 milyar ABD doları ile ilk sırada ABD yer almıştır. Aynı yıl Türkiye 1,6 milyar ABD doları ithalat seviyesi ile 15. sırada konumlanmıştır. Dünya güneş enerjisi ürünleri ithalatında ilk 10 ülkenin toplam ithalattaki payı %62 seviyesindedir.

Tablo 17: Dünya Güneş Enerjisi Ürünleri Dış Ticaretinde Öne Çıkan Ülkeler

İhracatta Başlıca Ülkeler (2023)			İthalatta Başlıca Ülkeler (2023)		
Sıralama	Ülke	İhracat Tutarı (Milyon USD)	Sıralama	Ülke	İthalat Tutarı (Milyon USD)
1	Çin	47.634	1	ABD	22.053
2	Vietnam	7.709	2	Çin	6.215
3	Malezya	6.625	3	Almanya	5.653
4	Tayland	4.549	4	Hindistan	5.298
5	Hong Kong	3.014	5	Brezilya	3.941
6	Almanya	2.943	6	Hollanda	3.810
7	Singapur	2.908	7	Hong Kong	3.359
8	Japonya	2.617	8	İspanya	3.061
9	ABD	2.148	9	Kore	2.899
10	Kamboçya	2.134	10	İtalya	2.573
18	Türkiye	474	15	Türkiye	1.625
İlk 10 Ülke Toplam		82.280	İlk 10 Ülke Toplam		58.863
İlk 10 Ülkenin Toplam İhracattaki Payı		%86	İlk 10 Ülkenin Toplam İthalattaki Payı		%62

Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

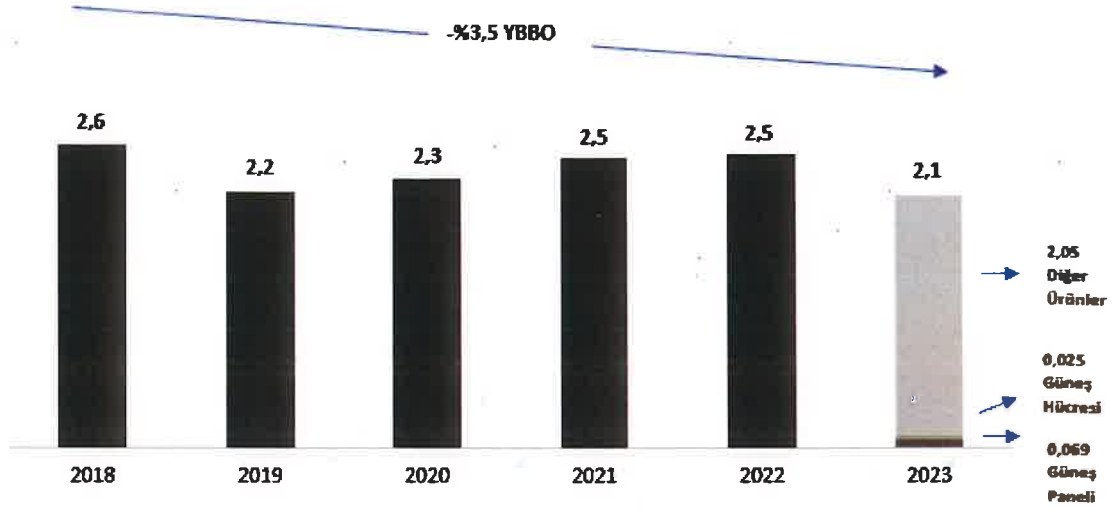
ABD’de Güneş Enerjisi Ürünleri Dış Ticareti

ABD güneş enerjisi ürünleri ihracat hacmi, 2018-2023 yılları arasında tutar bazında yıllık ortalama %3,5 gerileme göstermiştir. 2022 yılında 2,5 milyar ABD doları olarak gerçekleşen güneş enerjisi ürünleri ihracatı, 2023 yılında artan iç talebin etkisi ile yaklaşık 2,1 milyar ABD dolar seviyesine gerilemiştir. Panel ihracatı 69 milyon ABD doları, hücre ihracatı 25 milyon

¹¹ ITC Trade Map verileri izahnamenin yazıldığı tarih itibarıyla kaynaktan alınan bilgilerdir. Trade Map verileri geçmişe yönelik olarak güncellenebilmektedir.

ABD doları ve diğer güneş enerjisi ürünleri ihracatı 2,05 milyar ABD doları¹² olarak gerçekleşmiştir.

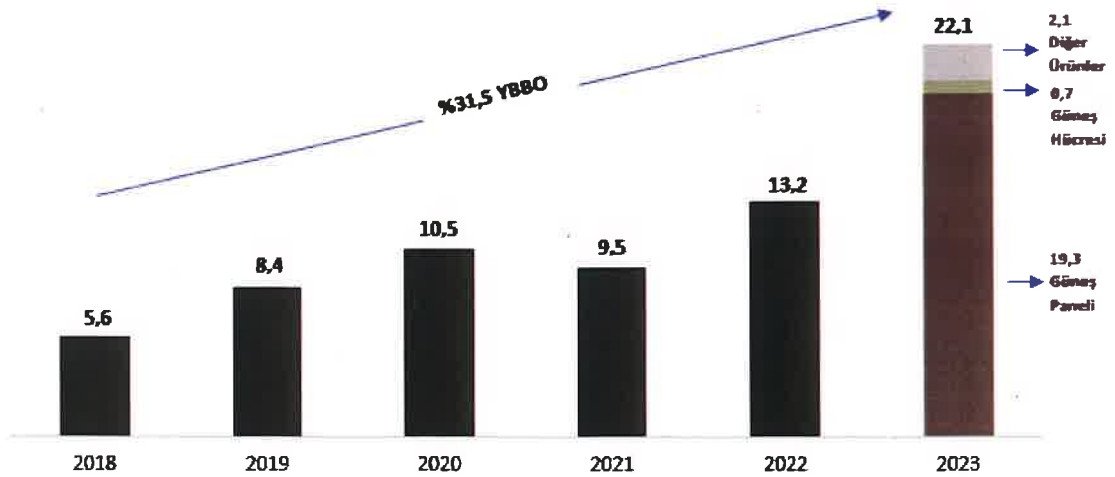
Grafik 12: ABD Güneş Enerjisi Ürünleri İhracatı (Milyar USD)



Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

ABD güneş enerjisi ürünleri ithalat hacmi, 2018-2023 yılları arasında tutar bazında yıllık ortalama %31,5 büyüme göstermiştir. 2022 yılında 13,2 milyar ABD doları olarak gerçekleşen güneş enerjisi ürünleri ithalatı, 2023 yılında %67,6 artış göstererek 22,1 milyar ABD doları olmuştur. Panel ithalatı 19,3 milyar ABD doları, hücre ithalatı 724 milyon ABD doları ve diğer güneş enerjisi ürünleri ithalatı 2,1 milyar ABD doları¹³ olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 13: ABD Güneş Enerjisi Ürünleri İthalatı (Milyar USD)



Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

ABD'nin güneş enerjisi ürünleri ihracatında Tayvan %17 pay ile başı çekerken, ithalatta Vietnam tek başına %23 pay almaktadır.

¹² Diğer güneş enerjisi ürünleri: Işık yayan diyodlar (LED) ve yarı iletken cihazlar ürünlerini kapsamaktadır.

¹³ Diğer güneş enerjisi ürünleri: Işık yayan diyodlar (LED) ve yarı iletken cihazlar ürünlerini kapsamaktadır.

Tablo 18: ABD Güneş Enerjisi Ürünleri İhracatı ve İthalatı İlk 10 Ülke

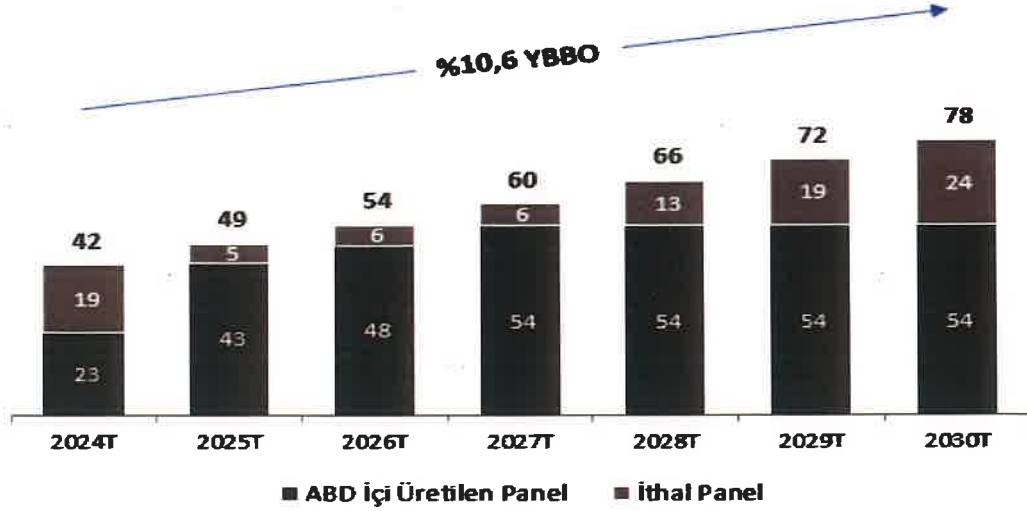
İhracatta Başlıca Ülkeler (2023)			İthalatta Başlıca Ülkeler (2023)		
Sıralama	Ülke	İhracat Tutarı (Milyon USD)	Sıralama	Ülke	İthalat Tutarı (Milyon USD)
1	Tayvan	371	1	Vietnam	5.167
2	Meksika	350	2	Tayland	4.372
3	Almanya	255	3	Malezya	3.358
4	Çin	185	4	Kamboçya	2.466
5	Hong Kong	157	5	Güney Kore	1.342
6	Kanada	134	6	Japonya	529
7	Malezya	134	7	Meksika	524
8	Singapur	88	8	Singapur	461
9	Güney Kore	69	9	Tayvan	323
10	İsrail	59	10	İtalya	308
İlk 10 Ülke Toplam		1.801	İlk 10 Ülke Toplam		18.852
Toplam İhracat		2.148	Toplam İthalat		22.053
İlk 10 Ülkenin Toplam İhracattaki Payı		%84	İlk 10 Ülkenin Toplam İthalattaki Payı		%85

Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

ABD Ticaret Bakanlığı, 2023 yılı Ağustos ayında yaptığı bildiri ile Çin Halk Cumhuriyeti menşeli panel ve hücre ithalatının dört Güney Doğu Asya ülkesi (Vietnam, Malezya, Kamboçya, Tayland) üzerinden gerçekleştirilerek anti-damping ve ek vergi uygulamalarının ihlal edildiğine karar vermiştir. Buna paralel olarak belirtilen dört ülke, 2024 yılı Haziran ayı itibarıyla geçerli olacak şekilde anti-damping ve vergi kapsamına dahil edilmiştir¹⁴.

¹⁴ <https://www.commerce.gov/news/press-releases/2023/08/departments-commerce-issues-final-determination-circumvention-inquiries>

Grafik 14: ABD’de Güneş Paneli Üretimi (GW)



Kaynak: Solar Energy Industries Association (SEIA)

Solar Energy Industries Association (SEIA)¹⁵ tarafından 2023 yılında yayımlanan “American Solar and Storage Manufacturing Renaissance” raporuna göre, ABD’de hücre ve panele yönelik ithalat bağımlılığının azaltılması yeterli görülmemekte olup güneş enerjisi ve depolama ekipmanı üretiminin sağlanması ve/veya bu ekipmanların uygun olabilecek ülkelerden temin edilmesinin önemli olduğu değerlendirilmektedir. Aksi takdirde, ithalata olan bağımlılığın endüstrinin bir bölümünden diğerine aktarılması durumu ile karşılaşılabileceği belirtilmektedir.

Aynı raporda ABD’nin silikon, polisilikon, çelik, alüminyum, reçine ve diğer önemli malzemeleri üretme kapasitesine sahip olduğu ancak güneş enerjisi tedarik zincirinde sorunlar yaşadığı belirtilmektedir. Güneş enerjisi sektörüne yönelik hedeflerin ve/veya beklentilerin belirlenmiş olmasına rağmen, ABD’nin panel, hücre ya da diğer üretim aşamalarına yönelik sınırlı bir kapasiteye sahip olduğu değerlendirilmektedir. Mevcut ABD üretim kapasitesinin genişletilmesine ve rekabet gücünün geliştirilmesine yönelik destekler önemli görülmekte, ABD polisilikon üretiminin rekabet gücünü artırmak için mevcut polisilikon kapasitesine ek yeni yatırımlar yapılması gerektiği belirtilmektedir.

SEIA raporunda, yakın vadede enerji dönüşümü için ihtiyaç duyulan güneş enerjisi sistemlerinin hızlı bir şekilde devreye alınmasını sağlamak amacıyla talebi karşılayacak miktarda ve uygun fiyatlı enerji tedarikini sağlamak için ithalata ihtiyaç duyulacağı belirtilmektedir. IRA geçişini öngörerek yerli fabrika planlamasına başlayan şirketlerin, tesislerinin ticari hacimlerde ürün sevkiyatına başlaması için 6-24 ay kadar süreye ihtiyaçları olacağı, öte yandan bu sürenin 3 yıldan uzun sürebileceği de değerlendirilmektedir.

SEIA raporu tarihi itibarıyla, IRA etkisi ile 47 GW’lık panel, 16 GW’tan fazla hücre, 16 GW’tan fazla ingot ve wafer ve yaklaşık 9 GWac inverter yeni üretim kapasitesi açıklandığı, ayrıca yıllık 20.000 tondan fazla yerli polisilikon kapasitesinin yeniden devreye girmesinin planlandığı belirtilmektedir.

¹⁵ Amerika Birleşik Devletleri’ndeki güneş enerjisi endüstrisinin kâr amacı gütmeyen ulusal ticaret birliğidir.

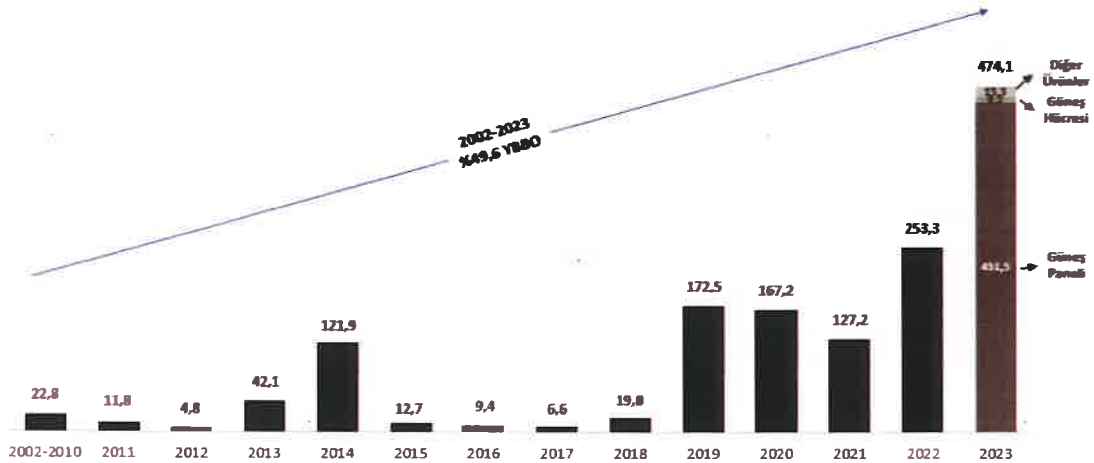
Aynı raporda, yakın vadede ABD panel fabrikalarının yeni hücre fabrikaları yatırımı süreçlerinde ithal hücre ihtiyacının devam edeceği, benzer şekilde yerli Ingot ve Wafer fabrikaları kurulurken hücre fabrikalarının da ithal Ingot ve Wafer ihtiyacı olacağı değerlendirilmektedir. Bu geçiş döneminde üretimin aksamaması ve alt sektörlerdeki fabrikaların faaliyetlerini sürdürebilmesi açısından gerekli izlenebilir ithalatın devam etmesine izin verilmesi, ABD’de sektör açısından önemli bir unsur olarak görülmektedir.

4.5. Türkiye’de Güneş Paneli ve Güneş Hücresinin Dış Ticareti ve Üretimi

Türkiye’de Güneş Paneli ve Güneş Hücresinin Dış Ticareti

Türkiye’de yakın geçmişe kadar panel üretimi, iç pazardaki talebi karşılamaya yönelik gerçekleştirilmiştir. Panel ürünleri küresel ithalat payında ilk sırada olan ABD, belli ülkelere uygulamakta olduğu anti-damping gibi çeşitli önlemlerle ABD tarafından istenen kalite ve yeterlilik şartlarını sağlayabilecek Türk panel ve hücre üreticileri için de önemli bir pazar olarak öne çıkmaktadır. IRA yasasının ABD güneş enerjisi sektöründe yarattığı talep artışı ve bu artışa bağlı olarak hem ABD içi panel/hücre üretimi, hem de ABD dışı panel ithalatının artış göstermesi Türkiye’ye de olumlu yansımıştır. 2022 yılında 185 milyon ABD doları olan Türkiye’nin ABD’ye güneş enerjisi ürünleri ihracatı, 2023 yılında 415 milyon ABD doları seviyesine ulaşmıştır. ABD’ye panel ve hücre ihracatı gerçekleştirilebilmesi için ABD’nin kısıtlayıcı önlemler uygulamadığı ülkelerden tedarikin yapılması gerekmektedir. ABD yasalarına göre, anti-damping kapsamına tabi malların yasaklı ülkelere ithal edilen parça ve/veya bileşenler ile tamamlandığını veya monte edildiğini gösteren kanıtlar varsa, ABD Ticaret Bakanlığı tarafından soruşturma açılabilir¹⁶. Bu anlamda Türkiye, İzahnamenin yazıldığı tarih itibarıyla ABD’nin kısıtlayıcı önlemler uygulamadığı ülkeler arasında yer aldığından avantajlı konumda bulunmaktadır.

Grafik 15: Türkiye Güneş Enerjisi Ürünleri İhracatı (Milyon USD)



Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

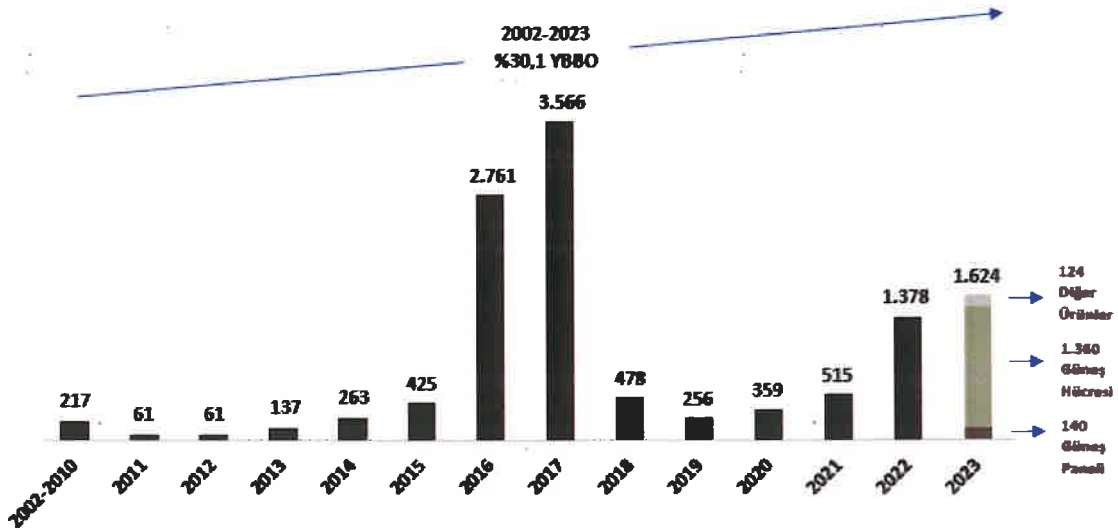
Türkiye güneş enerjisi ürünleri ihracat hacmi, 2002-2023 yılları arasında tutar bazında yıllık ortalama %49,6 artış göstermiştir. 2022 yılında 253,3 milyon ABD doları olarak gerçekleşen güneş enerjisi ürünleri ihracatı 2023 yılında %87 artış göstererek 474,1 milyon ABD doları

¹⁶<https://www.commerce.gov/news/press-releases/2023/08/departments-commerce-issues-final-determination-circumvention-inquiries>

olmuştur. Toplam ihracatın 451,5 milyon ABD doları panel, 9,3 milyon ABD doları hücre ve 13,3 milyon ABD doları¹⁷ diğer güneş enerjisi ürünleri ihracatı olarak gerçekleşmiştir¹⁸.

Türkiye'nin panel ithalatında 2017 yılından bu yana uygulamakta olduğu kısıtlamaların 2023 ve 2024 yılları içerisinde yürürlüğe giren kararlar ("Türkiye'de Güneş Enerjisi Ürünlerine Uygulanan Gümrük Vergileri" bölümünde detaylandırılmaktadır) ile artış göstermesi, anti-damping uygulamasının kapsamının genişletilmesi; gelecek senelerde Türkiye'nin panel ithalatını kısıtlayıcı etmenler olarak öne çıkmaktadır.

Grafik 16: Türkiye Güneş Enerjisi Ürünleri İthalatı (Milyon USD)



Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

Türkiye güneş enerjisi ürünleri ithalat hacmi, 2002-2023 yılları arasında tutar bazında yıllık ortalama %30,1 büyümeye göstermiştir. 2022 yılında 1.378 milyon ABD doları olarak gerçekleşen güneş enerjisi ürünleri ithalatı 2023 yılında %17,9 artış göstererek yaklaşık 1.624 milyon ABD doları olmuştur. Panel ithalatı 140 milyon ABD doları, hücre ithalatı 1.360 milyon ABD doları ve diğer güneş enerjisi ürünleri ithalatı 124 milyon ABD doları¹⁹ olarak gerçekleşmiştir.

2023 yılında Türkiye'nin güneş enerjisi ürünleri ihracatında yaklaşık 415 milyon ABD doları ile ABD %87,6 pay alırken, ithalatta ise Çin Halk Cumhuriyeti yaklaşık 1,3 milyar ABD doları ile %81,1 pay almaktadır. Türkiye'nin ihracatındaki ilk 3 ülkenin toplam içerisindeki payı %91,8 olurken, ithalatındaki ilk 3 ülkenin toplam içerisindeki payı %95,3 seviyesindedir.

¹⁷ Diğer güneş enerjisi ürünleri: Işık yayan diyodlar (LED) ve yarı iletken cihazlar ürünlerini kapsamaktadır.

¹⁸ Dış ticaret göstergelerinde belirtilen dört GTIP (ışık yayan diyodlar: 854141, Hücre: 854142, Panel: 854143 ve yarı iletken cihazlar: 854149) toplamı dikkate alınmıştır.

¹⁹ Diğer güneş enerjisi ürünleri: Işık yayan diyodlar (LED) ve yarı iletken cihazlar ürünlerini kapsamaktadır.

Tablo 19: Türkiye Güneş Enerjisi Ürünleri İhracat ve İthalatı Ülkeler Sıralaması (Milyon USD)

İhracatta Başlıca Ülkeler (2023)			İthalatta Başlıca Ülkeler (2023)		
Sıralama	Ülke	İhracat Tutarı (Milyon USD)	Sıralama	Ülke	İthalat Tutarı (Milyon USD)
1	ABD	415,3	1	Çin	1.318,4
2	Hollanda	12,5	2	Vietnam	119,0
3	Suriye	7,9	3	Malezya	111,5
4	Çin	7,7	4	Tayland	27,8
5	Bulgaristan	5,6	5	Hırvatistan	9,7
6	Rusya	3,6	6	Japonya	6,4
7	Ukrayna	2,0	7	Ürdün	5,3
8	Özbekistan	1,7	8	Fransa	3,9
9	Almanya	1,5	9	Tayvan	3,3
10	Yunanistan	1,4	10	Güney Kore	2,2
İlk 10 Ülke Toplam		459	İlk 10 Ülke Toplam		1.608
Toplam İhracat		474	Toplam İthalat		1.624
İlk 10 Ülkenin Toplam İhracattaki Payı		97%	İlk 10 Ülkenin Toplam İthalattaki Payı		99%

Kaynak: International Trade Center (ITC), Trade Map

Türkiye’de Güneş Paneli Üretimi

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından sektöre sunulan yatırım modelleri ve uygulamalar ile yenilenebilir enerji ülkenin enerji arz güvenliğine katkıda bulunurken, diğer yandan yenilenebilir enerji teknolojilerinde yerli üretimin geliştirilmesi ve nitelikli insan kaynağı kapasitesinin artırılması hedeflenmektedir. Bu bağlamda, Türkiye’nin yenilenebilir enerji potansiyelinin değerlendirilmesinde önemli bir ivmelenme sağlanmakta, ülkemizde yenilenebilir enerji yatırımları artmakta ve dolayısıyla ülkemizin; lojistik avantajı, ekonomik gücü, nitelikli personel yetkinliği ile önemli bir merkez haline getirilmesi amaçlanmaktadır.

Türkiye, güneş enerjisi kapasitesinin gelişimi için aşağıdaki uygulamaları yürürlüğe koymuştur:

- YEKA: Yenilenebilir enerjinin geliştirilmesi için mevcut olarak kullanılan, ilerleyen zamanlarda da kullanılacağı öngörülen ihale modelidir. YEKA ihalelerinin devam edeceği Orta Vadeli Program ve On İkinci Kalkınma Planı’nda da belirtilmektedir.
- Lisanssız Santraller: Öz tüketim amacıyla kullanılması hedeflenen santrallerdir.
- Hibrit Santraller: Farklı teknolojideki enerji santrallerinin tek noktada ana kaynağın yanında yardımcı bir kaynak olarak faaliyet gösterdiği santrallerdir.
- Yenilenebilir Enerji Santrallerine Bütünleşik Batarya Enerji Depolama Tesisleri: EPDK, lisansta beyan edilen kurulu gücü aşmayacak şekilde yenilenebilir enerji santralleri ile entegre enerji depolama tesisi kurulum imkânı sunmaktadır.

- Kapasite Artışı: Faaliyette olan, lisanslı santraller için trafo kapasitelerinin yeterli olması halinde santral kapasite artışları yapılabilmektedir.

Türkiye'deki güneş enerjisi kurulu gücünün hızlı bir şekilde artış göstermesi ve panel teknolojilerinin zaman içerisinde gelişmesi sebebiyle Türkiye'de panel sektörüne giriş yapan pek çok oyuncu olmuştur. İzahnamenin yazıldığı tarih itibarıyla, Türkiye'deki panel üreticilerinin büyük bir çoğunluğunun 1 GW seviyesinden daha az üretim kapasitesine sahip olduğu gözlemlenmektedir.

4.6. Türkiye'de Güneş Enerjisi Ürünlerine Uygulanan Gümrük Vergileri²⁰

Türkiye'de Çin Halk Cumhuriyeti menşeli seçili üreticilerden ithal edilen panellere 20-25 ABD doları/m² aralığındaki anti-damping vergisi 2017 yılında yürürlüğe konmuştur. 2020 yılında panel ithalatı için tüm ülkelere 25 ABD doları/kg birim gümrük kıymeti uygulanarak gözetim uygulaması başlatılmıştır. 2023 yılı Ocak ayında panel ithalatının yanında hücre ithalatı için de tüm ülkelere 60 ABD doları/kg birim gümrük kıymeti uygulanarak gözetim uygulaması başlatılmıştır. Çin Halk Cumhuriyeti menşeli panellere uygulanan anti-damping vergisi 2023 yılı Eylül ayında 5 sene daha uzatılmıştır. 2023 yılı Ekim ayında panel ithalatında gözetim belgesi için gerekli koşullarda sıkılaştırılmaya gidilmiştir. 2023 yılı Kasım ayında gözetim ve anti-damping kapsamında tahakkuk eden ve KDV matrahına dahil olan tüm vergi, resim ve harçlar dolayısıyla ödenen KDV'nin indirilmesi uygulaması kaldırılmıştır. Bunu takiben aynı yılın Kasım ayında Malezya, Vietnam, Tayland, Hırvatistan ve Ürdün menşeli panellere anti-damping vergisi uygulanması hususunda soruşturma başlatılmış, 2024 yılı Mart ayında Ticaret Bakanlığı'nca karara bağlanarak konu ülkeler menşeli panel ithalatına teminat uygulaması getirilmiştir. Uygulamaya göre, bu ülkeler menşeli panel ithalatının, Çin Halk Cumhuriyeti menşeli ithalatta diğer firmalar için uygulanmakta olan dampinge karşı önlem tutarı olan 25 ABD doları/m² tutarında teminata bağlanmasına karar verilmiştir. 2024 yılının Haziran ayında uygulamaya geçecek şekilde, Ticaret Bakanlığı tarafından hücre ithalatı için tüm ülkelere uygulanacak birim gümrük kıymetinin 85 ABD doları/kg seviyesine yükseltildiği açıklanmıştır.

Tablo 20: Türkiye'de Güneş Enerjisi Ürünlerine Uygulanan Gümrük Vergileri

	854141-Işık yayan diyodlar (LED)	854142-Bir modül halinde birleştirilmemiş veya panolarda düzenlenmemiş fotovoltaik Hücreler	854143-Bir modül halinde birleştirilmiş veya panolarda düzenlenmiş fotovoltaik Hücreler	854149-Işığa duyarlı diğer yarı iletken cihazlar
Ek Mali Yükümlülük	Endonezya, Ukrayna, Vietnam ve Hindistan menşeli olanların ithal edilmesi halinde ek mali yükümlülük (0 CIF %), Başlangıç: 01.01.2024 Bitiş: 31.12.2024	Endonezya, Ukrayna, Vietnam ve Hindistan menşeli olanların ithal edilmesi halinde ek mali yükümlülük (0 CIF %), Başlangıç: 01.01.2024 Bitiş: 31.12.2024	Endonezya, Ukrayna, Vietnam ve Hindistan menşeli olanların ithal edilmesi halinde ek mali yükümlülük (0 CIF %), Başlangıç: 01.01.2024 Bitiş: 31.12.2024	Endonezya, Ukrayna, Vietnam ve Hindistan menşeli olanların ithal edilmesi halinde ek mali yükümlülük (0 CIF %), Başlangıç: 01.01.2024 Bitiş: 31.12.2024

²⁰ PwC Dünyada ve Türkiye'de Güneş Enerjisi Sektörü 2024

	854141-Işık yayan diodlar (LED)	854142-Bir modül halinde birleştirilmemiş veya panolarda düzenlenmemiş fotovoltaik Hücreler	854143-Bir modül halinde birleştirilmiş veya panolarda düzenlenmiş fotovoltaik Hücreler	854149-Işığa duyarlı diğer yarı iletken cihazlar
Gözetim		Tüm Ülkeler, 85 ABD doları/kg/brüt (birim gümrük kıymeti), Başlangıç: 03.06.2024-Bitiş: -	25 ABD doları/kg/brüt (birim gümrük kıymeti), Başlangıç: 18.01.2022-Bitiş: -	
Damping			Çin Halk Cumhuriyeti menşeli seçili firmalara 20 ABD Doları/ m ² , diğer firmalara 25 ABD Doları/m ² başlangıç: 01.01.2022 bitiş:15.09.2028, Hırvatistan, Ürdün, Malezya, Tayland, Vietnam menşeli firmalara ²¹ 25 ABD Doları/ m ² vergi, Başlangıç: 26.03.2024 Bitiş: -	

Kaynak: Halka Açık Kaynaklar

4.7. Şirket'in Sektördeki Konumu

Şirket Faaliyette Bulunduğu Sektör / Sektördeki Konumu

Şirket'in gerçekleştirdiği MW bazında yurt içi panel satışları ile Türkiye'deki toplam güneş enerjisi kurulu gücü yıllık güç artışı baz alınarak yurt içi pazar payı aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 21: Kalyon PV Pazar Payı

Pazar Payı*	2021	2022	2023
Kalyon PV Yurt İçi Satış (MW) ²²	546	849	1.095
Türkiye Güneş Enerjisi Kurulu Gücü Yıllık Artışı (MW)	1.410	2.324	4.818
Kalyon PV Yurt İçi Pazar Payı (%)	%39	%37	%23

Kaynak: Şirket, TEİAŞ

*Pazar payı hesaplaması yapılırken yıllar bazında Türkiye güneş enerjisi kurulu gücündeki artış ile Şirket'in ilgili yılda yurt içine yaptığı satışlar karşılaştırılmıştır. Bu noktada, Şirket'in yaptığı satışların teslimat vadesi ile ilgili güneş santrallerinin kurulum, geçici kabul ve

²¹ İstisna olarak damping vergisinden hariç tutulan firmalar; Malezya'da Jinko Solar Technology Sdn. Bhd., Tayland'da Trina Solar Science & Technology (Thailand) Ltd., Vietnam'da Vina Solar Technology Company Limited, JA Solar Vietnam Company Limited ve Trina Solar Energy Development Company Limited

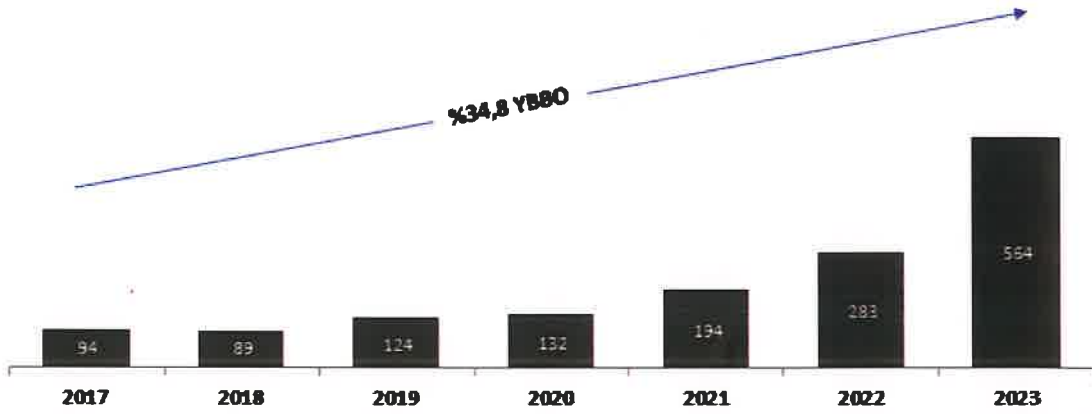
²² Karapınar GES YEKA santrali ve yurt içi piyasaya satışlar dahil, yurt dışı satışlar hariçtir.

faaliyete geçme planlamaları değişiklik gösterebileceğinden Şirket'in pazar paylarında farklılıklar oluşabilir.

Dünya üzerinde panel üretimi değer zincirinin bir veya birkaç noktasında yer alan çok sayıda üretici bulunmaktadır. Ancak, değer zincirinin tüm aşamalarında dikey entegre olan şirket sayısı sınırlıdır. Çin'de Jinko Solar, Trina Solar, LONGi, JA Solar yer almaktadır. Hindistanda ise Adani Solar benzeri dikey entegrasyon üretim sistemini kurmuştur.

National Renewable Energy Laboratory (NREL) verilerine göre, dünya panel satışının hızla arttığı ve toplam satışların sınırlı sayıda şirket tarafından paylaşıldığı gözlemlenmektedir. Dünyada en çok panel satışı yapan şirketlerin önemli bir kısmının Çin Halk Cumhuriyeti menşeli olduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 17: Küresel Yıllık Güneş Hücresi ve Panel Satışı (GW)



Kaynak: National Renewable Energy Laboratory (NREL)

2023 yılındaki dünya geneli hücre ve panel satışı sıralamasında Çin Halk Cumhuriyeti menşeli haricinde sadece tek bir şirket'in ilk 10'da yer alabilmeyi başardığı gözlenmektedir.

Tablo 22: Seçili Şirketler Bazında Dünya Güneş Hücresi ve Panel Satışı (GW, 2023)

Şirket	Menşei	GW	Pazar Payı (%)
Tongwei	Çin	66	12
Jinko Solar	Çin	60	11
LONGi	Çin	58	10
Trina Solar	Çin	56	10
JA Solar	Çin	51	9
Aiko Solar	Çin	37	7
Canadian Solar	Kanada	31	5
Astroenergy	Çin	20	3
Risen	Çin	19	3
Runergy	Çin	17	3
İlk 10 Şirket		414	73
Diğer Şirketler		150	27
Toplam		564	100

Kaynak: National Renewable Energy Laboratory (NREL)

Avantajlar

- Yurt içi pazarda güneş YEKA ihalelerinin devam edecek olması ve talep edilen yerlilik oranı şartının yüksek olması halinde Şirket'in yurt içi panel satış potansiyelinin güçlü olacağı değerlendirilmektedir.

- Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yayımlanan Ulusal Enerji Planı'nda, 2035 yılı itibarıyla 52,9 GW güneş enerjisi kurulu güç hedefinin belirlenmesi ve tüm kaynaklar içerisinde en yüksek seviyenin güneş enerjisinde olması yurt içi talebi desteklemektedir.
- Potansiyel ihracat pazarlarında uzak doğulu üreticilere karşı uygulanan ticaret bariyerleri, Türkiye'nin küresel piyasadaki rekabet gücünü desteklemektedir.
- Türkiye'nin ana ihracat pazarı olan ABD'de, Çin Halk Cumhuriyeti ve dört Güney Doğu Asya ülkesinin (Vietnam, Malezya, Kamboçya, Tayland) ithalatta anti-damping kapsamına dahil edilmesi, Türkiye'nin rekabet gücünü desteklemektedir. Şirket'in izlenebilir hücre üretebilme kabiliyetinin, ABD pazarı için rekabet üstünlüğü sağlayabileceği değerlendirilmektedir.
- Türkiye yerli panel üreticilerini korumak için küresel pazardaki fiyat değişimlerini de dikkate alarak, proaktif bir şekilde ithalatta korunma önlemlerini hayata geçirmektedir.
- Şirket, Çin Halk Cumhuriyeti menşeli olmayan polisilikon tedarikine yönelik uzun dönemli alım sözleşmesine sahip olduğunu belirtmektedir. Bu kapsamda, izlenebilir polisilikon ile hücre üretiminin Türkiye'de gerçekleştiriliyor olması, panellerin de izlenebilir olmasını sağlamaktadır. Bu durumun ABD'ye olan ihracatta avantaj sağladığı Şirket tarafından ifade edilmektedir.
- Avrupa Komisyonu, güneş enerjisi sektöründe Çin'e karşı ABD benzeri korumacı önlemler alınması ve/veya ürünlerin izlenebilir olmasına yönelik görüşmelerde bulunmaktadır. AB'nin önümüzdeki dönemlerde panel ürünlerinde Çin'e ticaret kısıtlaması uygulaması halinde, Şirket için ihracat potansiyeli oluşturabileceği Şirket tarafından belirtilmektedir.
- 24 Ağustos 2024 tarihinde revize edilerek Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından yayımlanan 2012/1 sayılı tebliğ uyarınca, öz tüketim amaçlı güneş enerjisi santrali (GES) yatırımı yapmak isteyen yatırımcıların, bölgesel teşvik programlarından faydalanabilmeleri için projelerinde kullanılacak fotovoltaik panellerin üretim sürecinin ingot dilimleme aşamasından veya öncesindeki bir aşamadan başlayarak yurt içinde üretilmiş güneş hücreleri kullanılarak üretilme şartı getirilmiştir. Kalyon PV, ingot dilimleme sürecinden başlayarak fotovoltaik panellere kadar üretim gerçekleştirebilme kapasitesi ile yalnızca yerli üretim zorunluluğunun karşılanmasında değil aynı zamanda teşvik programlarına uygun ürünler sunabilme kabiliyetine sahip olduğu şirket tarafından belirtilmektedir. Bu durum, bölgesel teşvik programından yararlanmak isteyen yatırımcılar için Şirket'in tercih sebebi olmasını sağlayacaktır.

Dezavantajlar

- Sektördeki diğer oyuncuların da hücre yatırımlarının olması ve buna bağlı olarak Türkiye'deki yerli hücre imalat kapasitesinin önümüzdeki dönemde devreye girmesi öngörülen yatırımlarla artacak olması nedenleri ile yurt içi güneş enerjisi ürünleri pazarında rekabetin artması beklenmektedir.
- Panel satışlarında Şirket'in fiyatlandırma politikasına bağlı olarak müşterilerin teşviklerden yararlanmak yerine Çin menşeli panellere yönelmesi durumu söz konusu olabilir. Satış fiyatlarının seviyesi yerli hücreden üretilen panellerin satışı için önem arz etmektedir.
- Panel sektörü için ABD, Türkiye için önemli bir ihracat pazarı olmakla birlikte, ABD içerisinde IRA etkileri de göz önüne alındığında panel ve hücre üretimi kapasitesinde artış olması beklenmektedir. Bu bağlamda ABD mevcut durumda panel ihtiyacını ağırlıklı olarak ithalat kanalı üzerinden sağlarken, ABD içerisinde yeni kurulacak panel imalat tesisleriyle buradaki stratejisinin ve dış pazarlara olan ihtiyacın değişme ihtimali

bulunmaktadır. Ancak bu durum ABD içerisindeki tesislerin izlenebilir polisilikon ve/veya hücre tedariki yapması halinde geçerli olabilecektir.

- ABD panel tedarik stratejisini bir yandan değiştirirken, öte yandan da başta Uzak Doğu olmak üzere ABD'nin tedarik sağladığı ülkelerdeki firmalar tesislerini ABD'ye taşımaktadır.
- ABD'nin Paris İklim Anlaşması'ndan çekilme ihtimali, ABD'de yenilenebilir enerji hedef ve stratejilerinde değişiklikler yaşanmasına neden olabilir. Aynı zamanda güneş enerjisi teknolojileri sektörüne yönelik ABD tarafından belirlenen ithalatta korunma ve gözetim önlemlerinin öngörülen tarihlerde kaldırılmama ve ilave ticaret bariyerlerinin yürürlüğe konma ihtimali oluşabilir. Bu bağlamda, ABD pazarına güneş paneli ve güneş hücresi satışı hedefleyen şirketlerin ihracat miktarı ve ciro beklentileri aşağı yönlü etkilenebilir.
- Türkiye'de faaliyette bulunan firmaların da ABD'de panel üretim tesisi kurma girişimleri bulunmaktadır. Ancak bu firmaların izlenebilir polisilikon ve/veya hücre tedariki yapabilmesi durumunda ABD pazarındaki konumları belirleyici olacaktır.
- Türkiye'ye yakın bir pazar olan Avrupa özelinde ihracat fırsatı bulunmakla birlikte Avrupa'nın da panel imalat kapasitesini 2025 yılı itibarıyla 30 GW mertebesine çıkarma hedefi, Türkiye'nin bu pazara olan ihracat potansiyelini etkileyebilir.

5. FİNANSAL TABLOLAR

5.1 Bilanço

Şirket'in, 01.01.2021-31.12.2021, 202101.01.2022-31.12.2022, 01.01.2022-31.12.2023 ve 01.01.2024-30.09.2024 dönemlerine ilişkin konsolide finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır. Şirket'in TMS 21 kapsamında fonksiyonel para birimi USD olarak belirlendiği için TMS 29 Enflasyon Muhasebesi Standardı uygulanmamıştır.

Tablo 23: Şirket'in 2021, 2022, 2023 Yıl Sonu ve 2024/09 Ara Dönem Bilançoları

(TL)	30.09.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Dönen Varlıklar	8.911.096.895	5.031.900.965	4.242.759.041	1.457.333.413
Nakit ve Nakit Benzerleri	79.754.221	33.729.725	56.602.558	7.621.735
Ticari Alacaklar	1.309.519.246	820.206.001	890.653.538	273.048.120
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>722.459.833</i>	<i>577.906.456</i>	<i>701.498.848</i>	<i>266.915.091</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>587.059.413</i>	<i>242.299.545</i>	<i>189.154.690</i>	<i>6.133.029</i>
Diğer Alacaklar	56.210.286	228.543.243	99.439.122	48.952.059
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>4.799.016</i>	-	-	1.150.373
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>51.411.270</i>	<i>228.543.243</i>	<i>99.439.122</i>	<i>47.801.686</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	93.584.997	65.563.672	-	-
<i>Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Varlıkları</i>	<i>93.584.997</i>	<i>65.563.672</i>	-	-
Stoklar	5.388.475.635	3.084.454.625	2.340.702.587	821.979.726

(TL)	30.09.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Peşin Ödenmiş Giderler	1.443.055.296	668.457.530	682.288.383	221.189.326
<i>İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	80.620.860	-	8.934.328	27.203.823
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	1.362.434.436	668.457.530	673.354.055	193.985.503
Diğer Dönen Varlıklar	540.497.214	130.946.170	173.072.854	84.542.447
Duran Varlıklar	14.863.789.338	12.472.173.307	6.180.329.808	4.423.228.410
Diğer Alacaklar	1.347.302	1.153.145	722.297	531.147
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1.347.302	1.153.145	722.297	531.147
Maddi Duran Varlıklar	10.342.072.508	8.825.751.643	5.282.982.648	3.921.632.499
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.066.439.912	733.437.677	290.117.525	54.641.424
Peşin Ödenmiş Giderler	-	4.545.388	4.545.388	2.439
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	-	4.545.388	4.545.388	2.439
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3.446.498.608	2.901.852.868	600.699.703	446.420.901
Diğer Duran Varlıklar	7.431.008	5.432.586	1.262.247	-
TOPLAM VARLIKLAR	23.774.886.233	17.504.074.272	10.423.088.849	5.880.561.823
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.732.900.456	4.477.555.578	3.915.431.750	3.548.028.233
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.725.247.326	-	-	750.056.098
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.824.736.607	993.373.488	913.990.851	1.882.430.284
Ticari Borçlar	1.763.719.203	1.791.625.348	1.232.488.813	847.089.609
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	955.941.266	384.825.863	155.847.411	227.884.747
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	807.777.937	1.406.799.485	1.076.641.402	619.204.862
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	68.521.966	75.041.531	26.088.941	11.371.229
Diğer Borçlar	646.483.538	24.980.564	16.886.316	608.534
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	577.191.885	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	69.291.653	24.980.564	16.886.316	608.534
Ertelenmiş Gelirler	1.630.303.983	1.555.425.798	1.711.664.683	51.012.108
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	-	5.096.448	13.115.081	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	1.630.303.983	1.550.329.350	1.698.549.602	51.012.108

(TL)	30.09.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	28.825.248	22.722.036	8.039.924	1.484.600
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	28.825.248	22.722.036	8.039.924	1.484.600
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45.062.585	14.386.813	6.272.222	3.975.771
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.390.071.888	4.984.857.701	3.555.463.993	430.108.828
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.362.059.876	4.976.073.513	3.547.189.874	428.716.743
Uzun Vadeli Karşılıklar	28.012.012	8.784.188	8.274.119	1.392.085
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	28.012.012	8.784.188	8.274.119	1.392.085
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-
ÖZKAYNAKLAR	9.651.913.889	8.041.660.993	2.952.193.106	1.902.424.762
Ödenmiş Sermaye	375.300.000	375.300.000	375.300.000	375.300.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	3.021.703.048	3.073.951.240	1.428.858.905	1.213.624.580
- Yabancı Para Çevrim Farkları	3.078.900.523	3.078.982.625	1.431.737.486	1.213.624.580
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	(57.197.475)	(5.031.385)	(2.878.581)	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.432.591	1.262.249	1.262.249	-
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	6.082.609.372	1.858.345.787	889.849.940	(324.774.578)
Net Dönem Karı/(Zararı)	166.868.878	2.732.801.717	256.922.012	638.274.760
TOPLAM KAYNAKLAR	23.774.886.233	17.504.074.272	10.423.088.849	5.880.561.823

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Bilançodaki Önemli Değişiklikler

Dönen Varlıklar

31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.457.333.413 TL, 4.242.759.041 TL, 5.031.900.965 TL ve 8.911.096.895 TL tutarındadır. Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %191,13'lük artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %18,60'lık artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %136,45'lik artış gerçekleşmiştir.

Nakit ve nakit benzerleri, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 7.621.735 TL, 56.602.558 TL, 33.729.725 TL ve 79.754.221 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %642,65'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %40,41'lik düşüş, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %136,45'lik artış gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklar; 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 273.048.120 TL, 890.653.538 TL, 820.206.001 TL ve 1.309.519.246 TL tutarındadır. Ticari alacaklar, normal iş akışında satılan ürünler veya verilen hizmetler için müşteriden olan alacıklardan oluşmaktadır. Ticari alacakların vadesi genel olarak 30 gün olup, kısa vadeli ticari alacak olarak sınıflandırılmaktadır. Şirket, ticari alacaklarını sözleşmeden doğan nakit akışlarını tahsil etmek amacı ile elinde bulundurmakta ve dolayısıyla etkin faiz yöntemini kullanarak itfa edilmiş maliyeti üzerinden ölçmektedir. Ticari alacaklar; ilişkili taraflardan kısa vadeli ticari alacaklar, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacıklardan oluşmaktadır. Ticari alacaklarda, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %226,19'luk artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %7,91'lik düşüş, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %59,66'lık artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artış esas olarak Şirket'in satışlarını önemli ölçüde arttırmasından kaynaklanmaktadır.

Diğer alacaklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 48.952.059 TL, 99.439.122 TL, 228.543.246 TL ve 56.210.286 TL tutarındadır. Diğer alacaklar, verilen depozito ve teminatlar ile vergi dairesinden alacıklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %103,14'lük artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %129,83'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %75,40'lık düşüş gerçekleşmiştir.

Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar, devam eden inşaat ve taahhüt işlerinden doğan sözleşme varlıklarından oluşmaktadır., 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 65.563.672 TL ve 93.584.997 TL tutarındadır.

Stoklar, ilk madde ve malzeme, yarı mamuller, mamuller, ticari mallar, yoldaki mallar ve diğer stoklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 821.979.726 TL, 2.340.702.587 TL, 3.084.454.625 TL ve 5.388.475.635 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %184,76'lık artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %31,77'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %74,70'lik artış gerçekleşmiştir. 2023 yılında kapasite artışı ardından üretimin artması sebebiyle daha yüksek stok miktarı ile çalışma ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Peşin ödenmiş giderler, ilişkili taraflardan peşin ödenmiş giderler ve ilişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 221.189.326 TL, 682.288.383 TL, 668.457.530 TL ve 1.443.055.296 TL tutarındadır. İlgili peşin ödenmiş giderler, verilen sipariş avansları, ilişkili taraflara verilen sipariş avansları, gelecek yıllara ait giderlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %208,46'lık artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %2,03'lük azalış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %115,88'lik artış gerçekleşmiş olup, söz konusu değişiklikler esas olarak faaliyetlerin artmasına bağlı olarak verilen stok avanslarının artmasından kaynaklanmaktadır.

Diğer dönen varlıklar, İndirilecek KDV ve Diğer KDV'lerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 84.542.447 TL, 173.072.854 TL, 130.946.170 TL ve 540.497.214 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %104,72'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %24,34'lük azalış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %312,76'lık artış gerçekleşmiştir.

Duran Varlıklar

31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 4.423.228.410 TL, 6.180.329.808 TL, 12.472.173.307 TL ve 14.863.789.338 TL tutarındadır. Şirket'in duran varlıkları diğer alacaklar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, peşin ödenmiş giderler, ertelenmiş vergi varlığı ve diğer duran varlıklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %39,72'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %101,80'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %19,18'lik artış gerçekleşmiştir.

Maddi duran varlıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 3.921.632.499 TL, 5.282.982.468 TL, 8.825.751.643 TL ve 10.342.072.508 TL tutarındadır. İlgili maddi duran varlıklar arazi ve arsalar, yeraltı ve yerüstü düzenleri, binalar, tesis makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, yapılmakta olan yatırımlar kalemlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %34,71'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %67,06'lık artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %17,18'lik artış gerçekleşmiştir. 2023 yılı Nisan ayında kapasite artışı sebebiyle maddi duran varlıklar 2023 yılı itibariyle önemli artışlar meydana gelmiştir.

Maddi olmayan duran varlıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 54.641.424 TL, 290.117.525 TL, 733.437.677 TL ve 1.066.439.912 TL tutarındadır. Maddi olmayan duran varlıklar yabancı para çevrim farklarından oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %430,95'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %152,81'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %45,40'lık artış gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş Vergi Varlığı, makine alımları için verilen avanslardan oluşmakta olup, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 446.420.901 TL, 600.699.703 TL, 2.901.852.868 TL ve 3.446.498.608 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %34,56'lık artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %383,08'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %18,77'lik artış gerçekleşmiştir. Şirket'in yıllar içerisinde Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında yapılan yatırımları ve kapasite artışından kaynaklı makine teçhizat alımları önemli derecede artmıştır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 3.548.028.233 TL, 3.915.431.750 TL, 4.477.555.578 TL ve 8.732.900.456 TL tutarındadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %10,36'lık artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %14,36'lık artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %95,40'lık artış gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli borçlanmalar, 31.12.2021'de 750.056.098 TL tutarında kısa vadeli borç bulunurken, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerinde kısa vadeli borç bulunmamaktadır. 30.09.2024'te sona eren yılda ise 2.725.247.326 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu kısa vadeli borç banka kredilerinden oluşmaktadır. 2024 yılında hem işletme sermayesi ihtiyacı için hem de yıl içinde başlanan yatırımlar için kredi kullanılmıştır.

Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.882.430.284 TL, 913.990.851 TL, 993.373.488 TL ve 1.824.736.607 TL tutarındadır. İlgili tutarlar banka kredilerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %51,45'lik azalış, 31

Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %8,69'luk artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %83,69'luk artış gerçekleşmiştir. Söz konusu borçlar banka kredilerinden oluşmaktadır.

30.09.2024 itibarıyla kısa vadeli ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarını oluşturan banka kredileri; %34,18 etkin faiz oranıyla 561.020.909 TL, %10,81 etkin faiz oranıyla 2.385.918.627 TL karşılığı USD, %6,91 etkin faiz oranıyla 1.603.044.397 TL karşılığı EUR'dan oluşmaktadır.

Ticari borçlar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 847.089.609 TL, 1.232.488.813 TL, 1.791.625.348 TL ve 1.763.719.203 TL tutarındadır. İlgili tutarlar ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar, ilişkili taraflara ticari borçlar ve gider tahakkuklarından oluşmaktadır. Ticari borçların ortalama vadesi 30 gündür. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %45,50'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %45,37'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %1,56'lık azalış gerçekleşmiştir. Hammadde fiyatlarındaki düşüş ve verimli hammadde tüketimi ticari borçların artış hızını göreceli olarak azaltmaktadır.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 11.371.229 TL, 26.088.941 TL, 75.041.531 TL ve 68.521.966 TL tutarındadır. İlgili tutarlar ödenecek sosyal güvenlik primleri, personele ödenecek ücretlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %129,43'lük artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %187,64'lük artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %8,69'luk düşüş gerçekleşmiştir. Söz konusu değişimler, personele ödenen ücretlerin ve sosyal güvenlik primi tutarlarına ilişkindir.

Diğer borçlar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 608.534 TL, 16.886.316 TL, 24.980.564 TL ve 646.483.538 TL tutarındadır. İlgili tutarlar ilişkili taraflara diğer borçlardan, alınan depozito ve teminatlar ile diğer çeşitli borçlardan oluşmaktadır. 30.09.2024 tarihi itibarıyla ilişkili Taraflara Diğer Borçlar kaleminin bakiyesi 577.191.885 TL olup, söz konusu tutarın hepsi Kalyon Yatırım Holding'e olan borçtan oluşmaktadır. Söz konusu borç işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılmıştır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %2.674,92'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %47,93'lük artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %2.487,95'lik artış gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş gelirler, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 51.012.108 TL, 1.711.664.683 TL, 1.555.425.798 TL ve 1.630.303.983 TL tutarındadır. Ertelenmiş gelirler, ilişkili taraflardan ertelenmiş gelirler ve ilişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %3.255,41'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %9,13'lük azalış, 31.12.2023'e kıyasla 31.09.2024'te %4,81'lik artış gerçekleşmiştir. Ertelenmiş gelirler 2024 yılında alınan yüksek miktarları sipariş avansları sebebiyle önemli artış göstermiştir.

Kısa vadeli karşılıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.484.600 TL, 8.039.924 TL, 22.722.036 TL ve 28.825.248 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %441,55'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %182,62'lik azalış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'de %26,86'lık artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışların ana sebebi, davalar ve kullanılmamış izinler için ayrılan karşılıklardan oluşmaktadır.

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 3.975.771 TL, 6.272.222 TL, 14.386.813 TL ve 45.062.585 TL tutarındadır. Ödenecek vergi ve fonlar ile diğer çeşitli borç ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %57,76'lık artış,

31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %129,37'lik azalış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %213,22'lik artış gerçekleşmiştir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 430.108.828 TL, 3.555.463.993 TL, 4.984.857.701 TL ve 5.390.071.888 TL tutarındadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli borçlanmalar, uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %726,64'lük artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %40,20'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %8,13'lük artış gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli borçlanmalar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 428.716.743 TL, 3.547.189.874 TL, 4.976.073.513 TL ve 5.362.059.876 TL tutarındadır. İlgili tutarlar banka kredilerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %727,40'lık artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %40,28'lik artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %7,76'lık artış gerçekleşmiştir. 30.09.2024 itibarıyla %34,18 etkin faiz oranıyla 728.676.257 TL, %10,81 etkin faiz oranıyla 4.367.552.851 TL karşılığı USD, %6,91 etkin faiz oranıyla 265.830.768 TL karşılığı EUR uzun vadeli borçlanmaların bulunmaktadır. Bu krediler yatırımların finansmanı, yapılacak ihracatın finansmanı ve istihdam desteği amaçlı kullanılmıştır.

Uzun vadeli karşılıklar; 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.392.085 TL, 8.274.119 TL, 8.784.188 TL ve 28.012.012 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla uzun vadeli karşılıklarda 31 Aralık 2022'de %494,37'lik artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %6,16'lık artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %218,89 artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar esas olarak kıdem tazminatı karşılığı için kullanılan tavan ücretin artmasından kaynaklanmaktadır.

Öz kaynaklar

Özkaynaklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.902.424.762 TL, 2.952.193.106 TL, 8.041.660.993 TL ve 9.651.913.889 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in ödenmiş sermayesi dönemler boyunca 375.300.000 TL'dir.

Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler hesabı ise, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.213.624.580 TL, 1.428.858.905 TL 3.073.951.240 TL ve 3.021.703.048 TL tutarındadır. İlgili tutarlar yabancı para çevrim farklarından oluşmaktadır. 1 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %17,73'lük artış, 31 Aralık 2022'e kıyasla 31 Aralık 2023'te %115,13'lük artış, 31.12.2023'e kıyasla 30.09.2024'te %1,70'lik azalış gerçekleşmiştir.

Şirket'in dönem net kârı, 2021 yılında 638.274.760 TL, 2022 yılında 256.922.012 TL, 2023 yılında ise 2.732.801.717 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk dokuz ayında elde edilen dönem net kârı ise 166.868.878 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla 6.082.609.372 TL tutarında geçmiş yıl karı bulunmaktadır.

Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunun, vadesi gelen borçları ödeme gücünün, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçları ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

Şirket'in finansal tablolarından hesaplanan bazı finansal oranlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir:

Tablo 24: Şirket'in Mali Oranları

Mali Oranlar	30.09.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
1. LİKİDİTE ORANLARI				
Cari Oran	1,02	1,12	1,08	0,41
Likidite Oranı	0,40	0,43	0,49	0,18
Nakit Oranı	0,00913	0,0075	0,0145	0,0021
2. MALİ YAPI ORANLARI				
Kaldıraç Oranı	0,59	0,54	0,72	0,68
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	0,37	0,26	0,38	0,60
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	0,23	0,28	0,34	0,07
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	0,41	0,46	0,28	0,32
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	1,46	1,18	2,53	2,09

5.2. Gelir Tablosu

Şirket'in, 01.01.2021-31.12.2021, 01.01.2022-31.12.2022, 01.01.2022-31.12.2023, 01.01.2023-30.09.2023 ve 01.01.2024-30.09.2024 dönemlerine ilişkin bağımsız denetçi raporunda yer verilen kar veya zarar tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 25: Şirket'in 2021, 2022, 2023 Yıl Sonu ve 2023/09, 2024/09 Ara Dönem Gelir Tablosu

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	4 679.175.920	5.437.984.582	10.560.889.333	5.445.699.997	1.713.903.324
Satışların Maliyeti (-)	-3.580.706.982	-4.876.876.107	-8.780.724.257	-4.897.385.532	-1.359.284.431
BRÜT KAR/(ZARAR)	1.098.468.938	561.108.475	1.780.165.076	548.314.465	354.618.893
Genel Yönetim Giderleri (-)	-295.111.434	-141.786.567	-184.813.277	-88.998.712	-38.508.405
Pazarlama Giderleri (-)	-52.345.012	-65.845.170	-79.372.583	-55.191.032	-2.929.335
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-101.435.738	-51.104.393	-66.714.947	-35.451.633	-2.096.128
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	509.186.803	174.149.434	217.574.273	366.768.178	173.916.069
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-35.782.802	-8.204.213	-74.806.561	-13.797.687	-13.028.332
ESAS FAALİYET KARI	1.122.980.755	468.317.566	1.592.031.981	721.643.579	471.972.762
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-5.308.875	-	-	-	-
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	1.117.671.880	468.317.566	1.592.031.981	721.643.579	471.972.762
Finansman Giderleri (-)	-1.007.904.888	-223.050.405	-388.417.772	-442.083.381	-157.548.349
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	109.766.992	245.267.161	1.203.614.209	279.560.198	314.424.413
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	57.101.886	-168.803.418	1.529.187.508	-22.638.186	323.850.347
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	-62.656.456	-50.517.427	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	57.101.886	-106.146.962	1.579.704.935	-22.638.186	323.850.347
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI	166.868.878	76.463.743	2.732.801.717	256.922.012	638.274.760
DÖNEM KARI	166.868.878	76.463.743	2.732.801.717	256.922.012	638.274.760

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU					
DÖNEM KARI/ZARARI	166.868.878	76.463.743	2.732.801.717	256.922.012	638.274.760
DİĞER KAPSAMLI GELİRLER:					
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	1.443.384.018	1.357.791.133	2.356.666.170	470.759.780	749.303.920
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	-86.669.033	-14.410.848	-2.870.405	-3.598.226	-
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.508.385.793	1.369.319.812	2.358.818.974	473.638.361	749.303.920
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları), Vergi Etkisi	21.667.258	2.882.169	717.601	719.645	-
DİĞER KAPSAMLI GELİR	1.443.384.018	1.357.791.133	2.356.666.170	470.759.780	749.303.920
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	1.610.252.896	1.434.254.876	5.089.467.887	727.681.792	1.387.578.680

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in net satışları ve bu satışlardaki değişimlerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 26: Şirket'in Net Satışlarındaki Değişimler

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Yurtiçi mamul satışları	4.573.657.019	5.266.794.056	10.321.907.708	5.445.774.884	1.684.301.194
Yurtdışı mamul satışları	52.388.107	235.562.101	265.360.766	7.906.125	-
Hammadde – Yarı mamul satışları	5.073.904	88.513.746	81.638.373	21.671.188	7.979.457
Hizmet satışları	51.972.268	8.363.771	68.396.534	3.612.850	2.540.393
İskonto ve iadeler (-)	-3.915.378	-161.249.092	-176.414.048	-33.265.050	-274.444
Diğer satışlar	-	-	-	-	19.356.724
Net Satışlar	4.679.175.920	5.437.984.582	10.560.889.333	5.445.699.997	1.713.903.324

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

31.12.2021 ile biten finansal tablo döneminde net satışlar 1.713.903.324 TL iken, 31.12.2022 ile biten finansal tablo döneminde %217,74 yükselişle 5.445.699.997 TL'ye çıkmıştır. 31.12.2023 ile biten finansal tablo döneminde ise bir önceki döneme göre %93,93 oranında yükselerek 10.560.889.333 TL'ye çıkmıştır. 2023 yılının ilk dokuz ayında 5.437.984.582 TL olan net satışlar, 2024 yılının aynı döneminde %13,95 düşüşle 4.679.175.920 TL'ye düşmüştür.

Şirket'in yaptığı satışların 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerinde sırasıyla %98,26'sı, %99,39'u, %96'sı, %96,85'i ve %97,75'i yurtiçi mamul satışlarından oluşmaktadır.

Satışların yıl içerisindeki dağılımında etkili olan faktörler inşaat sezonu, müşterilerin Yatırım Teşvik Belge süreçlerinin tamamlanması, GES inşası sırasında ruhsatlandırma, ÇED vb. süreçler olarak sıralanmaktadır.

Şirket'in satışları yıllar içerisinde birim satış fiyatlarına da dayalı olarak üretim kapasitesindeki artış doğrultusunda artmaktadır.

Şirket YEKA şartlarında üretim yapabilecek alt yapıya sahip olduğu için yurtiçi Panel tedarikçileri arasında önemli bir konumdadır. Yurtiçi mamul satışlarının yüksek olması ile birlikte 2026 yılı ve sonrası itibarıyla Şirket'in satış payları içerisinde ihracatında önemli bir pay alması öngörülmektedir.

Şirket'in maliyetleri ve bu maliyetlerdeki değişimleri gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 27: Şirket'in Maliyet Kalemleri

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
İlk madde ve malzeme giderleri	-2.266.580.128	-3.169.626.691	-6.275.682.677	-3.405.730.611	-823.592.106
Genel üretim giderleri	-624.735.339	-1.046.949.512	-1.408.505.543	-966.885.253	-349.116.919
Personel giderleri	-220.784.677	-396.053.689	-569.550.747	-205.765.812	-81.613.331
Amortisman ve itfa payları	-403.829.604	-231.101.510	-451.887.790	-310.860.174	-103.793.204
Satılan hizmet maliyeti	-64.777.234	-33.144.705	-75.097.500	-8.143.682	-1.168.871
Satılan Ticari Mal Maliyeti	-3.580.706.982	-4.876.876.107	-8.780.724.257	-4.897.385.532	-1.359.284.431

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında satışların maliyeti 31 Aralık 2021 tarihinde 1.359.284.431 TL iken 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal yılda %260,29'luk bir artışla 4.897.385.532 TL'ye, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal yılda %79,29'luk bir artışla 8.780.724.257 TL'ye ulaşmıştır. Satışların maliyeti 30 Eylül 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde ise 4.876.876.107 TL iken 30 Eylül 2024'te sona eren finansal dönemde önceki yılın aynı dönemine göre %26,58'lik bir azalışla 3.580.706.982 TL olmuştur.

Satışların maliyetlerinin tam yıllarda artmasının temel sebebi, genel üretim giderleri, personel giderleri ve satılan hizmet maliyetindeki artışlar olmakla birlikte, 2024 yılının ilk 9 ayındaki bir önceki yılın aynı dönemine göre olan düşüşün nedeni ürün tipine göre elde edilen tasarruflardan kaynaklı ilk madde ve malzeme giderleri ile genel üretim giderlerindeki düşüşlerdir.

Şirket'in brüt kar tutarları ve bu tutarların dönemler içerisindeki değişimlerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 28: Şirket'in Brüt Karları

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Brüt kâr	1.098.468.938	561.108.475	1.780.165.076	548.314.465	354.618.893
Brüt kâr marjı (%)	23,46	10,31	16,86	10,07	20,69

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Yıllar itibarıyla satış maliyetleri, hasılat artışı ile karşılaştırıldığında dalgalanma göstermiş olup, dolayısıyla Şirket'in brüt kar marjı da yıllar itibarıyla dalgalanma göstermektedir.

Faaliyet gelir ve giderleri:

Aşağıdaki tabloda faaliyet gelir ve giderleri ve dönemler içerisindeki değişimlerine yer verilmiştir.

Tablo 29: Şirket'in Faaliyet Gelir ve Gider Değişimleri

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	09.2024 Hasılat Oranı (%)	09.2023 Hasılat Oranı (%)	2023 Hasılat Oranı (%)	2022 Hasılat Oranı (%)	2021 Hasılat Oranı (%)
Genel yönetim giderleri	-295.111.434	-141.786.567	-184.813.277	-88.998.712	-38.508.405	6,31	2,61	1,75	1,63	2,25
Pazarlama giderleri	-52.345.012	-65.845.170	-79.372.583	-55.191.032	-2.929.335	1,12	1,21	0,75	1,01	0,17
Araştırma ve geliştirme giderleri	-101.435.738	-51.104.393	-66.714.947	-35.451.633	-2.096.128	2,17	0,94	0,63	0,65	0,12
Toplam	-448.892.184	-258.736.130	-330.900.807	-179.641.377	-43.533.868	9,59	4,76	3,13	3,30	2,54

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Genel Yönetim Giderleri:

Şirket'in genel yönetim giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 30: Şirket'in Genel Yönetim Giderleri

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Personel giderleri	-111.258.629	-50.998.390	-77.571.023	-29.226.426	-13.165.180
Vergi, resim, harç giderleri	-10.792.355	-28.379.417	-14.595.529	-6.415.637	-4.014.485
Dışardan sağlanan faydalar	-23.566.161	-28.244.527	-26.402.658	-17.293.444	-2.897.037
Danışmanlık giderleri	-36.573.455	-11.405.274	-14.652.372	-18.833.876	-10.760.306
Amortisman ve itfa payları	-28.178.841	-10.565.953	-14.036.425	-6.419.662	-3.109.842
Kira giderleri	-14.307.682	-400.368	-682.104	-1.315.807	-2.031.647
Sigorta giderleri	-32.747.960	-	-16.353.069	-	-
Güvenlik giderleri	-2.699.831	-762.274	-908.725	-2.609.464	-1.044.814
Seyahat giderleri	-19.964.443	-6.771.015	-9.059.763	-6.153.914	-1.044.814
Diğer	-15.022.077	-4.259.349	-10.551.609	-730.482	-440.280
Toplam	-295.111.434	-141.786.567	-184.813.277	-88.998.712	-38.508.405

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2021 yılında 38.508.405 TL olan genel yönetim giderleri 2022 yılında %131,11 oranında artarak 88.998.712 TL, 2023 yılında ise %107,66 oranında artarak 184.813.277 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde ise genel yönetim giderleri 2023 yılının aynı dönemine göre %108,13 oranında artarak 295.111.434 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarlarda meydana gelen değişiklik personel gideri artışları, sigorta gideri ve dışarıdan sağlanan faydalardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 31: Şirket'in Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Danışmanlık giderleri	-4.311.793	-21.234.353	-26.291.323	-82.502	-17.426
Reklam giderleri	-16.993.759	-13.450.486	-17.899.631	-10.753.290	-518.122
Vergi, resim ve harç giderleri	-1.661.134	-11.703.039	-12.423.468	-262.327	-303.049
Nakliye giderleri	-17.271.937	-8.513.793	-12.202.489	-31.475.170	-100.090
Personel giderleri	-7.148.984	-3.693.408	-5.674.860	-1.919.202	-103.780
Taşıeron giderleri	-579.765	-1.344.734	-	-4.193.243	-244.420
Seyahat giderleri	-3.407.800	-1.331.528	-2.105.621	-657.549	-77.495
Dışardan sağlanan fayda ve hizmetler	-71.743	-446.884	-832.304	-559.087	-167.427
Bakım ve onarım giderleri	-72.401	-252.501	-5.890	-1.295.538	-2.089
Amortisman ve itfa payları	-111.808	-35.183	-44.771	-55.053	-
Diğer	-713.888	-3.839.261	-1.892.227	-3.938.071	-1.395.437
Toplam	-52.345.012	-65.845.170	-79.372.583	-55.191.032	-2.929.335

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2021 yılında 2.929.335 TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2022 yılında %1784,08 oranında artarak 55.191.032 TL, 2023 yılında ise %43,81 oranında artarak 79.372.583 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde ise pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2023 yılının aynı dönemine göre 20,50 oranında azalarak 52.345.012 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in araştırma ve geliştirme giderlerinin detayları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32: Şirket'in Araştırma ve Geliştirme Giderleri

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
İlk madde ve malzeme ve personel giderleri	-	-13.810.773	-18.318.610	-24.026.644	-1.002.719
Amortisman ve itfa payları giderleri	-101.435.738	-37.293.620	-48.396.337	-10.722.070	-1.050.646
Diğer	-	-	-	-702.919	-42.763
Toplam	-101.435.738	-51.104.393	-66.714.947	-35.451.633	-2.096.128

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2021 yılında 2.096.128 TL olan araştırma ve geliştirme giderleri 2022 yılında %1591,29 oranında artarak 35.451.633 TL, 2023 yılında ise %88,19 oranında artarak 66.714.947 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde ise araştırma ve geliştirme giderleri 2023 yılının aynı dönemine göre %98,48 oranında artarak 101.435.738 TL olarak gerçekleşmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler:

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 33: Şirket'in Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirleri

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri	469.655.209	138.994.371	181.173.895	257.666.257	166.578.702
Reeskont faiz gelirleri	10.745.621	10.559.329	8.264.365	-	542.893
Banka mevduatlarından faiz gelirleri	9.511.720	3.607.527	6.032.736	3.670.192	191.280
Hurda satış gelirleri	-	1.789.044	-	848.612	272.825
Tazminat gelirleri	3.026.539	323.827	323.827	4.228.943	1.831.291
Teşvik gelirleri	-	10.693.190	-	83.943.194	422.201
Diğer gelirler	16.247.714	8.182.146	21.779.450	16.410.980	4.076.877
Toplam	509.186.803	174.149.434	217.574.273	366.768.178	173.916.069

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2021 yılında 191.995.918 TL olan esas faaliyetlerinden diğer gelirleri 2022 yılında %110,89 oranında artarak 366.768.178 TL, 2023 yılında ise %40,67 oranında azalarak 217.574.273 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde ise esas faaliyetlerinden diğer gelirleri 2023 yılının aynı dönemine göre %192,38 oranında artarak 509.186.803 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarlarda meydana gelen değişiklik kur farkı gelirlerinden kaynaklanmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler:

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 34: Şirket'in Diğer Faaliyetlerden Diğer Giderleri

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Bağış ve yardımlar	-11.714.786	-3.682.826	-3.682.826	-5.405.205	-6.386.664
Reeskont faiz giderleri	-13.795.769	-1.207.188	-2.064.514	-	-
Kanunen kabul edilmeyen giderler	-5.540.569	-2.119.316	-29.436.780	-7.675.131	-6.140.428
Hurda satış giderleri	-	-	-38.183.156	-	-
Diğer giderler	-4.731.678	-1.194.883	-1.439.285	-717.351	-501.240
Toplam	-35.782.802	-8.204.213	-74.806.561	-13.797.687	-13.028.332

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2021 yılında 13.028.332 TL olan esas faaliyetlerinden diğer giderleri 2022 yılında %5,90 oranında artarak 13.797.687 TL, 2023 yılında ise %442,17 oranında artarak 74.806.561 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde ise esas faaliyetlerinden diğer giderleri 2023 yılının aynı dönemine göre %336,15 oranında artarak 35.782.802 TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in net satışlarının yurt içi ve yurt dışı satışlara dağılımı aşağıdaki gibidir.

Tablo 35: Şirket'in Yurt İçi ve Yurt Dışı Satış Dağılımları

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	Değişim (2021/2022) (%)	31.12.2023	Değişim (2022/2023) (%)	30.09.2023	30.09.2024	Değişim (09.2023/09.2024) (%)
Yurtiçi mamul satışları	1.684.301.194	5.445.774.884	223,33	10.321.907.708	89,54	5.266.794.056	4.573.657.019	-13,95

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	Değişim (2021/2022) (%)	31.12.2023	Değişim (2022/2023) (%)	30.09.2023	30.09.2024	Değişim (09.2023/09.2024) (%)
Yurtdışı mamul satışları	-	7.906.125	0,00	265.360.766	3256,39	235.562.101	52.388.107	-77,76
Hammaddede - Yan mamul satışları	7.979.457	21.671.188	171,59	81.638.373	276,71	88.513.746	5.073.904	-94,27
Hizmet satışları	2.540.393	3.612.850	42,22	68.396.534	1793,15	8.363.771	51.972.268	521,40
İskonto ve indirimler (-)	274.444	33.265.050	12020,89	176.414.048	430,33	-161.249.092	-3.915.378	-97,57
Diğer satışlar	19.356.724	-	-100,00	-	0,00	-	-	0,00
Net Satışlar	1.713.903.324	5.445.699.997	217,74	10.560.889.333	93,93	5.437.984.582	4.679.175.920	-13,95

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla 1.713.903.324 TL olan toplam net satışlar, 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla %217,74'lük bir artış göstererek 5.445.699.997 TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2022 tarihinde ise net satışlar, bir önceki finansal yıla kıyasla %93,93'lük bir artışla 10.560.889.333 TL olarak gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2023 tarihinde 5.437.984.582 TL olan toplam net satışlar, 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla %13,95'lik bir düşüş göstererek 4.679.175.920 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in yaptığı satışların 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerinde sırasıyla %98,26'sı, %99,39'u, %96'sı, %96,85'i ve %97,75'i yurtiçi mamul satışlarından oluşmaktadır.

Satışların yıl içerisindeki dağılımında etkili olan faktörler inşaat sezonu, müşterilerin Yatırım Teşvik Belge süreçlerinin tamamlanması, GES inşası sırasında ruhsatlandırma, ÇED vb. süreçler olarak sıralanmaktadır.

Şirket'in satışları yıllar içerisinde birim satış fiyatlarına da dayalı olarak üretim kapasitesindeki artış doğrultusunda artmaktadır.

Şirket YEKA şartlarında üretim yapabilecek alt yapıya sahip olduğu için yurtiçi Panel tedarikçileri arasında önemli bir konumdadır. Yurtiçi mamul satışlarının yüksek olması ile birlikte 2024 yılı ve sonrası itibarıyla Şirket'in satış payları içerisinde ihracatında önemli bir pay alması öngörülmektedir.

Yıllar içerisinde yurt içi ve yurt dışı satışlarda görülen artışın temel sebepleri; Şirket'in yıllar içerisinde yaptığı kapasite ve iyileştirme yatırımlarına bağlı artan ticaret hacmi, yeni müşterilerin portföye eklenmesi, hedeflediği pazarlardaki artan varlığı ve genel olarak piyasada oluşan fiyat artışlarından kaynaklanmaktadır.

5.3. FAVÖK Hesaplaması

Şirket'in 01.01.2021-31.12.2021, 01.01.2022-31.12.2022, 01.01.2023-31.12.2023, 01.01.2023-30.09.2023 ve 01.01.2024-30.09.2024 dönemlerinde elde etmiş olduğu FAVÖK'ler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 36: Şirket'in Dönemler İçerisinde Elde Ettiği FAVÖK Tutarları

(TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	4.679.175.920	5.437.984.582	10.560.889.333	5.445.699.997	1.713.903.324
Satışların Maliyeti (-)	-3.580.706.982	-4.876.876.107	-8.780.724.257	-4.897.385.532	-1.359.284.431
BRÜT KAR/(ZARAR)	1.098.468.938	561.108.475	1.780.165.076	548.314.465	354.618.893
Genel Yönetim Giderleri (-)	-295.111.434	-141.786.567	-184.813.277	-88.998.712	-38.508.405
Pazarlama Giderleri (-)	-52.345.012	-65.845.170	-79.372.583	-55.191.032	-2.929.335
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-101.435.738	-51.104.393	-66.714.947	-35.451.633	-2.096.128
Faaliyet Karı/Zararı	649.576.754	302.372.345	1.449.264.269	368.673.088	311.085.025
Amortisman	533.555.991	278.996.266	517.711.407	328.056.958	107.953.692
FAVÖK	1.183.132.745	581.368.611	1.966.975.676	696.730.046	419.038.717

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in elde etmiş olduğu FAVÖK tutarlarının Dolar cinsinden değerleri ve kullanılan USD/TL kurları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 37: Şirket'in Dolar Cinsinden FAVÖK Tutarları

	FAVÖK SOA	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
FAVÖK (TL)	2.568.739.810	1.183.132.745	581.368.611	1.966.975.676	696.730.046	419.038.717
USD/TL ²³	-	32.2092	22.1887	23.7776	16.5659	8.8719
FAVÖK (Bin USD)	93.256	36.733	26.201	82.724	42.058	47.232

01.10.2023-30.09.2024 dönemine ilişkin FAVÖK hesaplaması yapılırken, 01.01.2023-31.12.2023 döneminde elde edilmiş olan 82.724 Bin USD değerindeki FAVÖK tutarından 01.01.2023-30.09.2023 döneminde elde edilmiş olan 26.201 Bin USD değerindeki FAVÖK tutarı çıkarılmış ve söz konusu tutar üzerine 01.01.2024-30.09.2024 döneminde elde edilmiş olan 36.733 Bin USD değerindeki FAVÖK tutarı eklenerek, son 12 ayda elde edilmiş olan FAVÖK tutarı olarak 93.256 Bin USD değerine ulaşılmıştır.

6. DEĞERLEME ANALİZİ

Bu değerlendirme çalışması; SPK'nın III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayınlanan UDS kapsamında yürütülmüş ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olmasına özen gösterilmiştir. UDS'de belirtildiği üzere; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanmaktadır. Bu yöntemler;

- Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları Analizi)
- Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları, İNA)
- Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

Şirket'in değerlemesinde Şirket'in faaliyet yapısı gereği Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemleri esas alınmış olup bu yöntemlerin bir sonucu olarak Şirket'in adil ve makul değerine ulaşılması amaçlanmıştır.

6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

İNA yöntemine göre, Şirket'in faaliyetlerinden elde edeceği nakit yaratımları (esas faaliyet kârı+amortisman) öngörülmekte; vergi ödemelerinin, gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Projeksiyon yıllarında elde edileceği öngörülen serbest nakit akışları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akışlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır.

Sonsuza giderken hesaplanacak değer (nihai değer-terminal değer-uç değer) kapsamında uzun vadeli büyüme beklentileri ve değerlemeye konu son yıllardaki büyüme oranları göz önünde bulundurulmaktadır. Şirket için hazırlanan işbu çalışmada 2024 yılı son çeyreği ile 2034 yılları arasında Şirket iş planları, sektörel ve ekonomik beklentiler dikkate alınarak nakit akış projeksiyonu hazırlanmış ve 2034 yılı sonrası için nihai değer hesaplaması yapılmıştır. Nihai büyüme oranı %2 olarak dikkate alınmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca (2024/4Ç-2034) oluşan net bugünkü değer ve 2034 yılı sonrasındaki nihai değer toplamı Şirket'in Girişim Değeri'dir. Öz Sermaye Değeri'ne ulaşmak için Girişim Değeri'nden Net Finansal Borç (Toplam Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri) çıkarılmaktadır.

²³ İlgili dönemler için ortalama USD/TL kuru kullanılmıştır.

İNA yönteminde; iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

AOSM = (Borç/(Borç+Öz Sermaye)) * Borçlanma Maliyeti * (1-Vergi Oranı) + (Öz Sermaye/ (Borç+Öz Sermaye)) * Öz Sermaye Maliyeti

Öz sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranına risk primi eklenmektedir.

$\text{Öz sermaye Maliyeti}(Re) = \text{Risksiz Getiri Oranı}(R_f) + \beta \text{Beta} * (\text{Risk Primi}(R_m - R_f))$

Risksiz Getiri (Rf) oranı olarak 10 yıllık USD cinsinden Türkiye Cumhuriyeti Eurobondu'nun son 6 aylık ortalama getirisi (%7,1) dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi (Rm-Rf) oranı piyasadaki risk oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı ifade etmektedir. Değerleme çalışmasında risk primi %5,5 olarak dikkate alınmıştır.

Beta (β), pazardaki değişkenliğin pay fiyatındaki oynaklığa oranıdır. Bir pay senedinin beklenen getirisi, bu pay senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir; risk düzeyi sıfırdır.

Beta = 1 ise; pay senedi piyasası ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösterir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri daha çok risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir.

Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan Beta (β) = 1 kabul edilmiştir.

Borçlanma maliyetinin (Rd) risksiz getiri oranı olan 10 yıllık USD cinsinden Türkiye Cumhuriyeti Eurobondu'nun 2 baz puan üzerinde gerçekleşeceği ve bu beklentiler doğrultusunda, vergi öncesi borçlanma maliyetinin 2024/4Ç-2034 projeksiyon döneminde %9,1 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Borç/(Borç + Öz Kaynak) oranı; finansal borç/(finansal borç + öz kaynak) hesaplanarak dikkate alınmış olup, Şirket'in 01.01.2024-30.09.2024 dönemi mali tablolarında söz konusu oran %51 seviyesindedir.

Vergi oranının, Şirket'in, sahip olduğu teşvikler dikkate alınarak 2024/4Ç-2028 arasında kurumlar vergisi ödemeyeceği, 2029-2034 arasında ise efektif vergi oranının %25 olacağı varsayılmıştır.

Tablo 38: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı

AOSM Bileşenleri	2024/4Ç	2025	2026	2027	2028	2029+
Risksiz Faiz Oranı (Rf)	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Piyasa Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Öz Kaynak Maliyeti	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti (Rd)	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Finansal Borç/(Finansal Borç + Öz Kaynak)	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Efektif Vergi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%
AOSM	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	9,7%

6.1.1. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

Şirket, devam eden yatırımlar kapsamında öz tüketim enerji ihtiyacını karşılamak üzere güneş enerji santrali (GES), mevcut PERC (Passivated Emitter Rear Cell) hatlarının TOPCon (Tunnel Oxide Passivated Contact) hatlarına dönüşüm yatırımı ve upgrade (mevcut hatların daha verimli hatlara dönüştürülmesi) yatırımlarını tamamlamayı hedeflemektedir. GES yatırımının tamamlanması sonucunda üretilen elektrik ile mevcut tesisindeki kullandığı elektrik enerji karşılanması hedeflenmektedir. GES ile üretilen elektriğin bir kısmı iç tüketimde kullanılacağı

gibi aynı zamanda fazla üretilen enerjinin şebekeye verilmesi de beklenmektedir. GES yatırımının 2025 yılı son çeyrek itibarıyla devreye girip, tesisin elektrik ihtiyacını karşılamaya başlaması hedeflenmektedir.

Devam eden diğer yatırımlar kapsamında TOPCon yatırımı ile hücre üretim kapasitesinin 2.000 MW düzeyine çıkarılması hedeflenmektedir. Böylece Şirket'in hücre üretim tarafı da aynı zamanda modül üretim kapasitesi olan 2.000 MW düzeyine çıkarılarak modül gereksinimleri çerçevesinde ihtiyaç duyulan hücre darboğazı ortadan kaldırılacaktır.

Şirket, 2025 yılında 157 MW büyüklüğünde öz tüketim GES yatırımı yapmakta olup, yatırım büyüklüğü toplamda 105 milyon USD seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Şirket'in 2025 yılında yapacağı hücre yatırımıyla TOPCon hücre üretimine başlaması ve hücre üretim kapasitesini de 2.000 MW'a çıkartması hedeflenmektedir. Bu sayede Şirket dikey entegrasyona bağlı üretim stratejilerini daha esnek hale getirerek rekabetçiliğini artırmayı amaçlamaktadır. Ayrıca, TOPCon hücre ve modül üretimiyle beraber Şirket, hem kapasite artışı kaynaklı hem de verimlilik kaynaklı olarak maliyetlerini önemli derecede düşürmek imkanına sahip olmayı hedeflemektedir. Yatırımın devreye alınması ile hem hücre hem de hücreden sonraki proses olan modül üretimi birbiri ile seri olarak 2.000 MW üretim kapasitesine sahip olacaktır. Toplam yatırım maliyetinin 40 milyon USD olması beklenmektedir.

Firmanın Ar-ge yatırımlarının yıllık 6,5 milyon USD, idame yatırımların ise 3 milyon USD olması beklenmektedir.

Tablo 39: Şirket'in Planlanan Yatırımları

(Bin USD)	2024/4	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Öz Tüketim GES	12.000	69.200	23.800	-	-	-	-	-	-	-	-
TOPCon Yatırımı	-	32.000	8.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Upgrade	1.200	4.400	1.100	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Yatırımı	-	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500
İdame Yatırım	-	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Toplam	13.200	115.100	42.400	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500

Kaynak: Şirket

6.1.2. Hasılat Projeksiyonu

Şirket, güneş enerjisi teknolojileri alanında faaliyet göstermekte olup dikey entegre bir üretim sistemine sahip konumdadır. Dünya üzerinde panel üretimi değer zincirinin bir veya birkaç noktasında yer alan çok sayıda üretici bulunmasına rağmen, bugün itibarıyla değer zincirinin tüm aşamalarında dikey entegre olan şirket sayısı sınırlıdır. Şirket, 2025 yılında yapacağı hücre yatırımıyla TOPCon hücre üretimine başlamayı ve hücre üretim kapasitesini 2026 yılı itibarıyla 2.000 MW seviyesine yükseltmeyi planlamaktadır. Bu sayede dikey entegrasyona bağlı üretim stratejilerinin daha esnek hale getirilmesi ve rekabetçiliğin artırılması hedeflenmektedir.

T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından 19 Ocak 2023 tarihinde yayımlanan "Ulusal Enerji Planı"nda 2035 yılı itibarıyla 52,9 GW güneş enerjisi kurulu güç hedefi belirlenmesi ve sonrasında 11 Kasım 2024 tarihinde yayımlanan "2024-2028 Stratejik Planı" ile daha önce belirlenen hedeflere yeni yönlendirmeler yapılması, yurt içi talebi destekleyen unsurlar olarak öne çıkmıştır. İlave olarak, T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından 21 Ekim 2024 tarihinde yayımlanan ve ülkemizin yenilenebilir enerjide 2035 yılı yol haritasını içeren "Enerji Dönüşümü- Yenilenebilir Enerji 2035" sunumu ile yurt içi pazara ilişkin güncel hedef ve beklentiler paylaşılmıştır. Paylaşılan bilgilere göre, 2035 yılında 120.000 MW rüzgâr ve güneş enerjisi kurulu gücüne ulaşılması hedeflenmekte ve bu hedefe yönelik olarak her yıl en az 2.000 MW YEKA (rüzgâr ve güneş toplam) ihalesi yapılmasının planlandığı ifade edilmektedir. Her yıl devam etmesi beklenen güneş YEKA ihalelerinde, talep edilmesi

muhtemel yerlilik oranı şartı da göz önünde bulundurulduğunda, yerli hücreden fotovoltaiik panel üretimi kapasitesine sahip olan firmaların avantajlı konumda olacağı Şirket tarafından belirtilmektedir.

T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından 24 Ağustos 2024 tarihinde duyurulan ve aynı tarihli 32642 sayılı resmî gazetede yayımlanan “Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Kararın Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Tebliğ No: 2012/1)’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (No: 2024/1)” kapsamında²⁴, “28/2/2025 tarihinden önce ilgili tebliğin 23’üncü maddesinin dokuzuncu fıkrasında belirtilen usule uygun tamamlama vizesi müracaatında bulunulacak teşvik belgeleri kapsamındaki yatırımlar için olanlar hariç olmak üzere ingot dilimleme veya öncesindeki bir aşamadan başlayarak yurt içinde üretilen güneş paneli” kullanılması durumunda ilgili güneş santrali yatırımcılarının yatırım harcamalarının teşvik belgesi kapsamında değerlendirileceği belirtilmektedir.

Bu bağlamda Şirket, ingot dilimleme sürecinden başlayarak fotovoltaiik panellere kadar üretim yapabilme kapasitesi ile yalnızca yerli üretim zorunluluğunun karşılanmasında değil aynı zamanda teşvik programlarına uygun ürünler sunabilme kabiliyetine de sahip olmuştur. Bu duruma istinaden Şirket, bölgesel teşvik programından yararlanmak isteyen güneş santrali yatırımcılarına yapılacak satışlar konusunda avantajlı konumda olduğunu ifade etmektedir.

Yurt içi pazara ilişkin yukarıdaki bilgiler kapsamında, Şirket’in bölgesel teşvikten faydalanabilecek yatırımcılara yönelik GES projelerine satış yapabileceği değerlendirilmektedir. Dikey entegre üretim kabiliyetine bağlı olarak üretim süreçlerinin daha esnek hale getirilmesi ile Şirket, yatırımcıların taleplerine yönelik olarak farklı üretim aşamalarından başlayabilecek şekilde ürün sunabileceğini belirtmektedir. T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından açıklanan hedefler doğrultusunda yıllık yaklaşık 1.000 MW seviyesinde güneş YEKA ihalesi yapılabileceği değerlendirilmektedir. YEKA ihalelerinde Şirket, geçmiş YEKA tecrübesi ve üretim kabiliyeti ile yeni yapılacak YEKA projelerine panel tedariki yapmayı planlamaktadır. Sektördeki diğer oyuncuların da yerli hücre yatırımlarının olması ve buna bağlı olarak Türkiye’deki yerli hücre imalat kapasitesinin önümüzdeki dönemde devreye girmesi öngörülen yatırımlarla artacak olması nedenleri ile yurt içi güneş enerjisi ürünleri pazarında rekabetin artması beklenmektedir. Artan rekabet kaynaklı olarak Şirket, yurt içi fotovoltaiik panel satışlarının seneler itibarıyla gerileyeceğini, fakat buna karşılık olarak yurt dışı satışların artacağını öngörmektedir.

Yurt dışına satışlar konusunda öne çıkan pazar ABD olarak değerlendirilmektedir. Şirket, 2023 yılından beri ABD pazarına satış gerçekleştirmekte olup yeni satış anlaşmaları konusunda çalışmalar yürütüldüğünü belirtmektedir. İzlenebilir polisilikondan üretim, UL sertifikası gibi gereksinimleri karşılayabilen üreticilerden biri olunması sebebi ile ABD pazarındaki geliştiriciler için öne çıkan bir tedarikçi konumunda olduğu yine Şirket tarafından ifade edilmektedir. ABD Ticaret Kanunu’nda yer alan Section 201 kapsamında güneş hücresi ve güneş paneli ithalatına ek vergi uygulaması²⁵ bulunmaktadır. Şirket bu konuda sektör yetkilileriyle yaptığı görüşmeler ve araştırmaları neticesinde ABD’deki IRA²⁶ (Inflation Reduction Act) kapsamındaki hedeflerin gerçekleştirilebilmesi kaynaklı olarak, belirtilen vergi uygulamasının 2026 yılı Şubat ayında yürürlükten kaldırılacağını ve ilave bir tarife ya da ticaret bariyerinin olmayacağını beklemektedir. Buna ilave olarak, ABD’de Çin Halk Cumhuriyeti ile

²⁴ T.C. Cumhurbaşkanlığı Resmî Gazete, 24 Ağustos 2024, Sayı:32642, Erişim:21 Ocak 2025 <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2024/08/20240824-4.htm>

²⁵ U.S. Customs and Border Protection, QB 23-507 Solar Cells and Modules 2023, Erişim:21 Ocak 2025 <https://www.cbp.gov/trade/quota/bulletins/qb-23-507>

²⁶ ABD’de 16 Ağustos 2022 tarihinde yürürlüğe giren Enflasyonu Azaltma Yasası (Inflation Reduction Act “IRA”), enflasyonu birden fazla başlık altında belirlenen aksiyonlarla düşürmeyi hedefleyen bir yasa olarak tasarlanmıştır. Temiz enerji dönüşümü altında, yenilenebilir enerji yatırımcılarına ve üreticilerine vergi indirimi veya vergi iadesi şeklinde çeşitli teşvikler sunarak ABD’de yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımının artırılması, temiz enerji dönüşümü için gerekli altyapının sağlanmasını, ABD içi üretim faaliyetleri ve hedeflerinin bu kapsamda desteklenmesi amaçlanmaktadır.

birlikte dört Güney Doğu Asya ülkesinin (Vietnam, Malezya, Kamboçya, Tayland) ithalatta anti-damping kapsamına dahil edilmesinin Türkiye'nin rekabet gücünü destekleyeceği değerlendirilmektedir. Yurt dışı satışları için; Şirket'in beklentilerine yönelik olarak, ABD'de IRA kapsamındaki yenilenebilir enerji hedeflerinin devam ettirileceği ve Section 201 kapsamındaki vergi uygulamasının 2026 yılı Şubat ayında kaldırılacağı varsayılmıştır. Buna göre, PwC Dünyada ve Türkiye'de Güneş Enerjisi Sektörü raporunda SEIA (Solar Energy Industries Association) kaynağına atıfta bulunularak sunulan ABD güneş paneli üretiminde ithal panel ihtiyacı öngörüsü, Şirket'in yurt dışı satışlarının gelişiminde dikkate alınmıştır.

Şirket ayrıca, ingot dilimleme aşamasından başlayarak hücre üretimi yapabilen nadir yerli üreticilerden olması sebebiyle, yerli hücre üretim kabiliyeti olmayan diğer panel üreticilerinin kendisinden hücre talep ettiğini belirtmektedir. Bu bağlamda Şirket'in satış stratejisi olarak yurt içine hücre satışı da planlanmaktadır. Öte yandan, Şirket ABD'ye hücre satışı için talep edilen başlıca kriterleri karşılayabildiğini belirtmekte olup buna yönelik olarak yurt dışına hücre satışı yapmayı da planlamaktadır.

Şirket'in ürünlerine ilişkin birim satış fiyatlarının yine Şirket'in ABD enflasyonu tahminleri doğrultusunda seneler itibarıyla artış göstereceği varsayılmıştır.

Şirket'in beklentilerine yönelik panel ve hücre satışlarının gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 40: Gelir Projeksiyonu

(Bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Yurt İçi Panel ve Hücre	184.753	292.742	353.534	360.605	354.287	319.969	312.292	318.537	324.908	331.406	338.034
Yurt Dışı Panel ve Hücre	1.833	26.000	65.688	67.002	82.137	125.995	142.868	145.725	148.640	151.613	154.645
Toplam	186.586	318.742	419.222	427.607	436.424	445.964	455.160	464.263	473.548	483.019	492.679

2024 yılında 186,6 milyon ABD doları seviyesinde olması beklenen toplam cironun, 2024-2034 arası dönemde yıllık ortalama %10,2 oranında artarak 2034 yılında yaklaşık 492,7 milyon ABD doları seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Şirket'in beklentilerine yönelik panel ve hücre satışlarının MW cinsinden gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 41: Satış Miktarı Projeksiyonu

MW	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Yurt İçi Panel ve Hücre	484	1.235	1.462	1.462	1.412	1.262	1.212	1.212	1.212	1.212	1.212
Yurt Dışı Panel ve Hücre	4	100	290	290	340	490	540	540	540	540	540
Toplam	488	1.335	1.752	1.752	1.752	1.752	1.752	1.752	1.752	1.752	1.752

2024 yılında toplam 488 MW olarak gerçekleşmesi beklenen panel ve hücre satışlarının, 2024-2034 arası dönemde yıllık ortalama %13,6 artış göstererek 2034 yılında 1.752 MW seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

6.1.3. Maliyet Projeksiyonu

Şirket'in amortisman hariç işletme maliyetleri ilk madde malzeme, personel, enerji ve diğer üretim giderlerinden oluşmaktadır. İşletme maliyetleri içerisinde en büyük payı %80 dolaylarında ilk madde malzeme ve sonrasında %10 düzeylerinde elektrik enerjisi maliyeti oluşturmaktadır. İşletme maliyetleri öngörüsünde 157 MW kapasitede kurulacak GES tesisinin üreteceği elektrik enerjisinin yaratacağı yıllık tasarruf, maliyetlere yansıtılmıştır. GES tesisinin devreye girmesi ile birlikte Şirket'in üretim aşamasında kullanacağı elektriğin yenilenebilir bir kaynak olan güneşten sağlanması hedeflenmektedir. Aşağıdaki tabloda panel ve hücre yıllık işletme giderlerinin yıllara dağılımı verilmiş olup, ayrıca öz tüketim GES projesinin marjinal katkısı da gösterilmiştir.

Tablo 42: Panel ve Hücre Yıllık İşletme Giderleri ve GES Projesinin Katkısı

(Bin USD)	2024/4	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Yurt içi (panel+hücre)	(29.967)	(207.464)	(228.264)	(232.829)	(230.166)	(212.373)	(209.006)	(213.186)	(217.449)	(221.798)	(226.234)
Yurt dışı (panel+hücre)	-	(18.200)	(45.924)	(46.842)	(57.434)	(88.127)	(99.934)	(101.933)	(103.972)	(106.051)	(108.172)
Toplam Yıllık İşletme Gideri	(29.967)	(225.664)	(274.188)	(279.672)	(287.601)	(300.500)	(308.940)	(315.119)	(321.421)	(327.850)	(334.407)
Tasarruf (öz tüketim GES)	-	2.467	17.136	17.479	17.828	18.185	18.549	18.920	19.298	19.684	20.078
Tasarruf Sonrası İşletme Gideri	(29.967)	(223.196)	(257.052)	(262.193)	(269.772)	(282.315)	(290.391)	(296.199)	(302.123)	(308.166)	(314.329)

Kaynak: Şirket

6.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Nakit akış projeksiyonlarında Şirket'in amortisman giderleri hariç faaliyet giderlerinin ciroya oranının ortalama %3,3 seviyelerinde olacağı öngörülmüştür. Projeksiyon dönemlerinde Şirket'in her yıl 10 milyon USD Ar-Ge gideri oluşacağı varsayılmış olup, bu tutarın 6,5 milyon USD'lik kısmı yatırım olarak değerlendirilmiş, kalan 3,5 milyon USD'lik kısmı ise faaliyet gideri olarak dikkate alınmıştır.

Tablo 43: Faaliyet Giderleri Projeksiyonu²⁷

(Bin USD)	2024/4T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Faaliyet Giderleri (Ar-Ge Dahil)	5.991	11.469	13.981	14.190	14.411

(Bin USD)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Faaliyet Giderleri (Ar-Ge Dahil)	14.649	14.879	15.107	15.339	15.575	15.817

6.1.5. Operasyonel Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Operasyonel net işletme sermayesi, Şirket'in ticari faaliyetlerine ilişkin net işletme sermayesindeki (ticari alacakları, stokları, ticari borçları, stoklara yönelik verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları) değişimler dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Şirket'in 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 2024 ilk 9 aylık dönemi mali tablolarındaki ticari faaliyetlerine ilişkin alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi, verilen sipariş avansları dahil stok tutma süresi, alınan sipariş avanslarının ciroya oranı hesaplanmış ve Şirket'in beklentileri de dikkate alınarak faaliyet süreleri projekte edilmiştir.

Tablo 44: Operasyonel Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

(Bin USD)	2024/4T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar	36.969	39.843	52.403	53.451	54.553
Alacak Tahsil Süresi (gün)	71	45	45	45	45
Ticari Borçlar	49.978	49.599	57.123	58.265	59.949
Borç Ödeme Süresi (gün)	140	80	80	80	80
Verilen Sipariş Avansları Dahil Stoklar	198.864	173.989	170.176	175.487	180.515
Verilen Sipariş Avansları Dahil Stok Tutma Süresi (gün)	486	260	215	215	215
Alınan Sipariş Avansları	45.943	78.483	103.224	105.288	107.459
Alınan Sipariş Avansları/Ciro	25%	25%	25%	25%	25%
Operasyonel Net İşletme Sermayesi	139.913	85.750	62.232	65.384	67.659
Operasyonel Net İşletme Sermayesi Değişimi	-	(54.163)	(23.517)	3.152	2.275

(Bin USD)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Ticari Alacaklar	55.746	56.895	58.033	59.194	60.377	61.585
Alacak Tahsil Süresi (gün)	45	45	45	45	45	45
Ticari Borçlar	62.737	64.531	65.822	67.139	68.481	69.851
Borç Ödeme Süresi (gün)	80	80	80	80	80	80
Verilen Sipariş Avansları Dahil Stoklar	188.508	193.833	190.888	192.951	197.062	200.257
Verilen Sipariş Avansları Dahil Stok Tutma Süresi (gün)	215	215	215	215	215	215

²⁷ Söz konusu tutarlar amortisman hariçtir.

(Bin USD)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Alınan Sipariş Avansları	109.809	112.073	114.314	116.600	118.932	121.311
Alınan Sipariş Avansları/Ciro	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Operasyonel Net İşletme Sermayesi	71.708	74.124	68.784	68.406	70.026	70.680
Operasyonel Net İşletme Sermayesi Değişimi	4.049	2.416	(5.340)	(378)	1.620	654

6.1.6. Amortisman Giderleri Projeksiyonu

Amortisman giderleri projeksiyonu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 45: Amortisman Projeksiyonu

(Bin USD)	2024 (10-12)T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Amortisman Giderleri	2.135	20.020	31.530	35.770	36.720

(Bin USD)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Amortisman Giderleri	37.670	38.620	26.480	23.690	24.640	23.720

6.1.7. Net Finansal Borç

Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Girişim Değeri'nden net finansal borç düşülerek Özkaynak Değeri'ne ulaşılmaktadır.

Şirket'in net finansal borcunun hesaplanmasında 30.09.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır.

Tablo 46: Net Finansal Borç Özeti

(Bin USD)	2024/9
Toplam Finansal Borçlar (+)	289.974
Kısa Vadeli Borçlanmalar	79.726
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	53.382
Uzun Vadeli Borçlanmalar	156.866
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	2.337
Net Finansal Borç	287.637

Tablo 47: İndirgenmiş Nakit Akışları

(Bin USD)	2024 (10-12)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Net Satışlar	41.312	318.742	419.222	427.607	436.424	445.964	455.160	464.263	473.548	483.019	492.679
Satılan Malın Maliyeti+Faaliyet Giderleri (Amortisman dahil)	38.093	254.685	302.562	312.153	320.903	334.634	343.890	337.786	341.152	348.381	353.866
Esas Faaliyet Kârı (FVÖK)	3.219	64.057	116.660	115.454	115.521	111.330	111.269	126.477	132.396	134.638	138.813
FAVÖK	5.354	84.077	148.190	151.224	152.241	149.000	149.889	152.957	156.086	159.278	162.533
FAVÖK Marjı	13,0%	26,4%	35,3%	35,4%	34,9%	33,4%	32,9%	32,9%	33,0%	33,0%	33,0%
Efektif Vergi Oranı (t)	0%	0%	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Esas Faaliyet Kârı (FVÖK) * (1-t)	3.219	64.057	116.660	115.454	115.521	83.498	83.452	94.858	99.297	100.978	104.110
Amortisman (+)	2.135	20.020	31.530	35.770	36.720	37.670	38.620	26.480	23.690	24.640	23.720
Yatırım Harcamaları (-)	13.200	115.100	42.400	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500
İşletme Sermayesi İhtiyacı (-)	221	(54.163)	(23.517)	3.152	2.275	4.049	2.416	(5.340)	(378)	1.620	654
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-8.068	23.141	129.307	138.572	140.466	107.619	110.156	117.178	113.865	114.499	117.676
İndirgeme Oranı (WACC)	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
İndirgenmiş SNA Değerleri	-7.862	20.343	102.538	99.120	90.633	63.296	59.056	57.263	50.721	46.491	43.554

Uç Değer Hesabı	
Uç Değer Büyüme Oranı	%2
Uç Değer (Bin USD)	1.557.659
Uç Değerin Bugünkü Değeri (Bin USD)	576.515

İNA Sonucu	Bin USD
Uç Değer	576.515
İndirgenmiş SNA Toplamı	625.151
Girişim Değeri	1.201.665
(-) Net Finansal Borç	287.637
Öz Sermaye Değeri	914.029

TÜRKİYE KALKINMA VE
YATIRIM BANKASI A.Ş.
İhtilaf Mah. Dr. Adnan Boyacıoğlu Cad.
No: 10 Ümraniye / İSTANBUL

6.2. Pazar Yaklaşımı

UDS'de tanımlandığı üzere, Pazar Yaklaşımı varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır.

Bu fiyat tespit raporunun, Şirket'in halka arzı amacıyla hazırlandığı da göz önünde bulundurulduğunda, bu değerlendirme çalışmasında Pazar Yaklaşımı'nın bir alt başlığı olan Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında şirket değerlemesinde Şirket'in Piyasa Değerinin veya Firma (işletme) Değerinin temel finansal göstergelere bölünmesi sonrasında elde edile Piyasa Çarpanları kullanılmaktadır. Bu çarpanlar aşağıda sıralanmaktadır:

- Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar)
- Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)
- Fiyat / Kazanç (F/K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)

FD/Satışlar çarpanı, benzer şirketlerin firma değeri ile net satışların bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Bu çarpan aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarını dikkate almaması sebebiyle bu değerlendirme çalışmasının hazırlanmasında tercih edilmemiştir.

F/K çarpanı, benzer şirketlerin pay fiyatı ile bay başına net karın bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Bu çarpan örneklem içerisinde farklı ülkelerin yer alması ve bu ülkelerde net kara ulaşırlarken uygulanan muhasebe standartlarında farklılaşmaların olması sebebiyle bu değerlendirme çalışmasının hazırlanmasında tercih edilmemiştir.

FD/FAVÖK çarpanı, benzer şirketlerin firma değeri ile FAVÖK'ünün bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Emsal şirketlerin nakit yaratma kapasitesi, ülkeler arası vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, gelecekte kar yaratma kapasitesini göstermesi konularında bir standart oluşturması ve şirketler arasında sağlıklı bir karşılaştırma yapılmasını mümkün kılması nedeniyle FD/FAVÖK çarpanı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

PD/DD çarpanı, benzer şirketlerin piyasa değeri ile defter değerlerinin bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Yurtdışı benzer şirketlerin büyüme evresini tamamlamış ve gelişmiş finansal piyasalarda uzun yıllardır yüksek karlılıkla faaliyet göstermeleri nedeniyle geçmiş dönemlerden biriken geçmiş yıl karları sayesinde yüksek defter değerine sahiptirler. Kalyon PV ise faaliyetlerinin büyük bir kısmını hala gelişmekte olan, Türkiye piyasasında gösteren bir şirket olarak, büyüme evresini tamamlamış benzer şirketlerin aksine büyümesine devam etmekte olan bir şirkettir. Bu çerçevede PD/DD çarpanı bu değerlendirme çalışmasının hazırlanmasında tercih edilmemiştir.

Emsal şirketlerin seçimi yurt içi ve yurt dışı şirketler olmak üzere iki ana kategoride gerçekleştirilmiştir.

Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde Türkiye'de faaliyet gösteren kısıtlı sayıda firma bulunması nedeniyle Şirket'in halka arz sonrası dahil olacağı Borsa İstanbul A.Ş. pay piyasasında işlem gören ve güneş paneli üreticisi olan seçili şirketler kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler örneklemine, güneş paneli, ingot ve/veya hücre üreticisi olan şirketler yer almaktadır. Söz konusu şirketlerin seçiminde, Şirket ile benzer faaliyet göstermesi ve şirketlere ilişkin finansal verilerin güvenilir kaynaklardan temin edilebilir olması kriterleri göz önüne alınmış olup, doğru ve adil bir çarpan değerine ulaşılması amaçlanmıştır.

Değerleme çalışmasında yurt içi ve yurt dışı toplam 803 şirket incelenmiş olup, söz konusu şirketlerden yukarıda tanımlanan kriterlere uyan, bu değerlendirme çalışmasına baz oluşturan finansal rapor döneminde raporlama yapmış ve herhangi bir eksik veya yanlış veriye sahip olmadığına kanaat getirilen şirketler değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

Bu kapsamda yurt içinde faaliyet gösteren toplam 3 şirket ve yurt dışında çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren toplam 18 şirket bu değerlendirme çalışmasına esas oluşturmıştır.

6.2.1. Yurt İçi Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan yurt içi benzer şirketlerin iş tanımları ve 17.01.2025 tarihi itibarıyla FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Yurt içinde benzer faaliyet gösteren halka açık şirket sayısının az olmasından dolayı uç değer aralığına yer verilmemiş, adil bir değere ulaşılması amacıyla medyan değer yerine ortalama değer kullanılmıştır. Hesaplanan bu değerlere TL'nin USD karşısındaki değişimlerinin de uyarlanması Şirket'in adil değerini yansıtmak için gerekli olduğu değerlendirilerek, son bilanço tarihi olan 30.09.2024 ile çarpan analizinde kullanılan şirketlerin kapanış fiyatlarının baz alındığı 17.01.2025 tarihi arasındaki TCMB gösterge USD/TL kur değerlerinin alış satış ortalamaları birbirine oranlanarak bir katsayı hesaplanmış ve ortalama değer bu katsayıya bölünerek kur etkisine göre uyarlanmıştır.

Tablo 48: Yurt İçi Benzer Şirket Bilgileri

Yurt İçi Şirketler	Borsa Kodu	İş Tanımı
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ALFAS	Fotovoltaik güneş paneli üretiminin yanı sıra, yenilenebilir enerji kaynaklarından veya diğerlerinden elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı konularında faaliyet göstermektedir.
CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	CWENE	Güneş paneli üretim ve satışı, EPC, güneş enerjisi ekipmanları ticareti, konut tipi çatı GES çözümleri, şebeke bağlantılı ve şebekeden bağımsız hibrit sistemler, güneş enerjili sulama sistemleri, LED aydınlatma sistemleri, güneş enerjili kamera sistemleri, elektrikli araç şarj istasyonları konularında faaliyet göstermektedir.
Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Tic. A.Ş.	SMRTG	Güneş paneli üretim satış ve tesis kurulumu, bakım ve onarım hizmetleri ve ilgili komponent satış ve hizmetleri konularında faaliyet göstermektedir.

Tablo 49: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları

Yurt İçi Şirket Çarpanları	Firma Değeri (Bin TL)	FAVÖK (Bin TL)	FD / FAVÖK
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	28.465.400	832.010	34,21x
CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	24.448.100	1.859.290	13,15x
Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Tic. A.Ş.	30.810.200	1.210.740	25,48x
		Ortalama	24,27
		Kur Dönüşüm Katsayısı	1,038
		Uyarlanmış Ortalama	23,39

Kaynak: 17.01.2025 Tarihli Finnet verileri ve Kalkınma Bankası Analizleri

Yurt içi benzer şirketlerin uyarlanmış FD/FAVÖK ortalaması 23,39 olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Şirket'in firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Pazar yaklaşımı yöntemi ile Şirket değerinin hesaplanması sırasında, kullanılan FAVÖK değeri 01.10.2023-30.09.2024 dönem aralığında elde edilen FAVÖK ile Şirket'in 01.01.2024-31.12.2024 dönemi için yapmış olduğu projeksiyonlarda yer alan FAVÖK değerlerinin ortalamaları kullanılmıştır.

01.10.2023-30.09.2024 dönemindeki FAVÖK 93.256 Bin USD iken, Şirket'in 01.01.2024-31.12.2024 dönemine ilişkin projeksiyonlarındaki FAVÖK ise 42.086 Bin USD'dir. Bu değerler eşit oranda ağırlıklandırılarak, değerlendirme çalışmasında kullanılan 67.671 Bin USD FAVÖK değerine ulaşılmıştır.

Pazar Yaklaşımı yöntemine göre Şirket değeri hesaplanırken, 01.10.2023-30.09.2024 SOA FAVÖK ve 01.01.2024-31.12.2024 döneminde beklenen FAVÖK tutarlarının ortalaması alınmıştır. Bunun temel nedeni, 01.10.2023-30.09.2024 döneminde elde edilen FAVÖK ile 01.01.2024-31.12.2024 döneminde elde edilen FAVÖK tutarlarının birbirinden farklılaşmasıdır. Şirket'in 01.01.2025-31.12.2025 döneminde elde etmesi beklenen 84.077 Bin USD tutarındaki tarafımızca makul bulunan FAVÖK tutarı da göz önünde bulundurulmuş ve bu tutarın altında kalan ortalama FAVÖK değerinin kullanılmasının makul olduğu değerlendirilmiştir.

Tablo 50: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Öz Sermaye Değeri Hesabı

Yurt İçi Ortalama	23,39x
Kalyon PV FAVÖK (Bin USD)	67.671
Firma Değeri (Bin USD)	1.582.825
Net Borç (Bin USD)	(287.637)
Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	1.295.188

6.2.2 Yurt Dışı Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan yurt dışı benzer şirketlerin iş tanımları ve 17.01.2025 tarihi itibarıyla FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Bu çarpanlar sonucunda ulaşılan medyan değer hesaplanmasında uç değer aralığı en düşük 7x, en yüksek ise 25x olarak belirlenmiştir.

Tablo 51: Yurt Dışı Benzer Şirket Bilgileri

Yurt Dışı Şirketler	Borsa Kodu	İş Tanımı
JA Solar Technology Co., Ltd.	SZSE:002459	Şirket monokristal silikon çubukların ve monokristal silikon dilimlerinin üretimi ve işlenmesi ile uğraşmaktadır. Üretim ve Elektrik Santrali olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca güneş hücreleri ve modülleri üretimi; güneş ürünleri araştırma ve geliştirme ile hammadde satışı; güneş fotovoltaik şebekesine bağlı elektrik üretimi ve elektrik satışı; güneş fotovoltaik enerji santrallerinin geliştirilmesi, inşası, işletilmesi, yönetimi ve bakımı; faaliyetlerinde bulunmaktadır.
Jinko Solar Co., Ltd.	SHSE:688223	Şirket, fotovoltaik ürünlerin ve entegre temiz enerji çözümlerinin tasarımı, geliştirilmesi, üretimi ve pazarlaması faaliyetlerinde bulunmaktadır.
LONGi Green Energy Technology Co.	SHSE:601012	Şirket, fotovoltaik ürünler ve çözümler üretmekte ve satmaktadır. Monokristal silikon çubuklar ve dilimler, monokristal silikon hücreler ve modüller, endüstriyel ve ticari dağıtılmış çözümler, yeşil enerji çözümleri ve

Yurt Dışı Şirketler	Borsa Kodu	İş Tanımı
		hidrojen enerjisi ekipmanları konularında faaliyetlerinde bulunmaktadır.
Trina Solar Co., Ltd.	SHSE:688599	Şirket, kristal silikon bazlı fotovoltaik modüller, tek polikristalin ve silikon bazlı fotovoltaik modüller ve monokristalin fotovoltaik modüllerin araştırma ve geliştirme, üretim ve satış faaliyetlerini yürütmektedir.
Shanghai Aiko Solar Energy Co.,Ltd.	SHSE:600732	Şirket, kristal silikon güneş pillerinin araştırılması, üretimi ve satışı ile ilgilenmektedir. Solar Modüller ve hücreler ile yardımcı ekipmanların üretim ve satışı faaliyetlerinde bulunmaktadır.
Jolywood (Suzhou) Sunwatt Co., Ltd.	SZSE:300393	Şirket entegre fotovoltaik (PV) ürünler üretmekte ve satmaktadır. PV Malzemeleri, PV Hücreleri, PV Modülleri ve PV Sistem çözümleri faaliyetlerinde bulunmaktadır.
Canadian Solar Inc.	NasdaqGS:CSIQ	Şirket, güneş enerjisi ve batarya enerji depolama ürünleri ve çözümleri sunmaktadır. Şirket, CSI Solar ve Recurrent Energy olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. CSI Solar segmenti, güneş enerjisi külçeleri, çubukları, hücreleri, modülleri ve diğer güneş enerjisi ve batarya depolama ürünlerini tasarlar, geliştirir ve üretir. Standart güneş modülleri ve batarya depolama çözümleri; invertörler, raf sistemleri ve diğer aksesuarlar gibi güneş sistemi kitleri; güç elektroniği ürünleri ve mühendislik, tedarik ve inşaat (EPC) hizmetleri sunmakta ve batarya enerji depolama projeleri işletmektedir. Recurrent Energy segmenti, güneş enerjisi ve batarya depolama projelerinin geliştirilmesi, inşası, bakımı ve satışı; güneş enerjisi santrallerinin işletilmesi ve elektrik satışı faaliyetlerini yürütmektedir. Bu segment, tesis ekipmanlarının izlenmesi, denetlenmesi, onarımı ve değiştirilmesi de dahil olmak üzere işletme ve bakım (I&B) hizmetleri ve güneş enerjisi projeleri için saha yönetimi ve idari destek hizmetleri ile varlık yönetimi hizmetleri sunmaktadır. Yaklaşık 1.005 MWp ve 600 MWh toplam kapasiteye sahip bir güneş enerjisi ve batarya enerji depolama tesisi filosuna sahiptir. Distribütörlere, sistem entegratörlerine, proje geliştiricilerine ve kurulumculara/EPC şirketlerine, ayrıca kamu hizmeti şirketlerine veya şebeke operatörlerine, kamu hizmetlerine, lisanslı tedarikçilere, kurumsal alıcılara ve ticari, endüstriyel veya devlet son kullanıcılarına hizmet vermektedir.
HD Hyundai Energy Solutions Co.,Ltd.	KOSE:A322000	Şirket, güneş hücreleri ve modülleri sağlamaktadır. Monofacial, bifacial ve shingled PV modülleri; transformatörsüz ve dış mekan kutu invertörleri; ve zemin, yüzer ve tarımsal PV çözümlerinin yanı sıra akıllı güneş şehri sunmaktadır.
Motech Industries Inc.	TPEX:6244	Şirket, güneş enerjisi ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket güneş hücreleri, PV modülleri ve PV güç sistemleri ve PV invertörleri üretim ve satışı faaliyetlerinde bulunmaktadır.
SHENZHEN TOPRAYSOLAR Co.,Ltd.	SZSE:002218	Şirket, güneş hücreleri, modüller, cam, yapışkan film, destek ve bağlantı kutusu üretimi gibi fotovoltaik ürünler; çeşitlendirilmiş taşınabilir güneş enerjisi kaynağı ve güneş

Yurt Dışı Şirketler	Borsa Kodu	İş Tanımı
		aydınlatma sistemi ve dağıtılmış fotovoltaiik güç istasyonlarının tasarımı, yapımı ve işletimi ve bakımı sağlar. Ayrıca, taşınabilir temiz güneş enerjisi ve diğer aydınlatma ürünleri sunmanın yanı sıra, fotovoltaiik enerji santralleri kurulum, işletme ve onarım faaliyetlerinde bulunmaktadır.
TSEC Corporation	TWSE:6443	Şirket, güneş hücreleri ile modülleri üretimi ve satışı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket faaliyetlerini Güneş Modülü ve Diğer olarak segmente etmiştir. Güneş enerjisi santralleri için inşaat ve bakım hizmetleri; proje uygulama ve planlama, sistem kurulumu, proje işletme ve yönetim hizmetleri; ve güneş modülü ürünlerinin satış sonrası hizmetleri sunmaktadır. Şirket ayrıca enerji santrali inşaatı ve işletme hizmetleri; regülasyon rezervi enerjisinin depolanması; güneş enerjisi üretim ekipmanlarının kiralanması; güneş enerjisi ile ilgili ürünlerin ve kendi ürettiği elektriğin satışı ve enerji teknolojisi hizmetlerinin sağlanması ile de ilgilenmektedir.
First Solar	NasdaqGS:FSLR	Şirket, geleneksel kristal silikon PV güneş modüllerine daha düşük karbonlu bir alternatif sağlayan ince film yarı iletken teknolojisine sahip PV güneş modülleri üretmekte ve satmaktadır. Güneş ışığını elektriğe dönüştüren kadmiyum tellür güneş modülleri tasarlar, üretir ve satar. Şirketin kalan ticari faaliyetleri arasında proje geliştirme faaliyetleri, işletme ve bakım hizmetleri ve üçüncü taraf müşterilere PV güneş enerjisi sistemlerinin satışı yer almaktadır. Sistem geliştiricileri ve operatörleri, kamu hizmetleri, bağımsız enerji üreticileri, ticari ve endüstriyel şirketler ve diğer sistem sahiplerine hizmet vermektedir.
ML System S.A.	WSE:MLS	Şirket, BIPV, PV, yarı esnek PV ve ultra PV modülleri sunmaktadır. Teras barınakları, otopark çatısı, akıllı pilon, akıllı otobüs durağı, fotovoltaiik lamba ve akıllı banklardan oluşan akıllı şehir ürünleri; akıllı ısıtma camı, otomotiv ve inşaat endüstrisi için aktif kuantum kaplamalı cam, değişken yarı saydamlık camı ve cam ısıtıcı ve eşik camı sunmaktadır. Ayrıca şirket, fotovoltaiik güneşlikler, fotovoltaiik cephe panelleri, fotovoltaiik kiremitler, fotovoltaiik yalıtımlı camlar, fotovoltaiik çatı pencereleri, PV Max renk modülleri ve bina yönetim sistemleri sunmaktadır.
Risen Energy Co Ltd	SZSE:300118	Risen Energy Co, Ltd. Çin'de güneş modülleri tasarlar, geliştirir, üretir ve satar. Titan ve hiper-iyon modülleri; güneş lambaları; ve şebeke ve toplu endüstriyel ürünler dahil olmak üzere enerji depolama ürünleri sunmaktadır. Şirket ayrıca fotovoltaiik enerji santrallerinin inşası, işletimi ve bakımı; fotovoltaiik ürünlerin tasarımı, mühendisliği, işletimi ve bakımı; proje kuruluş danışmanlığı, tasarım, kurulum, şebeke bağlantı desteği, test ve bakım, sistem yükseltmeleri vb. gibi fotovoltaiik sistem çözümlerinin sağlanması; destek hizmetleri ve proje finansmanı çözümlerinin sağlanması ile ilgilenmektedir. Ayrıca, ürünlerini Avrupa, Amerika Birleşik Devletleri, Güney Afrika ve Asya dahil olmak üzere çeşitli ülke ve bölgelere ihraç etmektedir. Şirket

Yurt Dışı Şirketler	Borsa Kodu	İş Tanımı
		daha önce Ninghai Risen Electric Co., Ltd. olarak bilinmekteydi ve 2009 yılında adını Risen Energy Co., Ltd. olarak değiştirdi. Risen Energy Co, Ltd. 1986 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Ningbo kentindedir.
Shoals Technologies Group Inc	NASDAQGM:SHLS	Shoals Technologies Group, Inc. Amerika Birleşik Devletleri'nde ve uluslararası alanda güneş enerjisi, batarya enerjisi ve elektrikli araç (EV) şarj uygulamaları için elektriksel sistem dengesi (EBOS) çözümleri ve bileşenleri sağlamaktadır. Şirket, hem homerun hem de combine-as-you-go kablolama mimarileri için sistem çözümleri tasarlamakta, üretmekte ve satmakta, ayrıca teknik destek hizmetleri sunmaktadır. Birleştiriciler; tak-çalıştır branşman konnektörleri ve hat içi sigortalar; AC bağlantı kesiciler; yeniden birleştiriciler; kablosuz izleme; bağlantı kutuları; kablo yönetimi; elektrikli araç güç kabinleri ve batarya enerji depolama sistemleri kabinlerinin yanı sıra kablo tertibatları, geçiş muhafazaları ve ek kutuları dahil olmak üzere EBOS bileşenleri sağlar. Buna ek olarak şirket, şarj ekipmanını korumak ve voltaj seviyelerini elektrik şebekesinden ilgili sahada ihtiyaç duyulanlara dönüştürmek için gereken ekipmanı birleştiren bir güç merkezi gibi eMobilité çözümleri sunar; şarj cihazlarının Shoals sistemine bağlanması için hızlı bağlantı çözümleri; birden fazla şarj cihazını tek bir güç merkezine bağlamak için EV alanında büyük kurşun montaj (BLA) teknolojisi; ve yer üstü EV BLA'larını yürüme ve sürüş uygulamalarında koruyan bir kanal sistemi. Ayrıca, bireysel güneş panellerinin belirli voltaj ve akımını izleyen ve sonuçları üreticinin öngörülen performansıyla karşılaştıran bir güneş enerjisi operasyonları ve bakım çözümü olan Snapshot IV'ü sunmaktadır. Şirket ürünlerini güneş enerjisi projeleri inşa eden mühendislik, tedarik ve inşaat firmalarına; kamu hizmetlerine; güneş enerjisi geliştiricilerine, bağımsız enerji üreticilerine; güneş modülü üreticilerine ve şarj noktası operatörlerine satmaktadır. Shoals Technologies Group, Inc. 1996 yılında kurulmuştur ve merkezi Portland, Tennessee'de bulunmaktadır.
Sunnova Energy International Inc	NYSE:NOVA	Sunnova Energy International Inc. Amerika Birleşik Devletleri'nde hizmet olarak enerji sağlanmasıyla ilgilenmektedir. Şirket, elektriğin yanı sıra işletme ve bakım, izleme, onarım ve değiştirme, ekipman yükseltmeleri, yerinde güç optimizasyonu ve güneş enerjisi sistemi ve enerji depolama sistemi teşhis hizmetleri sunmaktadır. 31 Aralık 2023 itibarıyla, 419.000'den fazla müşteriye hizmet veren yaklaşık 2.292 megavat üretim kapasitesine sahip bir konut güneş enerjisi sistemleri filosu işletmektedir. Şirket 2012 yılında kurulmuştur ve merkezi Houston, Teksas'tadır.
Eging Photovoltaic Technology Co Ltd	SHSE:600537	EGing Photovoltaic Technology Co, Ltd. Çin'de ve uluslararası alanda fotovoltaiik ürünleri araştırır, geliştirir, üretir ve satar. Ürünleri arasında silikon gofretler, kristal silikon fotovoltaiik hücreler ve modüller ve fotovoltaiik panel pil modülleri bulunmaktadır. Şirket ayrıca

Yurt Dışı Şirketler	Borsa Kodu	İş Tanımı
		fotovoltaik enerji üretimi işiyle de uğraşmaktadır. Buna ek olarak, konut, ticari ve kamu hizmeti ölçekli çözümler sunmaktadır. Şirket daha önce Haitong Food Group Co., Ltd. olarak biliniyordu. EGing Photovoltaic Technology Co., Ltd. 1998 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Changzhou kentindedir.
Maxeon Solar Technologies Ltd	NASDAQGS:MAXN	Maxeon Solar Technologies, Ltd. dünya çapında güneş panelleri ve ilgili güneş sistemi bileşenleri tasarlar, üretir, pazarlar ve satar. Şirket, SunPower markası altında interdigitated back contact ve shingled güneş hücreleri ve panelleri sağlamaktadır. Ürünlerini bayilere, proje geliştiricilere, sistem entegratörlerine, distribütörlere, satıcılara ve konut ve küçük ölçekli ticari müşterilere sunmaktadır. Maxeon Solar Technologies, Ltd. 2019 yılında kurulmuştur ve merkezi Singapur'dadır.

Tablo 52: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları

Yurt Dışı Şirket Çarpanları	Firma Değeri (Mn USD)	FAVÖK (Mn USD)	FD / FAVÖK
JA Solar Technology Co., Ltd.	8.553	621	13,77x
Jinko Solar Co., Ltd.	9.385	2.008	4,67x
LONGi Green Energy Technology Co.	12.564	212	59,37x
Trina Solar Co., Ltd.	9.702	784	12,38x
Shanghai Aiko Solar Energy Co., Ltd.	4.232	-238	-17,80x
Jolywood (Suzhou) Sunwatt Co., Ltd.	1.811	-9	-210,88x
Canadian Solar Inc.	5.271	509	10,36x
HD Hyundai Energy Solutions Co., Ltd.	140	3	50,63x
Motech Industries Inc.	249	18	13,53x
SHENZHEN TOPRAYSOLAR Co., Ltd.	824	51	16,15x
TSEC Corporation	332	35	9,48x
First Solar	20.074	1.734	11,57x
ML System S.A.	62	3	18,60x
Risen Energy Co Ltd	3.335	171	19,56x
Shoals Technologies Group Inc	902	79	11,47x
Sunnova Energy International Inc	9.379	41	229,33x
Eging Photovoltaic Technology Co Ltd	416	-58	-7,16x
Maxeon Solar Technologies Ltd	384	-284	-1,35x
Kaynak: 17.01.2025 tarihli Capital IQ verileri		Medyan	12,95

Yurt dışı şirketlerin FD/FAVÖK medyanı 12,95 olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Şirket'in firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 53: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Öz Sermaye Değeri Hesabı

Seçilmiş Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyanı	12,95x
Kalyon PV FAVÖK (Bin USD)	67.671
Firma Değeri (Bin USD)	876.326
Net Borç (Bin USD)	(287.637)
Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	588.689

6.2.3 FD/FAVÖK Çarpanına Göre Ortalama Öz Sermaye Değeri

Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının ortalamalarına, yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerine göre hesaplanmış olan öz sermaye değerlerinin ortalamasına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 54: Pazar Yaklaşımına Göre Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri

	Değer (Bin USD)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Değer (Bin USD)
Yurt İçi Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına Göre	1.295.188	50	647.594
Yurt Dışı Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına Göre	588.689	50	294.345
Öz Sermaye Değeri			941.939

Yapılan çalışma sonrası yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasına göre Şirket'in öz sermaye değeri **941.939 Bin USD** olarak hesaplanmaktadır.

7. DEĞERLEME VE SONUÇ

Şirket'in değerlemesinde daha önce açıklandığı üzere piyasa yaklaşımı yöntemlerinden olan FD/FAVÖK ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden olan İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) kullanılmıştır. Her iki yöntemden sonucunda elde edilen öz sermaye değerleri eşit ağırlıklandırılmıştır. Bu kapsamda Şirket'in piyasa değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 55: Şirket Nihai Değeri

Yöntem	Değer
FD/ FAVÖK Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	941.939
İNA Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	914.029
Ortalama Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	927.984
21.01.2025 USD/TL Kuru*	35,5516
Ortalama Öz Sermaye Değeri (TL)	32.991.307.087
Ödenmiş Sermaye (TL)	375.300.000
Pay Başına Fiyat (TL)	87,91
İskonto Oranı (%)**	20
İskonto Sonrası Öz Sermaye Değeri (TL)	26.393.045.669
Halka Arz Fiyatı (TL)	70,30

*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ilan edilen döviz alış kurudur.

**Halka arz fiyatı aşağıya yuvarlanmıştır.

Yukarıda yer alan tablodan da görüleceği üzere değerlemede Pazar Yaklaşımı Yöntemi ile Gelir Yaklaşımı Yöntemlerine %50'er ağırlık verilmiştir. Sonuç olarak gerçekleştirilen değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan TL'ye göre birim pay değeri 87,91 TL'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan pay değerine yaklaşık %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, **70,30 TL** olarak belirlenmiştir. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz.

TÜRKİYE KALKINMA VE YATIRIM BANKASI A.Ş.

TÜRKİYE KALKINMA VE
YATIRIM BANKASI A.Ş.
İnkılap Mah. Dr. Adnan Büyükhazretler Cad.
No: 10 Ümraniye / İSTANBUL

Ahmet Melih GÖKCE
Müdür

Gökhan DEMİR
Müdür

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

21 Ocak 2025

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Kalyon Güneş Teknolojileri A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 21 Ocak 2025 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışanı,

- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,

- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,

- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,

- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TÜRKİYE KALKINMA VE YATIRIM BANKASI A.Ş.

 TÜRKİYE KALKINMA VE
YATIRIM BANKASI A.Ş.
Nispetiye Mah. Dr. Adnan Büyükbakkı Cad.
No: 10 Ümraniye / İSTANBUL

Ahmet Melih GÖKCE
Müdür

Gökhan DEMİR
Müdür

Ek 2: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

21 Ocak 2025

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurur Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 21 Ocak 2025 tarihli Kalyon Güneş Teknolojileri Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TÜRKİYE KALKINMA VE YATIRIM BANKASI A.Ş.

TÜRKİYE KALKINMA VE
YATIRIM BANKASI A.Ş.
İnkılap Mah. Dr. Adnan Büyükdemi Cad.
No: 10 Ümraniye / İSTANBUL

Ahmet Melih GÖKCE
Müdür

Gökhan DEMİR
Müdür