YURT DIŞI PİYASALAR

ABD ara seçimleri, Alternatif enerji sektörü ve First Solar (FSLR)

Ara seçimlerin sektörlere etkisi…

Demokratlar sağlık ve enerji gibi alanlarda kendi ajandalarını öne çıkaracaklar… ABD'de yapılan ara seçimlerde beklentilere paralel bir sonuçla Demokratların Kongre'nin iki kanadını da ele geçirdiler. Bu noktada atacakları bir çok adım Trump tarafından veto edilecek olsa da, sağlık ve enerji gibi bazı alanlarda uzlaşma yoluyla kendi ajandalarını ön plana getirmeye çalışacaklardır.

Cumhuriyetçilerin seçimleri kaybetmesindeki en önemli sebep ülke içerisinde artan fiyatların ve yüksek faizlere rağmen dirençli kalan enflasyonun orta ve düşük gelir grubunun alım gücünü yıpratması idi. Bu fiyat artışlarında; İran savaşı, korumacı ticaret politikaları, gümrük vergileri, şahin göçmen politikaları ve dev veri merkezi yatırımları gibi Trump'ın iç ve dış politika adımları önemli rol oyandı. Dolayısıyla Demokratlar Kongre'de elde ettikleri üstünlüğü korumak ve 2028 başkanlık seçimlerini kazanmak için bu konularda hızlı adımlar atacaklardır.

Demokratların Kongre zaferinin sektörlere olası etkilerini incelersek:

- ✔ Enerji maliyetlerini düşürmek için **alternatif enerjiye** yönelik sübvansiyonların geri getirilmesi ve vergi desteklerinin genişletilmesi önemli bir ajanda konusu. Bir çok adım Trump'ın vetosu ile karşılansa da, Demokratlar pazarlıkla ve diğer alanlarda verecekleri tavizlerle alternatif enerjiyi öne çıkarabilirler.

- ✔ Teknoloji tarafını etkileyecek en önemli konu veri merkezlerinin elektrik maliyetlerini artırması ve bulundukları alanda yaşayanların tepkisini çekmesi dolayısıyla bu yatırımların sınırlandırılmasına yönelik adımlar olabilir. **Veri merkezlerinin yoğun olarak yer aldığı Texas'da Cumhuriyetçilerin büyük kaybı** da halkın tepkisini gösteriyor. ABD'de son dönemde **büyümenin yaklaşık yarısına karşılık gelen yapay zekaya yönelik sabit sermaye yatırımlarının yavaşlaması** büyümeyi de aşağıya çekecektir.

- ✔ Yapay zekanın gelişimine yönelik felaket senaryolarının halkta yarattığı tepki göz önüne alınınca **yapay zeka modellerine ve uygulamalarına yönelik regülasyonlar** teknoloji hisselerinde satışa neden olabilir.

- ✔ Teknoloji hisseleri ve endekslerindeki satış baskısı **zenginlik etkisi yolu ile tüketim harcamalarını da yavaşlatabilir.** Özellikle K şekilli ekonomi ile yüksek gelir grubunun tüketim harcamalarında ağırlığının arttığı dönemde bu etkiyi çok daha güçlü bir şekilde hissedebiliriz.

- ✔ Deregülasyonun yavaşlaması **kripto, bankacılık ve dijital finans** sektörlerine olumsuz yansıyacaktır

- ✔ **Sağlık sektöründe** özellikle sigorta kapsamının tekrar genişletilmesine yönelik adımlar sigorta şirketleri, hastaneler, eczane zincirleri için olumlu, bazı ilaç ve biyoteknoloji şirketleri için olumsuz olabilir.

- ✔ Geniş çaplı vergi indirimlerinin ve hükümet harcamalarının sınırlandırılmasına yönelik adımlar **büyümeye ve hisse senetlerine olumsuz** yansısa da, tahvil faizleri ve dolara olumlu yansıyacaktır.

- ✔ **Denge ve denetim mekanizmasının gelmesi uzun vadeli faizlerdeki yükselişi yavaşlatacaktır.** Hükümetin sorumsuz bütçe harcamalarının ve popülist politikalarının yavaşlatılması, büyüme beklentilerini ve bütçe açığı beklentilerini törpüleyerek uzun vadeli faizlerde durulmaya neden olabilir ki bu fiyatlamaları görüyoruz. Faizlerdeki durulma hisselerde düşüşü ve ekonomideki fren etkisini azaltabilir.

- ✔ Harcamaların sınırlandırılması Trump'ın popülist politikalarından fayda gören **sanayi ve defans** gibi sektörlere olumsuz yansıyacaktır. İran savaşının devam etmesi ile yenilenmesi gereken mühimmat stoğu defans bütçesini şişirirken bu harcamalara ve defans şirketlerinin dev kontratlarına Kongre engeli gelebilir.

Biz bu sektörler arasında en önemli etkiyi görebileceğini düşündüğümüz alternatif enerjiye ve sektörde ön plana çıkabilecek hisseler arasında First Solar'a kısaca değineceğiz.

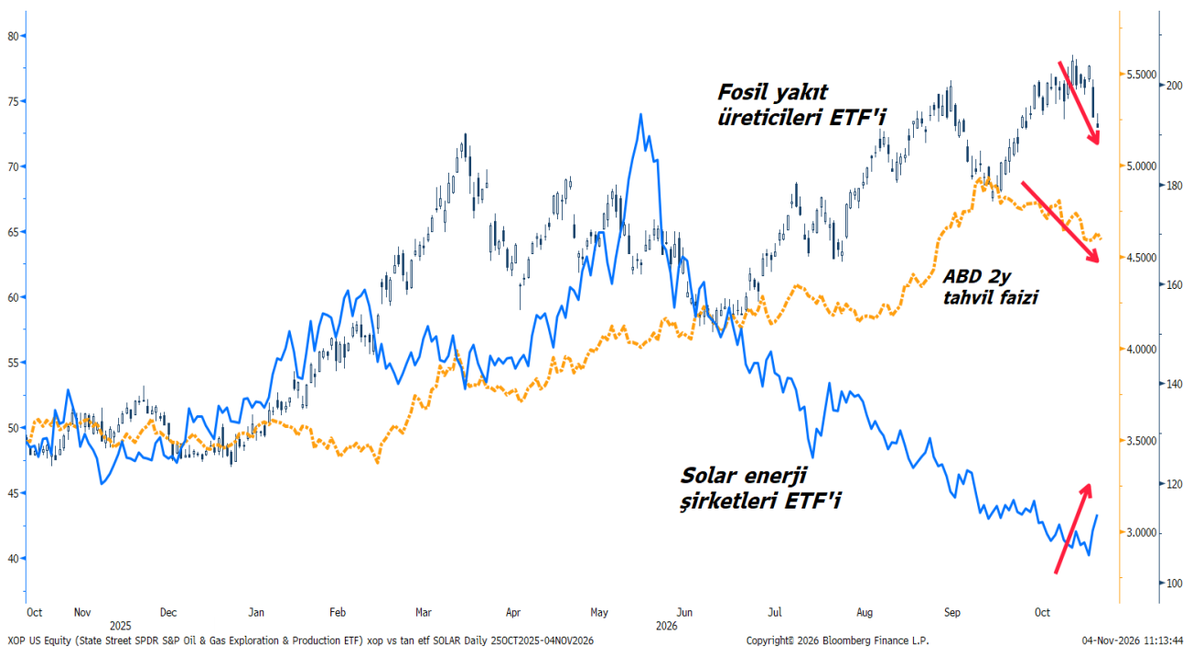
Hakan Halaç
hakan.halac@ykyatirim.com.tr

Cumhuriyetçilerin Kongre'yi kaybetmesi alternatif enerjiye itici güç verebilir…

Alternatif enerji Trump ile beraber düşüşe geçmişti… Enerji fiyatlarında artışların olduğu dönemlerde petrol ve doğal gaz üreticilerinin hisselerinde yükselişler yaşanırken, genellikle gecikmeli de olsa bu yükselişlere alternatif enerji şirketleri de katılırlardı. Son dönemde bu ilişkinin bozulduğunu ve Invesco Solar ETF'inin bu sene S&P 500'ün %23 gerisinde kaldığını görüyoruz. İran savaşı sonrasında petrol fiyatlarında yaşanan artış ABD'deki enerji üreticilerinde hızlı yükselişlere neden olurken, alternatif enerji hisseleri geride kalmaya devam etti.

Sübvansiyonlar, destekler azaltıldı ve projeler engellendi… Trump hükümetinin başa gelmesi ile beraber özellikle güneş ve rüzgar projelerini kısıtlamak için yürütme emirleri, yasal değişiklikler ve regülasyonlarla engeller uygulandı. "Big Beautiful Bill" yasası ile de alternatif enerjiye yönelik sübvansiyon ve destekler sonlandırıldı veya azaltıldı. Aynı zamanda bir çok proje için izinlerin ve arazi kiralama süreçlerinin dondurulması, bireysel kullanıcılar için desteklerin iptal edilmesi, bu sistemlerin kullanımında hızlandırılmış amortisman gibi muhasebesel faydaların azaltılması, ülke dışından gelen teçhizatların kullanımının sınırlandırılması gibi adımlarla özellikle solar ve rüzgar enerji kullanımının azaltılması hedeflendi.

Yükselen faizler de alternatif enerji hisselerini aşağıya çekti… Hükümetin enflasyonist iç ve dış politikalarının enerji, gıda ve işçilik fiyatlarını artırması ve bütçe açıklarının büyüyeceği beklentisinin tahvil faizlerini yukarıya ittirmesi, faizlere hassas hareket eden alternatif enerji hisselerine olumsuz yansıdı. Sektörde şebeke ölçeğindeki dev projelerin finansmanı ve bireysel kurulumlar için uzun vadeli kredi kullanımının devam etmesi için düşük faizlere ihtiyaç duyulurken, faizlerdeki hızlı artışlar sektör hisselerine olumsuz yansıdı.



First Solar hükümet politikalarından en çok etkilenen şirketler arasında…

ABD'deki en büyük entegre solar panel üreticisi olan First Solar, ülkedeki hükümet politikalarından da en çok etkilenen şirket. Demokratlar döneminde genişletilen alternatif enerjiye yönelik sübvansiyon ve destekler şirketin direk olarak gelirlerine ve net karına yansırken, gümrük vergileri ve ticaret engelleri de önemli bir rekabet avantajı ve Çin menşeli ürünlere karşı bir koruma kalkanı sağlıyor. First Solar bir çok panel üreticisinden farklı olarak kristal silisyum yerine Kadmiyum Tellürür (CdTe) teknolojisini kullanarak özellikle şebeke ölçeğinde proje uygulamalarında daha avantajlı olan ince film modüller üretiyor. Bu modüllerin ısıya karşı dayanıklı olması ve montajlarının kolay olması maliyet avantajı sağlarken, silikon modüllere göre verimlilikleri daha düşük.

Çin tehdidine korunaklı kalmasının ana nedeni hükümet politikaları… Şirketin entegre bir üretici olması tedarik zincirinin kontrolünü kolaylaştırıp kâr marjlarının yüksek kalmasına katkı yapsa da, sektörün çok üzerindeki

Hakan Halaç
hakan.halac@ykyatirim.com.tr

brüt marjın ana sebebi sübvansiyonlar. Çin'in dominant olduğu silikon modüllerden farklı bir üretim tekniği benimsemesi kısmen ürünlerini ayrıştırsa da, global bazda piyasanın yaklaşık %85'ine sahip olan ve dev entegre fabrikalar, kesintisiz bir tedarik zinciri ve otomasyonla maliyetleri çok düşük seviyelere çekebilen Çin bazlı üreticilerle rekabet edebilmenin arkasındaki ana dinamik şüphesiz hükümet destekleri.

Trump'ın korumacı politikalarının olumlu yanı olsa da, sektöre net etkisi negatifti…

Korumacı politikalar rekabet avantajı yaratıyor… ABD hükümetinin korumacı politikaları First Solar'ın en önemli rekabet avantajı. Bölüm 232 tarifeleri ithal ürünlerin fiyat tabanını yükselterek($0,38/w) rekabet etmelerini zorlaştırırken, vergi avantajları için koyulan yerli içerik kurallarının sıkılaştırılması da First Solar gibi ABD'de entegre üretim yapan bir şirket için önemli bir kalkan. Burada her iki partinin de bu korumacı politikalara destek veriyor olması da, şirketin önümüzdeki dönemde de maliyet avantajını sürdürebileceğini düşündürüyor.

Federal topraklarda yeni güneş enerjisi lisansları… Trump hükümetinin güneş ve rüzgar gibi alanlarda bir çok proje lisansını iptal etmesi ve federal arazilerde kiralamaları azaltması (son olarak Nevada'da federal topraklardaki 6.2GW dev Esmeralda 7 Solar Projesi durduruldu) özellikle First Solar gibi büyük şebeke ölçeğinde proje yapan şirketler için olumsuz bir dinamikti. Demokratların ağırlıkta olduğu bir Kongre'nin bunların geri çevrilmesi ve projelerin yaygınlaştırılmasına yönelik hızlı adımlar attığını görebiliriz.

Vergi destekleri, sübvansiyonlar ve hibeler… First Solar'ın finansallarına hükümet politikalarının çok önemli etkisi var ve Biden dönemindeki IRA yasası ile gelen 45X vergi kredileri şirketin kar rakamına önemli etki ediyor. Bu sene First Solar'ın FAVÖK rakamının neredeyse %80'ini bu krediler oluşturacak ve 2030'dan itibaren bu destek kademeli olarak azalacak (mevcut seviye: $0.17/W, 2030: $0.0525/W, 2031: $0.035/W, 2032: $0.0175/W).

Vergi desteklerinin sonlanması ve gerileyen bakiye siparişler kırılganlık yaratıyor…

Şirketin net karının önemli kısmı sübvansiyonlardan geliyor… Bu vergi destekleri First Solar için maliyeti olan bir gelir kalemi değil ve satış maliyetini düşürerek brüt kâra direkt yansıyor ve 2023'den itibaren HBK rakamındaki büyümenin ve brüt marjdaki artışın arkasındaki en önemli dinamik. Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi bu **vergi kredilerinin etkisi çıkarıldığında aslında son senelerde şirketin kar rakamı yatay seviyelerde** seyrediyor ve büyümenin önemli bir kısmı bu krediler üzerinden inorganik olarak gerçekleşiyor. Şirket için önemli bir risk 2030 senesinde bu desteklerin azalacak ve 2033'de bitecek olması.

Vergi desteklerinin katkısını kompanse edecek büyüme yaratılmalı… 2028 mali yılı sonuna kadar ABD kapasitesi dolu olan First Solar'ın kapasite artırmak için yaptığı sermaye yatırımları 2024 ve 2025'de şirketin serbest nakit akımını baskılayan en önemli unsurdu ve Güney Carolina'da kurulan beşinci fabrika ile **kapasite 25GW'a çıktı. Önümüzdeki dönemde yatırım harcamalarının azalacak olması** ve ek kapasitenin yaratacağı gelirler finansallara yansıyacaktır. Buradan gelen büyümenin ve bakiye siparişlerin (2030 senesine kadar 45GW ~$13,6 milyar) daha hızlı kara ve nakde dönüşmesinin, hükümet sübvansiyonlarının azalmasını ne kadar kompanse edeceğini önümüzdeki senelerde göreceğiz.

Mali Yıl	Satışlar	45X Kredileri (finansallara yansıyan)	Bakiye Siparişler (GW)	Capex	HBK	45X harici tahmini HBK*
2021	$2.92B	—	21.4 GW	$540M	$4.41	$4.41
2022	$2.62B	—	60.4 GW	$904M	($0.41)	($0.41)
2023	$3.32B	$660M	78.3 GW	$1,387M	$7.78	~$3.00–$3.50
2024	$4.21B	$1,009M	68.5 GW	$1,526M	$12.07	~$5.50–$6.00
2025	$5.22B	$1,607M	50.1 GW	$870M	$14.25	~$5.50–$6.50
2026t	$5.05B	$2,1-$2,19M	~41.9 GW	$840M	$17.7	~$5.50–$6.50

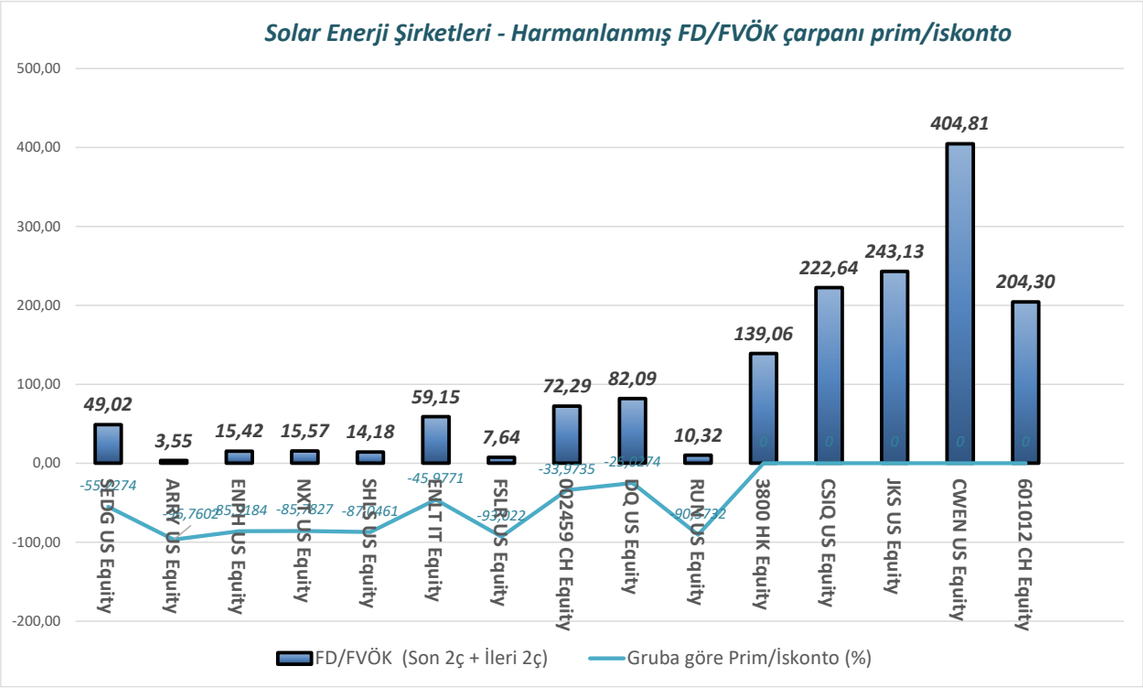
Kaynak: Bloomberg

** Bu rakam şirket tarafından açıklanmıyor, tabloda BBG tarafından yapılan tahmin bulunuyor*

Hakan Halaç
hakan.halac@ykyatirim.com.tr

Değerlemelerdeki ucuzluğun ana sebebi sübvansiyonlar… Değerlemelere baktığımızda; önümüzdeki iki çeyrek için beklentilerine **göre harmanlanmış 8,3x F/K ve 7,7x FD/FVÖK** çarpanları ucuz duruyor, özellikle önümüzdeki üç sene ortalama %10 üzeri satış, %20 üzeri net kar büyüme beklentisini göz önüne aldığımızda.

Ancak **45X kredilerini çıkararak kar rakamlarını 2026 sonu için tekrar hesapladığımızda çarpanlar 30x ileri F/K** gibi pahalı seviyelere çıkıyor ancak bu seviyelerin dahi Çin'deki rakiplerine göre makul kaldığının altını çizelim. Net net baktığımızda vergi avantajının ne kadar sürdürülebilir olduğu şirketin brüt marjı, kar rakamları ve çarpan seviyesi açısından son derece kritik ve yeni Kongre ile değişecek politik dinamikler şirketin finansallarını önemli şekilde etkileyecektir.



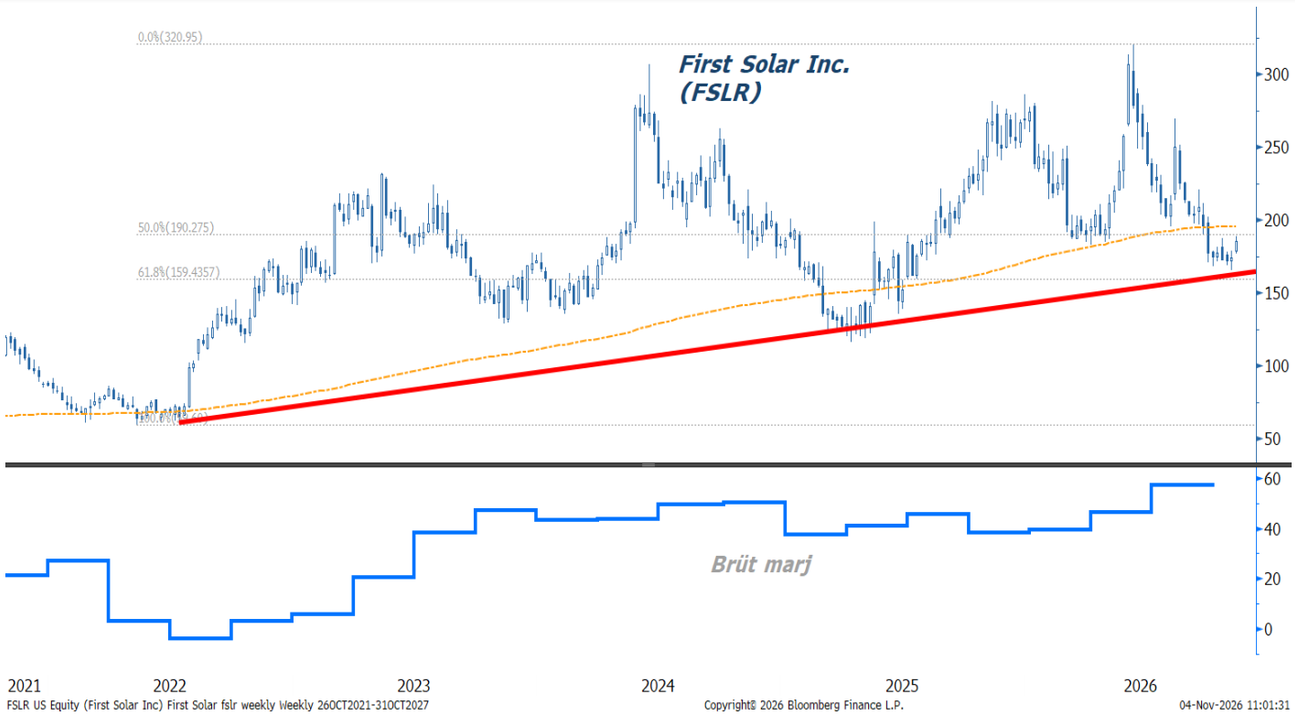
Ara seçimler şirket için kısa vadeli önemli bir katalizör olabilir…

Demokratların Kongre'de üstünlüğü sağlaması kırılganlıkları azaltabilir… Biz büyük resimde şirketin finansallarının politik rüzgarlara bağlı olmasını olumsuz bulsak ve sübvansiyonların net kara etkisini önemli bir risk olarak görsek de, Demokratların Kongre'de üstünlük sağlamaları ile önümüzdeki dönemde politik rüzgarlar şirketin arkasında esebilir ve yukarıda değindiğimiz kırılganlıkları azaltabilir.

Artan elektrik talebi yenilebilir enerjiye desteği politik ve ekonomik olarak makul kılıyor… Elektrik talebinin veri merkezleri ve mobilitenin elektrifikasyonu ile seküler bir artış trendine gireceği bir dönemde alternatif enerji kaynaklarını bu tarafta daha fazla kullanmak politika anlamda doğru bir yaklaşım. Dolayısıyla Demokratlar için gerek ekonomik gerekse de politik anlamda bu alanda vergi desteklerinin uzatılması, federal topraklarda kiralama izinlerinin artırılması ve güneş enerjisi projelerinin geliştirilmesinin önünün açılması ilk aşamada atılacak adımlar arasında olabilir First Solar'ın kar çarpanlarında genişlemeye yol açacaktır.

First Solar seçim sonuçlarının kazananları arasında olabilir… First Solar'ın brüt marjının yüksek seviyelerde kalabilmesi için ölçek ekonomisinin etkisini kullanmaya devam etmesi ve organik büyüme ivmesini hızlandırması gerekiyor. Bunun yanı sıra gümrük vergilerinin mevcut seviyede devam etmesi de şirketin rekabet avantajını koruması açısından önemli. Dolayısıyla şirketin finansal performansı açısından politik destekler ön planda olmaya devam edecektir. Biz First Solar'ı ara seçimlerin kazanını olabilecek hisseler arasında değerlendiriyoruz ve kısa vadeli taktiksel olarak hissede uzun pozisyon alınabileceğini düşünüyoruz.

Hakan Halaç
hakan.halac@ykyatirim.com.tr



Hakan Halaç
hakan.halac@ykyatirim.com.tr

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.

Hakan Halaç
hakan.halac@ykyatirim.com.tr