

Türkiye'nin S-400 iadesi, savunma hisselerini nasıl etkileyebilir?



Ne olmuştu?

Türkiye'nin S-400 süreci, uzun süredir hissedilen hava ve füze savunma ihtiyacının jeopolitik bir kırılmaya dönüşmesiyle başladı. Ankara, 2010'lu yıllar boyunca bu kabiliyeti hızla kazanmak isterken, ABD ve NATO uyumlu sistemler ile Rusya'dan tedarik edilen S-400 arasında bir tercih yaptı.

Washington'ın itirazı netti. S-400'lerin NATO altyapısıyla uyumsuz olduğu ve F-35 gibi ileri teknoloji bir uçağın güvenliğini riske atacağı savunuldu. ABD, bu nedenle S-400 ve F-35'in aynı ülkede bir arada bulunamayacağını açık biçimde dile getirdi. Kırılma noktası 2019 yazında geldi. Türkiye, Temmuz 2019'da S-400 sistemlerine ait ilk sevkiyatın ülkeye ulaştığını duyurdu. Bunun hemen ardından Pentagon, Türkiye'nin F-35 programından çıkarıldığını açıkladı. Türk pilotların eğitimi durduruldu, teslimatlar iptal edildi ve Türkiye'nin üretim zincirindeki rolü aşamalı olarak sonlandırıldı. Türkiye ise bu kararı müttefiklik ilişkileriyle bağdaşmayan bir adım olarak nitelendirdi.



Süreç bununla sınırlı kalmadı. Aralık 2020'de ABD, CAATSA (Amerika'nın Düşmanlarına Yaptırımlarla Karşı Koyma Yasası) kapsamında Türkiye'nin savunma sanayii kurumlarına yönelik yaptırımlar uygulamaya başladı. ABD'den ihracat lisansı ve finansman kanallarının kapanması, özellikle ABD menşeli teknolojiye bağımlı projelerde gecikmelere yol açtı.

TUSAŞ, Aselsan, ROKETSAN, HAVELSAN ve TEI gibi şirketler tedarik, ihracat ve ortak üretim süreçlerinde kısıtlarla karşılaştı. Bu durum savunma sanayiini durdurmadı ancak Batı ile işbirliğini zorlaştırarak maliyetleri artırdı ve yerli teknoloji geliştirme sürecini hızlandıran bir kırılma yarattı.

Böylece mesele sadece F-35 programı olmaktan çıktı ve doğrudan yaptırımların kaldırılmasına bağlanan daha sert bir hukuki zemine taşındı. ABD tarafı, S-400'ler elde tutulduğu sürece ilişkilerin eski haline dönmeyeceğini net biçimde ortaya koydu.



Ne oluyor?

Bloomberg'in aktardığına göre Ankara, 2019'da teslim aldığı S-400'ler için yeni bir çıkış yolu arıyor ve sistemi Rusya'ya iade seçeneğini masaya koyuyor. Burada amaç, ABD ile bozulan hattı onarmak, CAATSA yaptırımlarının kaldırılmasını hızlandırmak ve F-35 programına geri dönüş için siyasi zemini oluşturmak. Haberde, Erdoğan'ın 12 Aralık'taki Türkmenistan temaslarında Putin'le bu başlığı gündeme getirdiği iddia edilirken, Kremlin bunun görüşmede konuşulmadığını söylüyor. Ankara ise kamuoyu önünde henüz yorumda bulunmadı.

Bu tabloyu pazarlık penceresine çeviren unsur, ABD'nin Ankara'daki temsilcisi Tom Barrack'ın geçtiğimiz haftalarda S-400 dosyasının birkaç ay içinde çözülebileceğine dönük mesajları ve ABD tarafının çizdiği net koşul. Türkiye'nin F-35'e dönebilmesi için S-400'ü elinde tutmaması gerektiği vurgulanıyor. Buradaki kritik mesele, iadenin teknik bir hamleden çok siyasi bir takas olması. Türkiye S-400'leri geri verirse Washington tarafında yaptırımların gevşetilmesi ve F-35 dosyasının yeniden açılması ihtimali güçlenebilir. Vermezse mevcut kilitlenme sürebilir. Ancak iade senaryosu kendiliğinden işleyecek bir süreç değil. Rusya'nın S-400'leri geri almaya ne ölçüde istekli olacağı, finansal telafi yöntemleri ve bunun ayrı bir müzakere başlığına dönüşmesi gibi bariyerler var.

Kısacası bugün görünen, Ankara'nın S-400 düğümünü çözmeden ABD ile savunma normalleşmesini büyütmesinin zor olduğu. Buna karşılık dosyada ilk kez sorunun kökten çözülebileceğine işaret eden, ancak tarafların resmi tutumları nedeniyle kısa vadede netleşmesi güç bir diplomatik trafik oluşmuş durumda.

Ne olabilir?

S-400 iadesi gerçekleşirse

Bu senaryoda en büyük değişim, dosyanın Washington tarafında hukuki ve siyasi olarak yeniden ele alınabilmesi olur. ABD tarafı, Türkiye'nin F-35 sürecine geri dönebilmesi için S-400'ü elinde tutmaması gerektiğini uzun süredir net biçimde dile getiriyor. İade gibi açık ve geri dönölmesi zor bir adım, CAATSA yaptırımlarının kaldırılması ya da gevşetilmesi için müzakere zeminini güçlendirebilir. Mevcut yaptırımların Savunma Sanayii Başkanlığına yönelik ihracat lisansı ve finansman kısıtları üzerinden tasarlanmış olması, bu adımın önemini artırıyor.

Bu çerçevede ABD-Türkiye savunma ilişkilerinde genel bir normalleşme beklentisi oluşur. Savunma sanayiinde Batı ile ortak projeler, teknoloji işbirlikleri ve üçüncü ülkelere yönelik ihracat süreçleri daha öngörülebilir bir zemine oturabilir. Aynı zamanda ülke risk priminde düşüş beklentisi, savunma ve finans başta olmak üzere birçok alanda algıyı destekleyebilir.

Yine de iade gerçekleşse bile hemen bir geri dönüş beklemek doğru olmaz. F-35 tarafında karar sadece yürütme ile sınırlı kalmayabilir. Süreç ABD hukukuna ve siyasi onaya bağlı ilerler. Bu nedenle piyasa etkisi genelde iki aşamalı olur. Önce risk primi düşüşü ve beklenti fiyatlaması gelir. Sonra somut takvim, yaptırım metni ve teslimat çerçevesi netleştikçe ayrışma başlayabilir.

S-400 iadesi gerçekleşmezse

Bu senaryoda temel dinamik değişmez. ABD tarafı S-400 var oldukça F-35 hattının açılmayacağını ve bunun ABD hukukuyla da sınırlı olduğunu tekrar ediyor. Bu da CAATSA erevesinin ve Savunma Sanayii Başkanlığına yönelik lisans ve finansman kısıtlarının kalıcılaşması riskini yüksek tutar.

Sonuç olarak savunma sanayiinde Batı ekosistemiyle ortak üretim ve üçüncü ülkelere satışta ABD menşeli alt bileşen ve lisans bağımlılığı olan başlıklarda sürtünme devam eder. Bu tip lisans sorunlarının geçmişte ihracat tarafında nasıl düğüm yaratabildiğine dair örnekler, yaptırım riskinin pratikte ne anlama geldiğini gösteriyor.

BIST cephesinde bu senaryo, savunma hisseleri için iki yönlü bir tablo üretir. Bir yandan Batı ile işbirliği kanallarının sınırlı kalması, bazı projelerde maliyet ve takvim baskısını canlı tutar. Diğer yandan yerlileşme ve ikame programlarının hızlanması, i sipariş ve yerli alt sistem geliştirme teması üzerinden gelir görünürlüğünü destekleyebilir.



Bu gündemden etkilenebilecek Borsa İstanbul hisseleri

ASELS

Aselsan savunma elektroniği, radar, haberleşme ve benzeri yüksek teknoloji alt sistemlerde büyük ölçekte çalışıyor. Bu tip ürünlerde ihracat pazarlarına erişim, üçüncü ülke satışlarında alt bileşen lisansları ve ortak projeler önemli rol oynuyor.

S-400 dosyası çözülürse ABD ile ilişkilerde normalleşme ve yaptırım baskısının azalması algısı, Aselsan için ihracat ve işbirliği kanallarını daha öngörülebilir hale getirir. Tersî durumda ABD lisans ve finansman kısıtlarının yarattığı belirsizlik algısı, özellikle yurt dışı projelerinde belirsizlik yaratır ve bu durum hisse fiyatlamasında ek bir baskı unsuru olarak öne çıkar.

SDTTR

SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri, elektronik harp, radar ve haberleşme sistemleri gibi alanlarda faaliyet gösteriyor ve NATO'nun sertifikalı tedarikçi ve üreticileri arasında yer alıyor. Bu nedenle ürün portföyü, NATO uyumu, ihracat müşterilerinin jeopolitik algısı ve tedarik zinciri sürekliliğine daha yüksek duyarlılık taşıyor.

S-400 düğümünün çözülmesi, hem ihracat temaslarının hem de olası ortak çalışma alanlarının önünü psikolojik olarak açar. Çözülmemesi ise savunma teknolojilerinde dışa açılımın daha yavaş ve daha maliyetli ilerlemesi riskini canlı tutar.

ALTNY

Altınay Savunma, savunma ve havacılık sanayiine yönelik mekanik ve sistem entegrasyonu çözümleri sunan bir alt yüklenici konumunda bulunuyor. Şirketin savunma tarafındaki geçmişi Roketsan ile imzalanan ilk projeye ve Aselsan bünyesindeki DASAL ortaklığına dayanıyor. Aynı zamanda NATO tedarik zincirinde yer alması, faaliyetlerinin uluslararası savunma ekosistemiyle bağlantısını güçlendiriyor.

Bu nedenle S-400 dosyasında olası bir normalleşme, savunma projelerinin hızlanması ve sipariş görünürlüğünün artması anlamına gelirken, sürecin uzaması proje kararlarının ötelenmesine ve belirsizlik algısının sürmesine yol açabilir.

ONRYT

ONUR Yüksek Teknoloji, savunma ve sivil haberleşme sistemlerinde faaliyet gösteren ve geçmişte TSK ile NATO'ya hizmet veren firmalara alt yüklenici olarak çalışan bir şirket. Bu nedenle şirket için Batı savunma yapılarıyla uyumlu hareket edebilme algısı önemli bir yer tutuyor.

Normalleşme senaryosu iş geliştirme tarafında kapıları daha rahat açar. Normalleşme olmazsa NATO hattında sürtünme algısı devam eder ve bu algı, savunma teknoloji şirketlerine daha yüksek risk primi olarak yansır.

PATEK

Pasifik Teknoloji, siber güvenlik ve bilişim altyapısı gibi alanlarda çözüm sunduğunu ve savunma teknolojileri dahil geniş bir portföy taşıdığını ifade ediyor. Bu nedenle şirket, daha çok savunma sektörü bazlı etkilerle karşılaşabilir.

Normalleşme ülke riskini düşürür ve büyüme hikayelerini destekler. Normalleşme olmazsa risk primi yüksek kalır.

OTKAR

Otokar kara platformları ihracatında güçlü bir oyuncu. COBRA II gibi platformlarla güçlü bir ihracat ivmesi yakalarken, Avrupa pazarında kalıcı olmayı hedefliyor. Etki daha çok savunma ihracatına ilişkin genel risk algısı ve Türkiye ile NATO hattındaki siyasi iklim üzerinden gelir. İklım yumuşarsa ihracat görüşmeleri ve finansman süreçleri daha rahat ilerler. Sertleşirse alıcı tarafın temkini artar ve süreçler uzayabilir.

KATMR

Katmerciler'in zırhlı araç ürünleri ve ihracat odağı, Afrika dahil pazarlarda görünür.

S-400 düğümünün çözülmesi, Türkiye savunma sanayisinin dış pazarlarda daha az siyasi riskle ve daha rahat bir algıyla hareket etmesine yardımcı olur. Çözülmemesi, bazı alıcıların finansman ve politik risk nedeniyle daha yavaş karar vermesine yol açabilir.

PAPIL

Papilon biyometrik kimlik, adli bilişim ve kamu güvenliği çözümleri sunuyor ve ürünlerinin kamu kurumlarıyla ilişkisinin güçlü olduğunu anlatıyor. S-400 dosyası Papilon'u daha çok sektörel bazda etkileyebilir.

Ülke risk algısı ve kamu harcamalarının öncelikleri üzerinden gelir. ABD ile yumuşama, genel risk primini düşürür. Aksi bir durumda ise risk priminin yükselmesi şirket hissesine olumsuz yansıyabilir.

Bu gündemden etkilenebilecek iki ABD hissesi

BA

Boeing, Türk Hava Yolları (THYAO) tarafında gündeme gelen 150 adet kesin, 75 adet opsiyonlu ticari uçak siparişi potansiyeliyle öne çıkmıştı. Bu büyüklükte bir sipariş, Boeing'in küresel sipariş defterine anlamlı katkı sağlarken, Airbus karşısındaki rekabet gücünü de pekiştiriyor. S-400 / F-35 dosyasında yumuşama ve ABD-Türkiye ilişkilerinde normalleşme algısı, Boeing için yalnızca satış değil, finansman, teslimat ve uzun vadeli bakım anlaşmalarının daha sorunsuz ilerlemesini sağlayabilir.

LMT

Lockheed Martin açısından ana başlık, ek F-16 satışları ve daha önemlisi F-35 programına ilişkin düğümün çözülme ihtimali. Türkiye'nin F-35 programından çıkarılmasının temel nedeni olan S-400 meselesinde ilerleme sağlanması, Lockheed Martin için hem finansal hem de stratejik bir kazanım anlamına gelir. Normalleşme senaryosu, yeni uçak satışlarının yanı sıra modernizasyon, yedek parça ve uzun vadeli bakım gelirlerini de gündeme taşıyabilir.

Normalleşme ülke riskini düşürür ve büyüme hikayelerini destekler. Normalleşme olmazsa risk primi yüksek kalır.

Rusya ile ilişkili hisseler de etkilenebilir

AEFES

Anadolu Efes, Rusya'da AB InBev ile yürüttüğü ortak girişim üzerinden güçlü bir operasyonel varlığa sahip. Ancak son dönemde Rus otoritelerinin AB InBev Efes ortak girişimini geçici yönetime alması, şirketin Rusya'daki faaliyetlerinde kontrol ve öngörülebilirlik riskini yeniden öne çıkardı. AB InBev'in Rusya'dan çıkış planlarının Rus makamları tarafından engellenmesi, bu belirsizliğin devam ettiğini gösteriyor.

Bu nedenle S-400'lerin iadesi gibi Batı ile ilişkileri güçlendirecek bir adım, Rusya ile siyasi ilişkilerde soğuma yaratırsa, Anadolu Efes'in Rusya operasyonları üzerindeki regülasyon ve yönetim riskleri daha hassas hale gelebilir.

ENKAI

Enka İnşaat, Rusya'da enerji santralleri ve yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşan geniş bir varlık portföyüne sahip ve bu varlıklar şirketin kira ve enerji gelirlerinde önemli rol oynuyor. Güncel faaliyet raporları, Rusya'daki operasyonların sürdüğünü ve kira gelirlerinin devam ettiğini gösteriyor.

Ancak S-400'lerin iadesi sonrası Türkiye–Rusya ilişkilerinde olası bir gerilim, özellikle gayrimenkul tarafında kiracı talebi, varlık değerleri ve yeni proje fırsatları üzerinde baskı yaratabilir. Bu nedenle Enka, Rusya ile siyasi ilişkilerin seyrine en duyarlı şirketlerden biri olmaya devam ediyor.

SISE

Şişecam, Rusya, Ukrayna ve Gürcistan'ı kapsayan bölgeyi konsolide raporlarında ayrı bir coğrafi kırılım olarak izlemeye devam ediyor ve bu bölge hâlen şirket için anlamlı bir gelir ve FAVÖK katkısı sağlıyor. Şirketin Rusya'daki üretim yapısı ağırlıklı olarak iç pazara satışa dayalı olduğu için savaş döneminde faaliyetler sürdürülebildi.

Ancak S-400 sürecinin Rusya ile ilişkileri olumsuz etkilemesi durumunda, regülasyonlar, yerel izin süreçleri ve finansal işlemler yeniden risk alanına girebilir. Bu da Rusya kaynaklı gelirlerin görünürlüğü üzerinde baskı yaratabilir.

ARCLK

Arçelik, Whirlpool ile 2022'de imzaladığı anlaşma sonrasında Rusya'daki varlıklarını devralarak ülkede güçlü bir üretim ve dağıtım altyapısı kurdu ve savaş sonrası dönemde pazar payını artırdı. Bu yapı Arçelik'i Rusya'da yerel üretici konumuna taşıyarak operasyonel esneklik sağladı.

Ancak Batı ile ilişkilerin hızla normalleşmesi ve Rusya ile siyasi hattın zayıflaması halinde, regülasyon ortamı ve rekabet koşulları daha öngörülemez hale gelebilir. Bu durum, Arçelik'in son yıllarda Rusya pazarında elde ettiği kazanımların korunmasını daha karmaşık bir sürece dönüştürebilir.

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 bilgiler ise genel nitelikte olup raporda yer alan kişilerin yorum ve görüşlerini içermektedir. 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. Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, şirketimizin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlave olarak, burada yer alan dokümanlar ile ilgili olarak yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

✉ midas-arastirma@getmidas.com