

## SunEdison, Inc.

AL

❖ Geçtiğimiz yüzyıla baktığımızda, petrol sahası arama/geliştirme teknolojilerinin gelişimiyle yeni petrol ve doğal gaz rezervlerinin keşfedilmesi, fosil yakıtların dominant enerji kaynağı olarak kalmasını sağlamış ve alternatif enerji kaynaklarının geliştirilmesini yavaşlatmıştır. Ancak son yirmi yılda gelişmekte olan ülkelerin hızla büyümesi ve enerji ihtiyaçlarının artması; petrol gibi enerji kaynaklarının tüketiminin artmasına ve fiyatlarının yükselmesine neden oldu. Petrol fiyatlarının son on beş senede yükselme trendinde olması ve uzun dönemler yüksek kalması, geçmişte de olduğu gibi 2000'li yılların başında yenilenebilir enerji kaynaklarını geliştirme yönünde adımları hızlandırdı. Güneş enerjisinin de grup içerisinde son dönemde oldukça ön plana çıktığını ve teknolojiadaki hızlı gelişim ile daha verimli ve ekonomik bir enerji kaynağı haline geldiğini görüyoruz.

❖ Güneşin bir enerji kaynağı olarak kullanılması aslında pek yeni değil, 1860'lı yıllara kadar geri gidiyor. Ancak sektörün esas anlamda ön plana çıkması ve ekonomik anlamda üretimin hız kazanması, 2000'li yıllarda devlet destekleri ve sübvansiyonların etkisi ile gerçekleşmiş, solar panel üretimi yapan şirketlerin sayısı giderek artmıştır. Likiditenin bol olduğu, hisse senetlerinin yükseldiği ve risk iştahının arttığı bir dönemde, özellikle Çin'de halka açılma yoluyla ve kredilerle önemli sermaye toplayan şirketlerin; sektörün hızlı büyüyeceği beklentileri yatırımlarını arttırmalarına ve global bazda ihtiyacın çok üzerinde kapasite ve envanterin oluşmasına yol açtı. Ancak 2008 krizi sonrası alternatif enerji hisseleri için, özellikle de solar enerji hisseleri için oldukça zor dönemlerdi. Finansal kriz sonrasında krizin etkisiyle daralan talep, bir çok ülkede sektöre verilen desteklerin geri çekilmesi, aşırı kapasite ve rekabet dolayısıyla kar marjlarının daralması, özellikle panel üreticileri arasında bir çok şirketin iflas etmesine veya üretimi durdurmalarına neden oldu. Bu da sektörde arz/talebin yavaş yavaş dengeye gelmesini sağladı. Son senelerde ise kullanılan teknolojilerin ilerlemesi ve daha ekonomik hale gelmesi ile büyük solar projelere ilgi artarken, özellikle Amerika'da çatılara kurulan sistemlerle bireysel kullanım hızla yaygınlaştı. Biz, sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında polisilikon ve modül üretimi yapan üretici şirketlerden çok, büyük proje geliştirme ve uygulama yapan ve bireysel kullanıma yönelik ürünler geliştirerek pazarlayan şirketlerin daha avantajlı olduğunu düşünüyoruz. Bu şirketlerden bir tanesi, SunEdison, Inc.

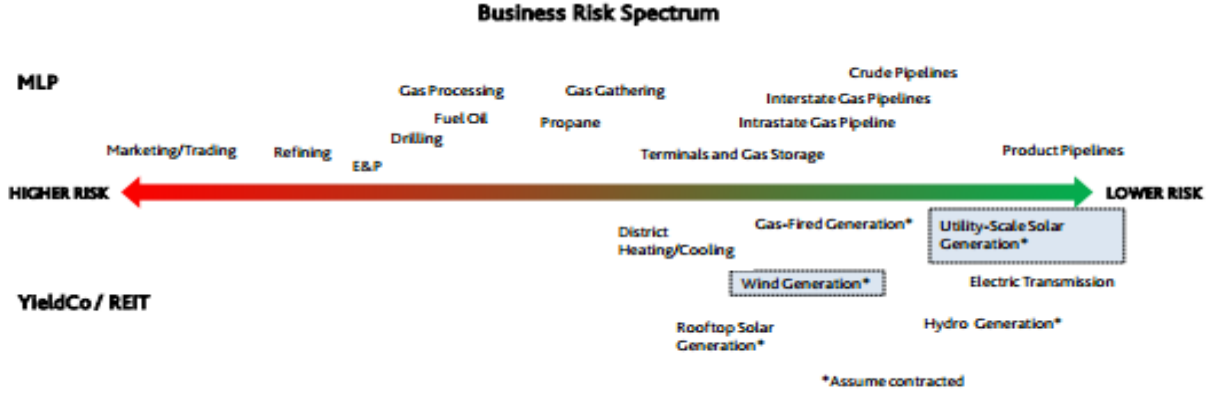
Pozisyon Detayları	30 Eylül 2015
SunEdison, Inc	
Fiyat	7,00 USD
Hedef Fiyat	9,50 USD
Stop-loss Seviye	5,85 USD

❖ Son dönemde petrol fiyatlarındaki düşüş ve FED tarafından gelebilecek bir faiz artışı beklentisinin kredi piyasalarına ve özellikle borç yükü fazla olan şirketlere etkisi konusundaki endişeler, güneş enerjisi sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine olumsuz yansımıştı. Bu kaygılara ve finansal piyasalarda risk algısındaki daralmaya ek olarak SunEdison, Temmuz ayı ortalarında Vivint Solar şirketini \$2,2 milyara satın alacağını açıklamasıyla beraber sert satış baskısı altında kalmış ve takip eden haftalarda piyasa değerinin yaklaşık üçte ikisi erimişti. Bu süreçte kar rakamlarının da beklentinin oldukça altında kalması ve şirketin hisse başına 93c zarar açıklaması satış momentumunu güçlendirdi.

#### SunEdison grafik:



❖ Her ne kadar bu kaygılar kısmi olarak haklı olsa da, biz şirketin hisse senedindeki satışların aşırı olduğunu ve orta vade düşünebilen yatırımcılar için cazip bir fırsat ortaya çıkardığını düşünüyoruz. SunEdison geçtiğimiz dönemde agresif bir büyüme stratejisi ile şirket alımlarına yönelmiş ve bilançosunu esnetmişti. Ancak yatırım yapılan alanlara baktığımızda Vivint Solar, Amerika'da son dönemde en hızlı büyüyen sektörlerden birisi olan, çatı üzerine sistem kurulumu üzerine çalışan bir şirket. DS(distributed solar) olarak bilinen bu alanda enerji, tükeltildiği yere yakın noktada üretilmekte ve lokal şebeke ile dağıtım sistemine bağlı olabilmekte. Diğer bir yatırım yapılan şirket olan Solar Grid Storage ise, gelecekte çok daha sıklıkla üzerinde konuşacağımız ve oldukça geniş fırsatlar vaad eden pil teknolojisi/enerji depolama üzerine faaliyet gösteriyor. Satın alınan bir diğer şirket First Wind Holdings Inc, SunEdison'ın güneş enerjisi yanında rüzgar enerjisi alanında da ayak izinin olmasına ve operasyonlarını alternatif enerji sektörü içerisinde çeşitlendirmesine yardım edecektir. Dolayısıyla şirket her ne kadar hızlı bir büyüme ve inorganik genişleme yaşamış olsa da, bu yatırımlar oldukça gelecek vaad eden ve şirketin iş planına uygun sinerjilerin yaratılabileceği yatırımlar. Sonuç olarak da şirket önümüzdeki sene sistem kurulumlarını yaklaşık olarak iki kat arttırarak 4,500 Megawatt seviyelerine çıkarmayı planlıyor.



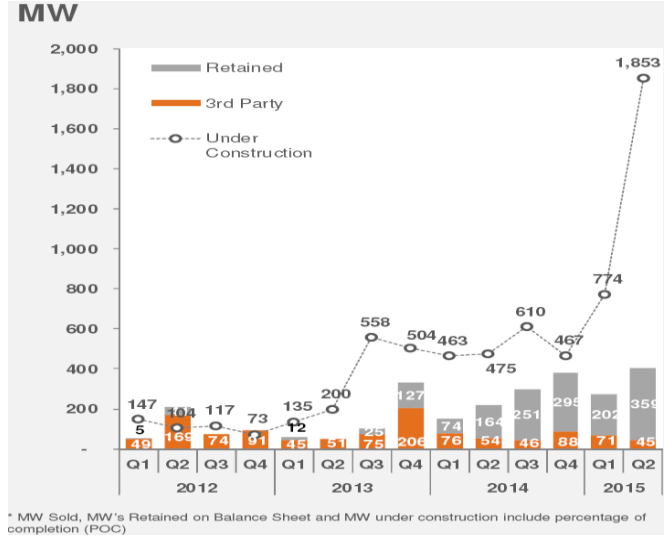
Source: Moody's

❖ Son dönemde açıklanan şirket alımlarının ve operasyonel büyümenin yatırımcılarda yarattığı endişeleri gidermek için şirketin, yaklaşık \$650 milyon değerinde hisse satışı, Goldman ile bir milyarlık fon oluşturulması gibi adımlar atsa da, risk iştahındaki daralma ile hisse sert satış baskısı altında kaldı. Şirketin operasyonel olarak dikkat çeken bir yönü de, sektörde 'Yieldco' adı verilen yapının ilk kurucu ve uygulayıcılarından olması. Yieldco, bir ana sponsor şirket tarafından belli bir tahmin edilebilir nakit akışı bulunan proje veya operasyonlara yönelik kurulan ve temettü odaklı yatırımcılara hitap eden bir şirket yapısı.

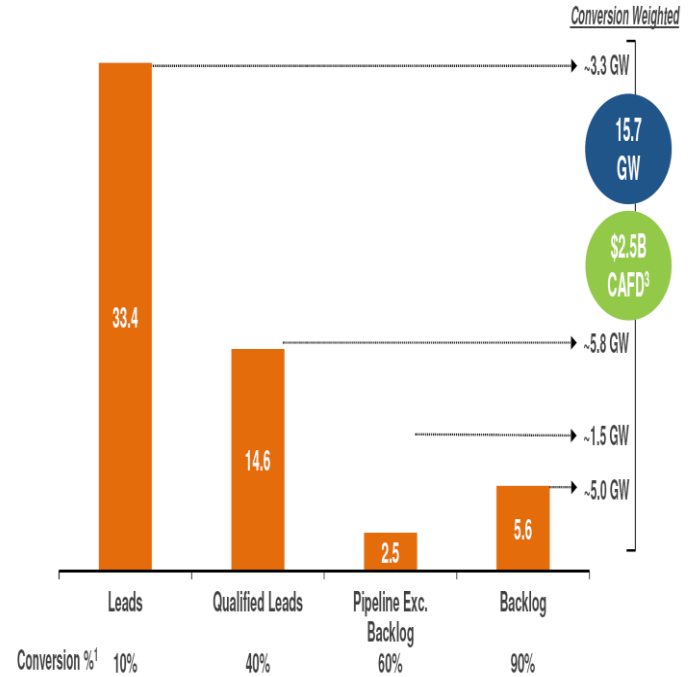
Sistemin işleyişi genellikle; sponsor şirketin stabil nakit akışı yaratabildiği projeleri başka bir şirket altında toplaması, sonrasında oluşturulan ve halka açılarak kapital toplayan Yieldco şirketinin, toplanan kapital ile bu projeleri içinde bulunduran şirketten pay alması şeklinde yürüyor. Sonrasında bu projelerden elde edilen gelirler yatırımcılara temettü olarak dağıtılıyor. Yapı olarak MLP(Master Limited Partnership) ve REIT(Real Estate Investment Trust) şirketlerine benzeyen Yieldco şirketleri sonuç olarak yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren, halka açık şirketler. Bu yapı ile beraber sabit getiri yatırımcıları güçlü nakit akışı yaratabilecek projelere direkt olarak yatırım yapabilirken, bu yapıyı oluşturan şirketler de hızlı ve ucuz finansman sağlayarak, büyük projelere imza atabiliyorlar. Güneş enerjisi şirketlerinin oluşturduğu yieldco yapılarının içerisinde 'utility-scale' olarak adlandırılan büyük solar projeleri bulunduğu için, modüllerin kurulumu sonrasında üretilen enerji miktarı tahmin edilebilir ve bakımı oldukça düşük olduğu için, daha düşük risk profiline sahip. Rüzgar projeleri biraz daha üretim tahmini zor olan projeler. Yukarıda MLP, REIT, Yieldco yapılarının risk profilleri gösteriliyor. Şirketler için aynı zamanda çifte vergilendirmenin de önüne geçilmesi ve yatırımcılara da çeşitli vergi avantajları sağlanması, bu şirketleri yatırım konusunda cazip kılıyor.

SunEdison, Inc. - NYSE:SUNE (milyon USD)	
Finansal Veriler	
Piyasa Değeri	\$2.098,25
Satışlar	\$2.484,40
Favok	-\$179,40
Net Kar	-\$1.180,40
Serbest Nakit Akışı	-\$2.510,00
<b>Favok Marjı</b>	<b>-15,96%</b>
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>-47,50%</b>
Temettü	-
Buyume Oranları:	
<b>Satis</b>	<b>23,75%</b>
<b>Satis - 5 yıl ortalama</b>	<b>11,16%</b>
Favok	-296,00%
Net Kar	-101,00%
Rasyolar:	
<b>F/KAR</b>	-
<b>F/KAR BUYUMESI</b>	-
F/SATIS	0,89
F/SERBEST NAKIT AKISI	-
F/Defter değeri	3,29
EV/EBITDA	-
Nakit (Hisse basi)	\$3,47
Beta	2,14
Kisa Pozisyon Orani	30,66
Son Fiyat	\$6,66
Ortalama BB Analist beklentisi	\$23,00
<b>% Potansiyel Getiri</b>	<b>245,35%</b>
1 senelik performans	34,72%

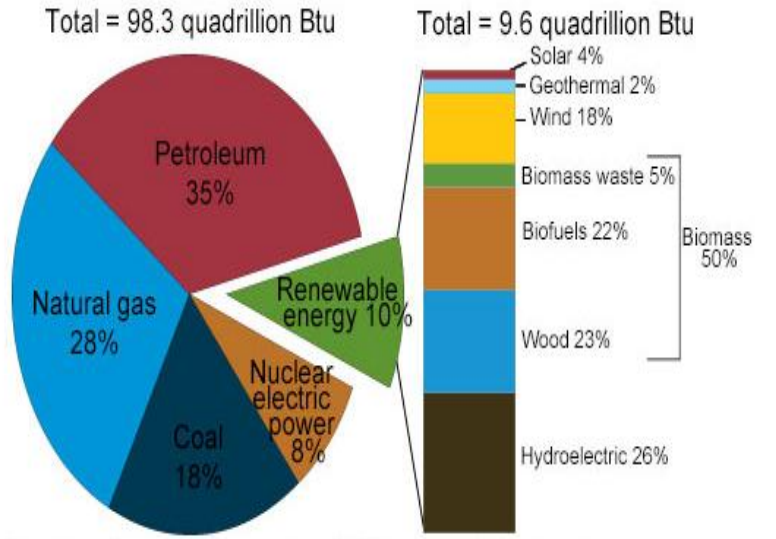
❖ SunEdison da TerraForm Power ve TerraForm Global (gelişmekte olan piyasalar odaklı) 'Yieldco' şirketlerini oluşturarak, 2014 ve 2015 senelerinde bu iki şirketin halka arzını gerçekleştirdi. Şirkete ait finansal verilere baktığımızda; şirket zarar açıklamaya devam ettiği ve borç yükü altında olduğu için temel olarak oldukça riskli görünse ve açıklanan net kara göre değerlendirilebilirdi, yüksek risk iştahı olan yatırımcılar için getiri potansiyeli oldukça yüksek. 2014 senesinde toplam 1,047 MW'lık kurulum yapan şirket, bunun 783 MW'ını kendi bilançosunda tuttu, kalan 265 MW'ın satışını gerçekleştirdi. 2015 için ise kurulum hedefi 2,100 – 2,200 MW, buradan beklenen nakit ise \$275 - \$325m. Şirketin hali hazırda bekleyen 5,6 GW, yapılmakta olan 1,9 GW ve proje aşamasında 8,1GW'lık solar sistem kurulumu bulunuyor. Potansiyel olarak ise aşağıda görüldüğü gibi 50GW'a yakın kurulum planlanıyor. SunEdison'ın bu konuda geniş bir erişiminin ve portföyünün bulunması, kurduğu Yieldco yapılarının büyümesi için oldukça önemli.



❖ Yieldco yapılarında oldukça önemli olan bir konu, sponsor şirketin yeterli nakit üretecek projeleri olması veya bu projeleri üretmeye devam edecek kapasitede olması. Böylelikle projeler üretildikçe şirketin büyüme ve ödediği sabit getirileri artırma potansiyeli de giderek artıyor. Ancak getiriler artarken dikkat edilmesi gereken bir nokta da, şirketlerin ikincil hisse satışından elde ettikleri geliri değil, ürettiklerindeki cazip, ekonomik yatırım fırsatlarından elde ettikleri nakit yatırımcılarına ödemesi. Yieldco şirketlerinin beklenen nakit akışını gerçekleştirip gerçekleştirmeyecekleri de aslında yatırımcıların son dönemde endişelerini arttıran bir faktördü. Ayrıca halka açık olan Yieldco'ların hisselerinin gerilemesi de, yeni hisse satışı yoluyla kapital yaratma olasılıklarını da azaltıyor. Ancak geçtiğimiz günlerde SunEdison CEO'su nakit yaratmaya 2017 yerine, 2016 başlarında başlayabileceklerinin sinyalini verdi. Nitekim gerçekleştirilmeyi bekleyen çok sayıda projeyi SunEdison, yieldco şirketi olan TerraForm'a aktarmak yerine başka yatırımcılara satarak nakit yaratma yoluna da gidebilir ki, hissenin düşmeye devam etmesi durumunda bu yolla yaratılabilecek nakit, son dönemde bilançosunu fazla esnettiğini ve yatırımlarını hızlı büyüttüğünü düşünen yatırımcıların şirkete olan güvenini arttıracaktır. Şirket 2015 için toplam 2,100 – 2,300 MW'lık kurulumun 260-300 MW'ını dışarıya satmayı planlıyor.



❖ Geçmiş dönemde gerçekleştirdiği projeler, sektördeki tecrübesi ve konumu düşünüldüğünde de; şirketin ileriki dönemde hızla büyüyen ve farklı alanlara genişleyen yenilenebilir enerji sektöründe yeniliklere imza atarak ön planda kalacağı konusunda krediyi hak ettiğini düşünüyoruz. Amerika'da enerji tüketimine baktığımızda; ülke içerisinde üretilen enerji, ihtiyacın %89'unu karşılarken, doğal gaz, petrol ve kömür hala en yoğun kullanılan kaynaklar. Yenilenebilir enerji %10 ile ufak bir bölüm oluştursa da önümüzdeki senelerde payını hızla arttıracaktır. Solar ve rüzgardan 2014 senesinde rekor miktarda üretim yapıldığını da not edelim. Amerikan hükümetinin sektöre yönelik destek ve sübvansiyonlarına baktığımızda; 2010-2013 seneleri arasında fosil yakıtlara olan destekler %15 azalarak \$3,4 milyar seviyesine inerken, yenilenebilir enerjiye olan destekler %38 artışla \$16,1 milyar seviyesine çıktı. Solar enerji de yenilenebilir enerji arasında 5 kat artışla en büyük maddi desteğin sağlandığı sektör oldu. Ancak gelecek sene Amerika'da seçim senesi ve hükümette olası bir parti değişikliği yenilenebilir enerjinin arkasındaki rüzgarı etkileyebilecek önemli bir faktör.



Note: Sum of components may not equal 100% as a result of independent rounding.

Source: U.S. Energy Information Administration, *Monthly Energy Review*, Table 1.3 and 10.1 (March 2015), preliminary data



❖ Önümüzdeki dönemde global bazda hükümetlerin fosil yakıtlardan bağımsız hale gelme ve alternatif enerjilerin yaygınlaşmasına yönelik adımları ve güneş enerjisi gibi sektörlerde maliyetlerin gelişen teknoloji ile hızla düşerken enerji talebinin artıyor olması, SunEdison gibi sektördeki dominant oyuncular için oldukça önemli olumlu gelişmeler. Bunun yanında faizlerin arttığı bir ortamda temettü odaklı yatırım araçlarının cazibesinin azalması, ağır borç yükünün daralan kredi piyasaları göz önüne alındığında mali olarak şirketleri zorlaması ve kapitale erişimin güçleşmesi bu şirketler için göz önünde bulundurulması gereken önemli riskler. Aynı zamanda enerji fiyatlarındaki volatilitenin sektör genelinde hisseler üzerinde yarattığı etki, son dönemde SunEdison hissesinde gördüğümüz gibi bir panik havasının tetiklenmesine neden olabilir. Dolayısıyla SunEdison her ne kadar son düşüş sonrasında cazip seviyelere gerilemiş olsa da, hisseye sadece yüksek risk iştahı olan yatırımcıların portföylerinin spekülasyon kısımlarında yer vermelerini öneriyoruz ve \$7 seviyelerinin cazip alım seviyeleri olduğunu düşünüyoruz.

---

#### 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 rapor, hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için teklif, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi veya aracılık teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize 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 olmamasından, bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hata ve eksikliklerden kaynaklı doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Olgulara dayanmayan ve bildirim yapılmaksızın değişebilen nitelikteki görüşlerden dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu rapor, yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken, bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya iştiraklerinin yöneticileri, yetkilileri veya çalışanları bu raporda bahsi geçen şirketlerde yönetici olarak görev yapabilirler. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ve yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgilileri bulunabilir. Bu raporda ifade edilen görüşler Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü çalışanlarına ait olup, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. yönetiminin görüşlerini temsil etmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması doğabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımını içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.

---