

- ✓ Son dönemde kurlardaki değişimin şirketlerin üçüncü çeyrek finansallarına nasıl etkileyebileceği ile ilgili bir çalışma gerçekleştirdik.
- ✓ 31.08.2018 itibarıyla son iki ayda (Eylül ayında olası kur hareketlerinin etkisini hariç tutuyoruz) TL karşısında ABD doları %43,6, Avro ise %44,0 değer artışı göstermiştir. İkinci çeyrek ortalama kurlar ile kıyasladığımızda ise son iki ay ortalama kurlara göre TL karşısında ABD dolarının %19,7, Avro'nun ise %16,7 değer kazandığını görüyoruz.
- ✓ Kurlardaki bu değişim; gelirleri ABD doları ve Avro, maliyetleri TL bazlı olan şirketler için operasyonel marjlarda (brüt kar ve FAVÖK) kur etkisiyle iyileşmeler olacağına işaret ederken, operasyonel olmayan tarafta ise ABD doları ve Avro bazında döviz açık pozisyonu olan şirketlerin kur farkı giderleri kaydedeceğini göstermektedir. Her ne kadar şirketlerin dönem içinde döviz pozisyonu değişimleri nedeniyle muhtemel etkiyi tam olarak analiz etmek mümkün olmasa da genel bir yaklaşımla, son çeyrekte kur hareketlerinden olumlu/olumsuz etkilenmesi muhtemel şirketlerin filtrelenebileceğini düşünüyoruz.

Döviz Kurları	2017/4Ç	2018/1Ç	2018/2Ç	2018/3Ç	2017/3Ç	2017/4Ç	2018/1Ç	2018/2Ç	2018/3Ç
	Dönem Sonu				Değişim %				
USD/TRY	3,7719	3,6386	4,5607	6,5498	1,3%	6,2%	-3,5%	25,3%	43,6%
EUR/TRY	4,5155	3,9083	5,3092	7,6428	4,7%	7,7%	-13,4%	35,8%	44,0%
100 JPY/1 TRY	3,3421	3,2666	4,1117	5,8959	1,3%	6,1%	-2,3%	25,9%	43,4%
GBP/TRY	5,0803	4,5169	5,9810	8,5062	4,5%	7,0%	-11,1%	32,4%	42,2%
EUR/USD	1,1935	1,2313	1,1568	1,1666	3,1%	1,4%	3,2%	-6,1%	0,8%
USD/JPY	112,82	106,6	110,27	111,22	0,6%	0,0%	-5,5%	3,4%	0,9%

Kaynak: TCMB

- ✓ Aşağıdaki çalışmamızda Borsa İstanbul şirketlerinin Haziran sonu itibarıyla son 12 aylık ihracat oranları ve Haziran sonu bilançolarındaki döviz pozisyonları incelenmiştir. İhracat oranı yüksek şirketlerin ortalama kurlardaki artıştan olumlu etkileneceği, döviz açık pozisyonu olan şirketlerin ise dönem sonu itibarıyla kurlardaki agresif artıştan önemli derecede zarar kaydedecekleri varsayımıyla filtreleme yapılmıştır. Burada elbette şirket bazında maliyet yapıları, satış yapılan para birimleri, döviz açık/fazlasını oluşturan para birimleri gibi pek çok husus incelenerek çalışma detaylandırılabilir ancak çalışmamızın amacı genel bir fikir vermek olduğundan genel varsayımlardan öte söz konusu detaylara girilmeyecektir.
- ✓ Toplam satış gelirlerinin %50'den fazlası ihracat olan şirketler aşağıda listelenmiştir. Bu şirketlerden fonksiyonel para birimi TL olanların son çeyrekte operasyonel kar marjlarında iyileşmeler görülebileceğini düşünüyoruz. Fonksiyonel para birimi TL dışında olanlar için ise ayrıca değerlendirmek gerekecektir.

mn TL	Yurtiçi Satışlar	Yurtdışı Satışlar	Toplam Satışlar	İhracat/Toplam Satış
AVOD	7	111	117	94,8%
ANELE	67	1.089	1.156	94,2%
HATEK	21	189	210	90,1%
THYAO*	5.501	40.884	47.480	86,1%
ACSEL	4	19	23	80,1%
PARSN	75	306	389	78,7%
MNDRS	203	717	918	78,1%
DOKTA	269	862	1128	76,4%
ARCLK	8.469	17.303	22.939	75,4%
VESTL	4.697	10.108	13.654	74,0%
VESBE	1.205	3.309	4.502	73,5%
FROTO	8.738	21.253	29.161	72,9%
JANTS	94	245	340	72,1%
TOASO	5.350	12.818	18.363	69,8%
FORMT	13	69	100	68,4%
FMIZP	26	55	81	68,0%
BRSAN*	1.031	2.169	3.201	67,8%
YUNSA	111	215	326	65,8%
TUCLK	52	76	126	59,8%
SKTAS	137	202	339	59,7%
ULUUN	986	1.302	2.278	57,2%
AEFES	6482	8494	14978	56,7%
ATEKS	111	147	262	56,0%
SARKY	2.375	2.752	5.071	54,3%
TRKCM	2.753	2.622	4.846	54,1%
GEREL	92	107	198	53,9%
CCOLA	4.480	4.951	9.430	52,5%
DURDO	77	83	159	52,1%

*Fonksiyonel para birimi TL dışında bir para birimi olan şirketler
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet

- ✓ Diğer taraftan şirketlerin 2Ç18 sonundaki döviz pozisyonlarına (hedge dahil) göre kurlardaki %44'lük değişiminin olası etkisi kabaca hesaplanmıştır. Fonksiyonel para birimi TL dışında olan şirketler ve ayrıca doğal hedge imkanına sahip olan şirketler için 2Ç18 dipnotlarından yola çıkarak tahmini etkileri hesaplamaya çalıştık.
- ✓ 30.06.2018 itibariyle fonksiyonel para birimi ABD doları olan Türk Hava Yolları (THYAO) en yüksek açık döviz pozisyonuna sahipken, bu şirketi Türk Telekom (TTKOM) izlemektedir. Aynı tarih itibariyle Doğan Holding (DOHOL) ve Şişecam (SISE) ise en yüksek döviz fazlası olan şirketlerdir.

- ✓ Şirketlerin 2018 Haziran sonu döviz pozisyonlarını korudukları ve kurların Eylül ayını 31.08.2018 tarihindeki seviyelerinden kapatacağı varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre;
 - Türk Telekom (TTKOM) 5,4 mlr TL, Tüpraş (TUPRS) 3,2 mlr TL ve Zorlu Enerji (ZOREN) 2,9 mlr TL ile 3Ç'de en fazla kur farkı zararı yazabilecek şirketler olurken,
 - Türk Hava Yolları (THYAO) 2,2 mlr TL, Doğan Holding (DOHOL) 1,2 mlr TL, Şişecam (SISE) 946 mn TL ile en fazla kur farkı kazancı kaydedebilecek şirketler olarak görülmektedir.

mn TL	Net YPP (Hedge dahil)	Değişimin Muhtemel Etkisi	2Ç18 Net Kar	6A18 Net Kar
DOHOL	2.720	1.186	3465	3487
SISE	2.169	946	1000	1569
SODA	1.784	778	418	657
ENKAI*	1.571	-60	0	491
TAVHL*	972	-151	445	471
KOZAL	786	343	357	499
ISDMR	785	343	1134	1921
KOZAA	731	319	347	444
IPEKE	731	319	347	445
TKFEN	590	257	279	520
ECILC	400	175	122	174
ALARK	399	174	-106	-111
TBORG	344	150	98	158
DOAS	229	100	56	138
EGEEN	218	95	71	113
PRKME	218	95	23	31
HURGZ	195	85	281	276
DEVA	162	71	29	63
CEMTS	140	61	32	56
DGZTE	138	60	16	25
ALCTL	133	58	21	14
PGSUS*	131	-154	15	-100
GSDDE	129	56	2	-2
BUCIM	120	52	37	72
KENT	113	49	31	50
PRKAB	71	31	4	5
ANACM	63	28	166	229

- ✓ Detaylı olarak baktığımızda, fonksiyonel para birimi ABD doları olan THYAO ve EREGL'nin TL bazında oldukça yüksek net yabancı para pozisyonu olmalarına karşın, TL'de taşıdıkları kısa pozisyonlar nedeniyle önemli derecede kambiyo geliri kaydetmesini bekliyoruz. Fonksiyonel para birimi Avro olan Tav Havalimanları (TAVHL) ve Pegasus (PGSUS)'un TL tarafta taşıdıkları fazla pozisyon nedeniyle sırasıyla 151 mn TL, 154 mn TL kambiyo zararı kaydetmesini bekliyoruz.

- ✓ Diğer tarafta fonksiyonel para birimi ABD doları olan ve döviz fazlası bulunan **Enka İnşaat**'ın TL'deki fazla pozisyonu nedeniyle bir miktar kambiyo zararı kaydedeceğini tahmin ediyoruz.
- ✓ Ayrıca **Ford Otosan (FROTO)** ve **Tofaş Oto (TOASO)** yüksek döviz pozisyonlarına karşılık yaptıkları ihracat anlaşmaları ile TL'nin değer kaybetmesinden sınırlı etkilenirken, **Tüpraş (TUPRS)**'ın ise doğal hedge nedeniyle döviz riski sınırlanmaktadır.

mn TL	Net YPP (Hedge dahil)	Değişimin Muhtemel Etkisi	2Ç18 Net Kar	6A18 Net Kar
THYAO*	-26.496	2.194	441	127
TTKOM	-12.345	-5.384	-889	-832
TUPRS*	-7.284	-3.186	1035	1422
ZOREN	-6.766	-2.951	31	67
AGHOL	-3.479	-1.517	-83	-537
AKENR	-3.381	-1.474	-448	-592
TRGYO	-3.309	-1.443	-218	-68
MGROS	-3.089	-1.347	-291	-531
EREGL*	-2.781	690	1579	2688
FROTO*	-2.716	-54	486	919
TOASO*	-2.668	297	368	693
SNGYO	-2.358	-1.029	-215	-142
IZMDC	-2.307	-1.006	-171	-195
AEFES	-2.107	-919	234	87
CCOLA	-1.821	-794	244	181
ENJSA	-1.718	-749	256	499
KARDM	-1.525	-665	204	439
VESTL	-1.502	-655	135	110
AYEN	-1.317	-575	14	21
AKSGY	-1.146	-500	485	466
AKSEN	-1.119	-488	65	133
KRDMD	-1.044	-455	140	300
ODAS	-1.026	-448	-90	-146
GUBRF	-1.026	-447	36	51
AKSA	-862	-376	48	100
BTCIM	-787	-343	19	37
MNDRS	-766	-334	-36	-59

- ✓ **Önemli Not:** Yapmış olduğumuz çalışma şirketlerin net döviz pozisyonları üzerinden kaydedebilecekleri kur farkı gelirleri için genel bir değerlendirme olup, şirketlerin operasyonel gelir ve giderlerinin döviz bazlı olmasından kaynaklanan etkiyi içermemektedir. Ayrıca 2018/06 döneminden sonra şirketlerin döviz pozisyonlarında ciddi değişimler olabileceğini ve bu nedenle hesaplamalarımızdan farklı sonuçlar oluşabileceğini de hatırlatmak isteriz.



www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBI

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Beyaz Eşya, Otomotiv, Perakende, Gıda-İçecek, Havacılık, Telekomünikasyon, Enerji

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.