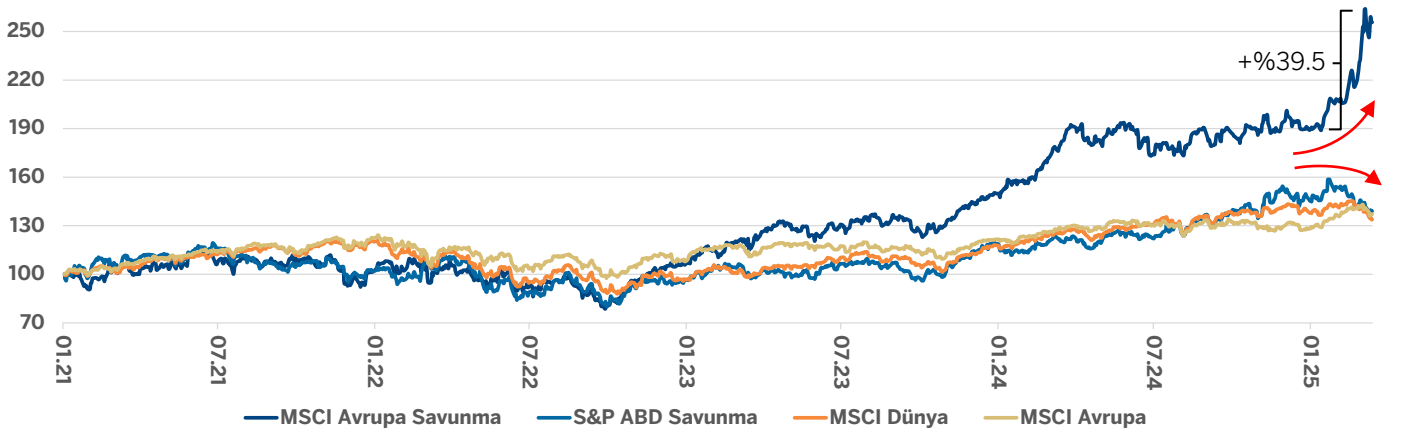


Savunma Sektöründe Rotasyon

❖ Gündemdeki Çatışmalar ve Politik Gerginlikler

Rusya-Ukrayna ve İsrail-Filistin çatışmaları, bölgede yarattıkları jeopolitik gerginlikler ile askeri harcamalarda ciddi bir artışa sebebiyet verdi. Trump döneminde; ABD'nin müttefikleri ile gümrük vergisi gerginliği yaşaması, Ukrayna'ya askeri destek konusunda Avrupa ülkelerinden ayrışması, NATO'ya yönelik tutum ABD'nin Avrupa'nın güvenliği konusunda ne kadar rol üstleneceğine yönelik soru işaretleri oluşturmaya başladı. Gelişmeler Avrupa'yı savunma sanayi harcamalarını arttırmaya yöneltti.

ABD ve Avrupa Savunma Sanayilerinin Rölatif Performansı (2021 = 100)



(Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım)

❖ Riskler

Makro ölçekte ambargolar ve barış operasyonları ana riskler olarak görülmektedir. Buna karşın, sektör üzerinde fazla etkileri bulunmamaktadır. Ambargolar mikro ölçekteki şirketlere zarar verebilirken ürün yelpazesi geniş ve yabancı iştirak sahibi firmaları fazla etkilememektedir. Barış operasyonlarının ise, yakın geçmişe bakıldığı zaman büyük çoğunlukla başarısızlıkla sonuçlandığı gözlemlenmiştir. Şirketler bazında ise teknoloji riski ön plana çıkmaktadır. Özellikle Çin ve ABD'de yapılan yüksek yatırımlarla gelişen savunma sektörünün, batı ülkelerindeki teknoloji olarak ileride olmayan şirketlerden pazar payı alma ihtimali var. Bu riski ise ülkelerin savunma sanayi bağımlılıklarını azaltmaya yönelik eğilimleri sönmektedir.

❖ Şirketler

Sektöre yatırım yapmayı düşünenlerin; yüksek satış rakamları, geniş bir müşteri tabanı ve uzun yıllara dayanan sektörel deneyimleri ile liderliğe ulaşmış en büyük piyasa değerine sahip 10 şirketi değerlendirebileceğine inanıyoruz. Raporumuzda Airbus SE, Thales SA, Safran SA, Leonardo SpA, Rolls-Royce Holdings Plc, Dassault Aviation SA, BAE Systems Plc, Saab AB, Rheinmetall AG ve MTU Aero Engines AG şirketlerinin gelir ve operasyonel karlılık karşılaştırmasını bulabilirsiniz.

Talep

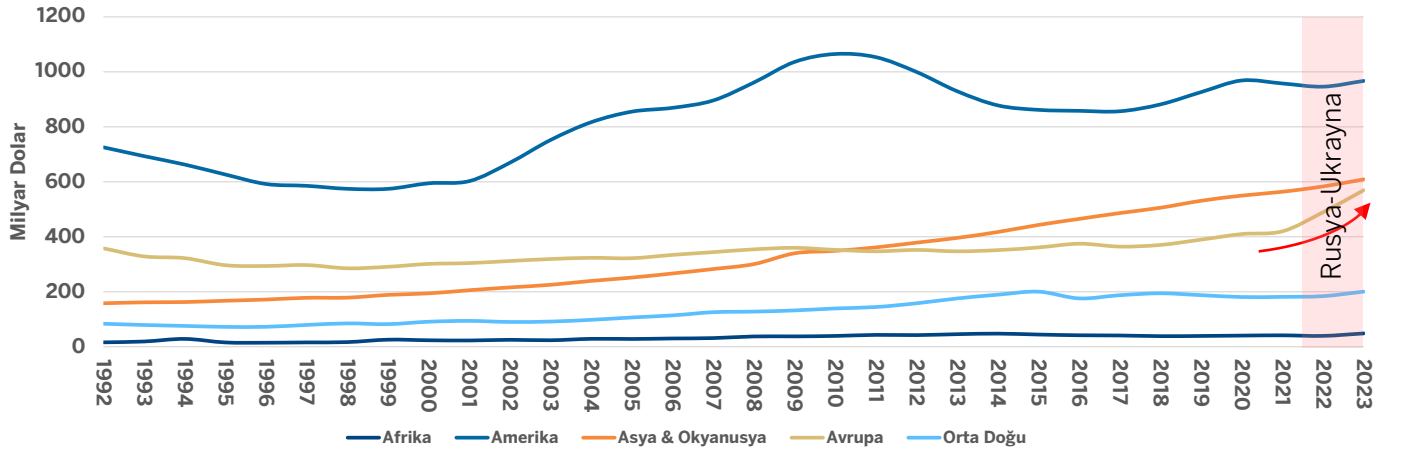
Teknoloji yarışı ve çatışmalar ile oluşan savunma sanayi talebinin devam etmesi öngörülmekte.

Savunma sektörünü büyüten iki temel faktör bulunmakta, çatışmalar ve teknoloji yarışları. Bu faktörler bulundukları jeopolitik bölgedeki endişeleri arttırarak komşu ülkelerin de harcamalarını arttırmaktadır.

Teknoloji yarışında ABD, Rusya ve Çin gibi yüksek miktarda araştırma ve geliştirme yatırımları yapan ülkeler öne çıkarken, ülke içi ayaklanmalardan ülkeler arası savaşları kapsayan çatışmalar, günümüzde yoğunluklu olarak Orta Doğu ve Afrika bölgelerinde gerçekleşmektedir.

Yakın tarihte gerçekleşen Hindistan-Pakistan, Ukrayna-Rusya ve İsrail-Filistin çatışmaları; yapay zekanın savunma sanayiye entegrasyonu ile hız kazanan teknoloji yarışı, birçok ülkeyi savunma sanayi harcamalarını arttırmaya zorladı ve önümüzdeki yıllarda zorlamaya devam etmesi beklenmekte.

Bölgelerin Savunma Sanayi Harcamaları



(Kaynak: SIPRI, Garanti BBVA Yatırım)

Soğuk savaşın bitmesiyle düşüş gösteren savunma sanayi harcamaları, barış dönemlerinde sabit kalmanın veya küçülmeye devam etmenin aksine jeopolitik gerilimler, devam eden çatışmalar, teknolojik gelişmeler ve artan terörizm vakaları ile destek bularak büyüme trendini korumuştur.

Trump, Gümrük Vergileri ve NATO

Trump'ın agresif gümrük vergi politikaları ile NATO tutumu, Avrupayı savunma harcamalarını arttırmaya teşvik etti.

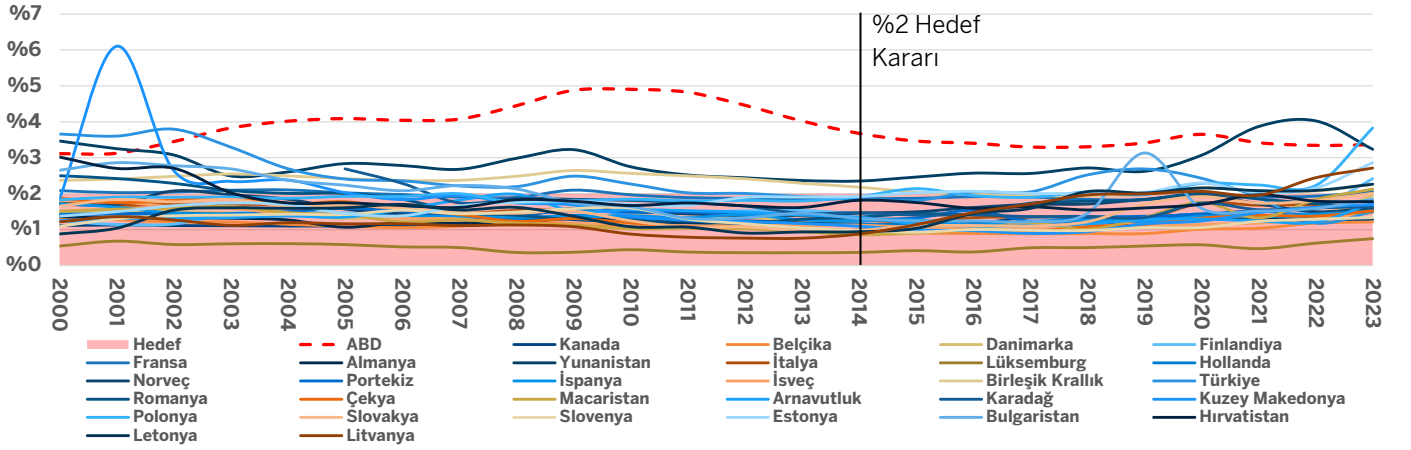
Trump'ın ikinci başkanlık dönemi, ABD'nin müttefikleri dahil olmak üzere ülkelere uyguladığı agresif gümrük vergileri ve Ukrayna'ya karşı tutumu ile politik ilişkileri zedeledi. Verilen kararların etkileri, tüketicilerin ABD menşeli ürünleri boykot etmesinden, ülkelerin yeni ticari partnerler aramasına kadar uzandı.

Bozulan ilişkiler, Trump'ın NATO hakkındaki tutumu göze alındığında ABD'nin NATO'daki rolünün sorgulanmasına sebebiyet verdi. Trump, birçok ülkenin savunma sanayi harcamalarının, 2014 yılında Galler'de gerçekleştirilen NATO zirvesinde belirlenen 2024 yılına kadar GSYİH'nin en

Uluslararası Piyasalar Araştırma

az %2'sinin savunmaya ayrılması hedefinin altında kalmasını eleştirmişti. Okyanus nedeniyle diğer NATO üyelerinin ABD'den daha fazla ödeme yapması gerektiğini savunan başkan, bu oranın %4'e çıkarılması gerektiğini öne sürmüştü. Ayrıca, ABD'yi NATO'dan çekmekle tehdit ederek 5. Maddenin ABD için sağladığı faydayı sorgulamıştı.

NATO Ülkelerinin Savunma Sektörüne Ayırdıkları GSYİH %'likleri



(Kaynak: SIPRI, Garanti BBVA Yatırım)

Yakın tarihte, mevcut ve eski üç üst düzey ABD yetkilisi ile bir kongre yetkilisi; Trump'ın, ABD'nin NATO'daki rolünde büyük bir değişiklik yapmayı düşündüğünü açıkladı. Yetkililer, bu değişikliğin, gayri safi yurtiçi hasılatlarının (GSYİH) belirli bir yüzdesini savunmaya ayıran ittifak üyelerinin lehine düzenlenebileceğini ifade etti. Olası politika değişikliği, ABD'nin, savunma harcaması eşiğini karşılamayan bir NATO üyesine karşı savunma sağlamayabileceğini öngörüyor. Ayrıca, bu değişiklikler, ABD'nin, GSYİH'lerinin belirlenen yüzdesini savunmaya ayıran NATO üyeleriyle gerçekleştirilecek askeri tatbikatlara öncelik verme seçeneğini de içerebilir.

ABD'nin agresif tutumu ile NATO bütünlüğünün sorgulanmaya başlaması karşısında Avrupalı liderler, savunma sektöründe ABD'ye olan bağımlılığın azaltılması için savunma sanayi harcamalarını ciddi ölçüde arttırma kararı verdiler.

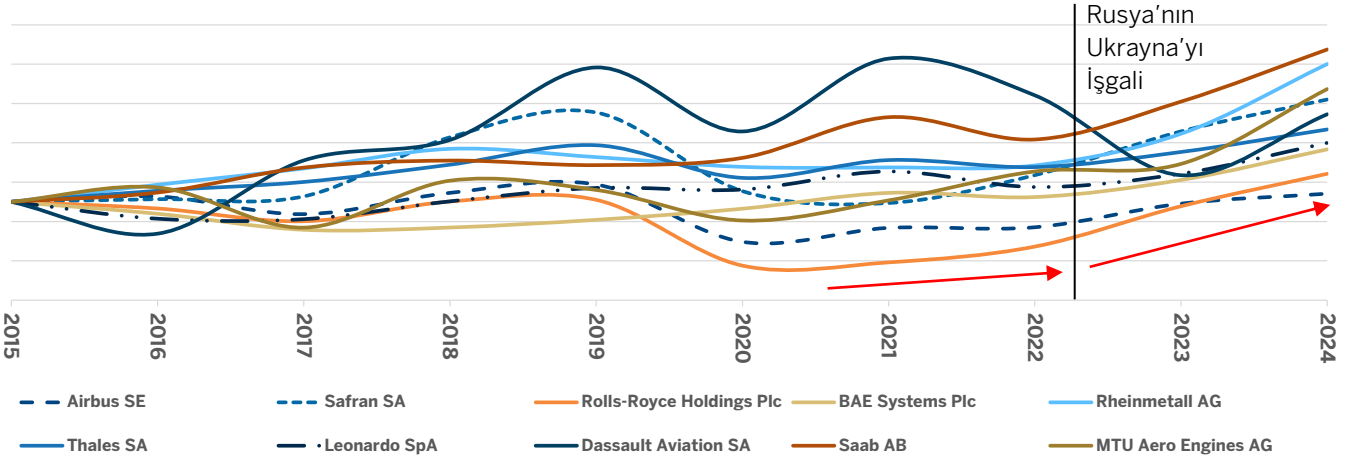
Avrupa Savunma Sanayi Şirketleri

Avrupa bölgesinde savunma sanayi sektörüne yatırım yapmak isteyen yatırımcıların piyasa değeri en büyük 10 şirketten oluşan bir portföy oluşturmalarının, sektör hareketini yakalarken riski minimize edeceğine inanıyoruz.

- Airbus SE
- Safran SA
- Rolls-Royce Holdings Plc
- BAE Systems Plc
- Rheinmetall AG
- Thales SA
- Leonardo SpA
- Dassault Aviation SA
- Saab AB
- MTU Aero Engines AG

Sektöre yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, riski azaltmak için pazar boyutu en yüksek 10 şirketi içeren bir portföy oluşturmali.

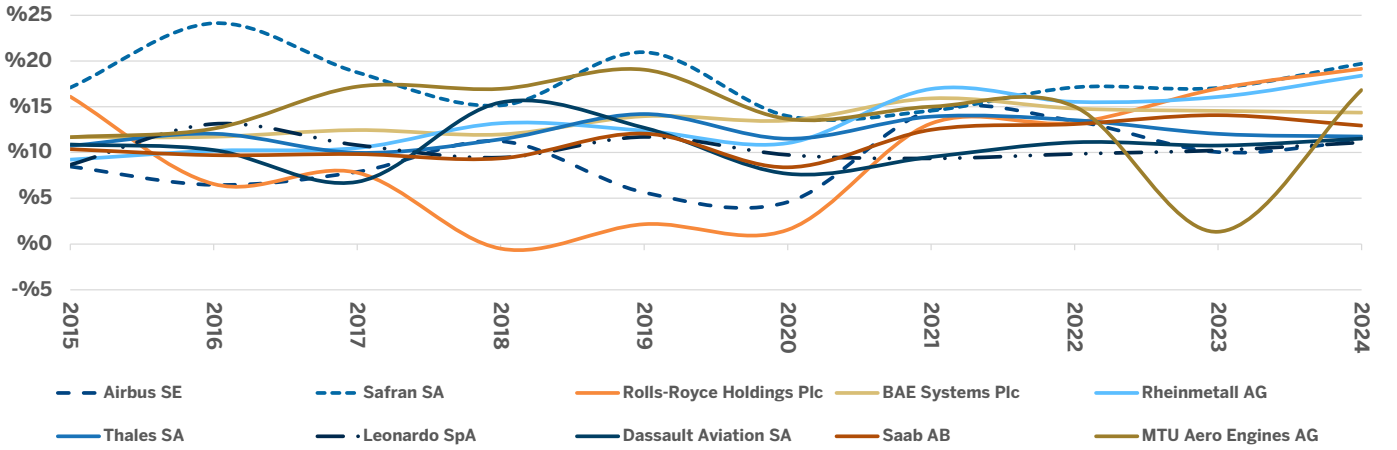
Gelir Büyümeleri (Logaritmik Gelirler 2015 = 100)



(Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım)

Şirketlerin gelir artışlarını incelediğimizde Rusya-Ukrayna savaşının etkilerini görmekteyiz. Yakın tarihte Avrupa liderleri tarafından verilen savunma sanayi harcamalarının arttırılacağı vaadinin, bu artış hızını önümüzdeki senelerde de destekleyeceğini düşünüyoruz. Ek olarak satışlardaki karşılaştırmamızdan Saab ve Rheinmetall'in yıllar içerisinde diğer şirketlerden ayrıştığını gözlemlemekteyiz.

Operasyonel Karlılık (FAVÖK Marjı)



(Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım)

Uzmanlık alanlarının farklı olmasına karşın, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin özellikle son yıllarda benzer operasyonel karlılığa sahip olduğunu görmekteyiz. %10-15 aralığında yoğunlaşmış marjları incelediğimizde Rheinmetall'in, marjlarını yıllar içerisinde iyileştirerek pozitif ayrıştığı söylenebilir. Benzer şekilde BAE Systems, marjında fazla dalgalanma yaşamadan gerçekleşen iyileşme ile öne çıkmakta. Safran ise dönem dönem oynaklık gösterebilmesine karşın en yüksek marjlara sahip olmasıyla dikkat çekmekte.

İsim	Piyasa Değeri (Milyar Dolar)	Ülke	YBB	12 Ay	Operasyonel Karlılık (10 Yıllık Ortalama)	Oynaklık (Standart Sapma)	Gelir Büyümesi (10 Yıllık Trend)	Oynaklık (Standart Sapma)
Airbus SE	140.58	Fransa	%2.01	%2.56	%9.37	+/-%3.34	-%0.70	+/-%1.21
Safran SA	113.40	Fransa	%14.70	%23.87	%17.85	+/-%3.13	%3.77	+/-%1.97
Rolls-Royce Holdings Plc	84.37	İngiltere	%30.59	%95.12	%9.62	+/-%7.06	-%0.33	+/-%1.78
BAE Systems Plc	61.58	İngiltere	%37.02	%22.47	%13.50	+/-%1.47	%3.14	+/-%0.97
Rheinmetall AG	60.56	Almanya	%108.83	%198.63	%13.35	+/-%3.19	%4.21	+/-%1.23
Thales SA	53.00	Fransa	%72.67	%65.29	%12.12	+/-%1.37	%2.95	+/-%0.71
Leonardo SpA	28.05	İtalya	%71.30	%115.65	%10.42	+/-%1.31	%3.28	+/-%0.64
Dassault Aviation SA	24.90	Fransa	%49.26	%65.85	%10.67	+/-%2.44	%4.53	+/-%2.39
Saab AB	19.56	İsviçre	%58.55	%73.65	%11.24	+/-%1.92	%5.86	+/-%0.84
MTU Aero Engines AG	19.04	Almanya	%1.65	%46.51	%13.95	+/-%4.97	%3.66	+/-%1.49

(Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım)

Gelir ve kar marjlarını özetlediğimiz tablomuzda yer alan Airbus ve Rolls-Royce şirketlerinin, sivil havacılık sektörünün pandemi ve devamında oldukça negatif etkilenmesinden kaynaklı gelir büyümelerinin yanıltıcı olabileceğini belirtiyoruz.

Hisse seçimi yapacak yatırımcıların, karar verirken gelir büyümesi ve kar marjlarında istikrar gösteren şirketlere öncelik vermelerinin, riski azaltmak açısından daha uygun olacağına inanıyoruz. Buna karşın yakın zamanda belirttiğimiz tema ile görece güçlü performans sergilemiş şirketlerde kar satışı riskinin göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

Efe Talu Erdener

Uluslararası Piyasalar Araştırma Uzmanı

RİSK UYARILARI:

- Bu raporda bir değerlendirme çalışması yapılmamaktadır.
- Bu rapor güncellenmemektedir, belirli bir periyoda bağlanmamıştır.
- Bu rapordaki çalışmalar genel tavsiye niteliğinde olup kişiye özel değildir.
- Bu raporda AL/SAT/TUT tavsiyesi verilmemektedir.

Grafik, veri, ilgili haber ve gelişmeler Bloomberg'ten sağlanmaktadır.

YASAL UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise **genel niteliktedir**. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. iş burada yer alan bilgilerin, doğruluğundan, yeterliliğinden veya tamlığından ve bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.