

Hisse Kodu	Hisse Adı	Piyasa Değeri, Mn TL	Fonksiyonel Para Birimi	Net Yabancı Para Pozisyonu, Mn TL Karşılığı	ABD Dolar Pozisyonu, Uzun (Kısa), Mn	Euro Pozisyonu, Uzun (Kısa), Mn	Yen Pozisyonu, Uzun (Kısa), Mn	YP'da +10 %'luk Değişimin Etkisi (Hedge dahil), Mn TL	YP'da Değişimin 3Ç18 Karılığa Etkisi*, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler									
TTKOM	Türk Telekom	12.740,0	TRY	-17.567,4	-3.043,7	-684,6	-	-1.738,8	-5.799,5
TUPRS	Tüpraş	33.606,3	TRY	-18.445,7	-4.042,7	-5,5	-	-730,6	-2.425,6
AGHOL	Anadolu Holding	4.186,4	TRY	-10.174,7	-1.219,3	-841,8	-	-347,9	-1.155,8
AKENR	Ak Enerji	430,2	TRY	-3.380,5	-727,1	-12,2	-	-338,1	-1.123,1
TRGYO	Torunlar GMYO	1.770,0	TRY	-3.300,4	-514,0	-181,7	-	-330,9	-1.106,3
MGROS	Migros Ticaret	2.929,5	TRY	-3.089,1	4,7	-585,9	-	-311,1	-1.056,8
SNGYO	Sinpaş GMYO	375,5	TRY	-2.358,3	-214,4	-260,0	-	-235,8	-793,7
VESTL	Vestel	2.744,0	TRY	-4.450,5	-944,1	-123,6	-	-241,8	-768,5
AEFES	Anadolu Efes	12.481,6	TRY	-6.885,0	-1.092,4	-327,9	-	-198,9	-655,1
CCOLA	Coca Cola İçecek	8.587,6	TRY	-3.787,7	-623,8	-182,6	-	-182,1	-612,0
KARDM	Kardemir - Tüm	4.213,5	TRY	-1.837,4	-233,4	-148,4	-	-174,9	-586,9
ZOREN	Zorlu Enerji	2.680,0	TRY	-6.786,5	-1.275,6	-185,4	-	-165,7	-566,0
TCELL	Türkcell	25.388,0	TRY	-1.531,2	-250,3	-60,4	-	-153,1	-488,1
AYEN	Ayen Enerji	590,1	TRY	-1.317,3	5,0	-252,4	-	-131,7	-447,7
AKSGY	Akiş GYO	1.075,2	TRY	-1.145,5	-200,7	-43,4	-	-114,6	-382,2
TRCAS	Turcas Petrol	432,0	TRY	-551,2	-26,4	-81,2	-	-110,2	-372,7
GUBRF	Gübre Fabrik.	1.032,1	TRY	-1.025,6	-54,3	-146,5	-	-102,6	-346,5
ODAS	Odaş Elektrik	511,8	TRY	-1.026,1	-9,1	-185,5	-	-84,3	-286,2
AKSEN	Aksa Enerji	2.673,4	TRY	-1.119,2	-226,6	-15,5	-	-79,7	-264,0
PARSN	Parsan	1.467,4	TRY	-627,9	1,9	-119,9	-	-62,8	-213,4
BAGFS	Bagfaş	281,7	TRY	-580,3	-2,4	-107,3	-	-58,0	-197,1
ENJSA	Enerjisa	6.247,9	TRY	-1.717,9	-211,8	-54,4	-	-56,2	-186,7
SASA	Sasa Polyester	6.134,7	TRY	-526,0	68,6	-158,0	-	-52,6	-181,1
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	1.947,5	TRY	-936,2	-167,8	-36,5	-	-52,3	-175,2
PETKM	Petkim	8.827,5	TRY	-343,8	64,8	-114,3	-	-34,3	-108,0
KARSN	Karsan Otomotiv	852,0	TRY	-458,4	-19,3	-69,8	-	-30,9	-104,3
ASUZU	Anadolu Isuzu**	740,0	TRY	-407,4	4,0	-57,2	-3.145,4	-40,7	-102,4
ARCLK	Arçelik	9.358,8	TRY	-1.760,1	-77,3	8,3	-	-36,7	-102,1
ULKER	Ülker Bisküvi	5.790,1	TRY	-859,6	618,5	-564,0	-	-17,7	-81,9
TTRAK	Türk Traktör	2.561,7	TRY	-331,6	-2,3	-57,1	-423,4	-17,1	-51,5
AYGAZ	Aygaz	3.675,0	TRY	-340,6	-56,2	-0,1	-	-14,6	-48,5
TRKCM	Trakya Cam	5.375,0	TRY	-33,0	-43,0	18,9	-	-4,6	-46,3
FROTO	Ford Otosan	23.089,9	TRY	-2.716,2	8,7	-518,7	-	-12,3	-41,6
KORDS	Kordsa Global	1.863,6	TRY	-356,1	-31,3	13,6	-	-5,8	-22,9
CIMSA	Çimsa	1.215,8	TRY	-323,3	-13,8	-49,1	-	-6,6	-21,8
ANACM	Anadolu Cam	2.475,0	TRY	89,8	12,5	-13,3	-	-3,6	-14,0
KLMSN	Klimasan Klima	188,1	TRY	-183,8	11,5	-17,2	-	-2,5	-13,7
CLEBI	Çelebi	1.251,5	TRY	-205,8	10,1	-47,6	-	-3,7	-12,8
BRISA	Brisa	2.059,5	TRY	-2.364,2	-524,3	-9,5	-238,3	-3,9	-11,7
ANELE	Anel Elektrik	242,0	TRY	-58,7	-3,1	-3,6	-	-5,9	-11,2
ALCAR	Alarko Carner	458,8	TRY	-21,0	-1,2	-2,9	-	-2,1	-7,1
SOKM	Şok Marketler	5.427,8	TRY	-13,7	-3,5	0,1	-	-1,6	-5,2
ISGYO	İş GMYO	872,5	TRY	-232,0	-42,6	-6,6	-	-0,8	-2,9
OTKAR	Otokar	1.992,0	TRY	-22,5	0,0	0,1	-	0,0	0,2
AKCNS	Akçansa	1.600,5	TRY	7,7	2,0	-0,3	-	0,8	2,5
GOODY	Good-Year	1.058,4	TRY	14,8	-12,0	13,2	-	1,5	5,5
BIMAS	Bim Mağazalar	24.697,9	TRY	26,4	5,7	0,1	-	2,5	8,8
EGEEN	Ege Endüstri	1.354,5	TRY	217,8	25,4	8,8	-	21,8	69,4
DOAS	Doğuş Otomotiv	1.188,0	TRY	228,9	-0,1	43,2	-	22,9	77,8
ALARK	Alarko Holding	1.065,8	TRY	398,6	79,8	7,1	-	39,9	133,7
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	2.521,8	TRY	400,4	33,8	46,3	-	40,0	134,9
ASELS	Aselsan	31.441,2	TRY	-0,9	39,0	70,9	-	57,1	186,9
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	10.690,0	TRY	-2.668,4	2,0	-504,3	-	67,5	229,3
TKFEN	Tekfen Holding	7.999,4	TRY	-141,7	204,7	6,6	-	59,0	298,0
SODA	Soda Sanayii	6.930,0	TRY	1.783,6	274,8	92,9	-	150,0	495,8
SISE	Şişe Cam	13.140,0	TRY	2.195,4	292,9	129,9	-	170,8	532,4
DOHOL	Doğan Holding	2.826,3	TRY	2.719,7	560,5	29,8	-	272,0	902,6

Kaynak: Şirket Finansal Tablo Dipnotları, 2018/06, VKY Araştırma&Strateji

* Fonksiyonel para birimi TL olanlar: 2018/06 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 27.09.2018 itibarıyla sadece avro ve doların TL karşısındaki değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığa etkisi tahmin edilmiştir.

** ASUZU: 2018/06 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 27.09.2018 itibarıyla avro, Japon yeni ve doların TL karşısında değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığa etkisi tahmin edilmiştir.

01 Ekim 2018 Pazartesi

Hisse Kodu	Hisse Adı	Piyasa Değeri, Mn TL	Fonksiyonel Para Birimi	Net Yabancı Para Pozisyonu, Mn TL Karşılığı	ABD Dolar Pozisyonu, Uzun (Kısa), Mn	Euro Pozisyonu, Uzun (Kısa), Mn	Yen Pozisyonu, Uzun (Kısa), Mn	YP'da +10 %'luk Değişimin Etkisi (Hedge dahil), Mn TL	YP'da Değişimin 3Ç18 Karlılığına Etkisi*, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olmayan şirketler									
TAVHL	TAV Havalimanları	11.363,4	EUR	770,2	145,0	-16,2	-	106,5	-125,8
PGSUS	Pegasus	2.769,5	EUR	683,8	-80,6	-	-	-25,4	-110,8
ENKAİ	Enka İnşaat	26.050,0	USD	4.103,8	34,1	236,2	-	141,6	-28,6
BRSAN	Borusan Mannesmann	1.224,7	USD	-25,2	-	-15,7	-	-4,8	7,7
NETAS	Netaş Telekom.	557,8	USD	-22,6	-	2,8	-	-28,2	102,4
EREGL	Ereğli Demir Çelik	38.605,0	USD	-1.904,8	-	-234,7	150,4	-75,9	536,4
THYAO	Türk Hava Yolları	26.344,2	USD	-20.366,0	-	-1.864,8	-324.210,2	130,0	1.876,9

Kaynak: Şirket Finansal Tablo Dipnotları, 2018/06, VKY Araştırma&Strateji

* Fonksiyonel para birimi TL olmayanlar: 2018/06 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 27.09.2018 itibarıyla avro, Japon yeni ve doların TL karşısında değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığı etkisi tahmin edilmiştir.

- ✓ **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 ve hedge politikalarında ciddi değişimler olabileceğini ve bu nedenle hesaplamalarımızdan farklı sonuçlar oluşabileceğini de hatırlatmak isteriz.

01 Ekim 2018 Pazartesi

- ✓ 27.09.2018 itibarıyla 3. çeyrekte TL karşısında ABD doları %33,2, Avro ise %34,0 değer artışı göstermiştir. İkinci çeyrek ortalama kurlar ile kıyasladığımızda ise son üç ay ortalama kurlara göre TL karşısında ABD dolarının %28,1, Avro'nun ise %25,0 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	2017/3Ç	2017/4Ç	2018/1Ç	2018/2Ç	2018/3Ç	2017/3Ç	2017/4Ç	2018/1Ç	2018/2Ç	2018/3Ç
	Dönem Sonu					Değişim %				
USD/TRY	3,5521	3,7719	3,6386	4,5607	6,0752	1,3%	6,2%	-3,5%	25,3%	33,2%
EUR/TRY	4,1924	4,5155	3,9083	5,3092	7,1130	4,7%	7,7%	-13,4%	35,8%	34,0%
100 JPY/1 TRY	3,1495	3,3421	3,2666	4,1117	5,3761	1,3%	6,1%	-2,3%	25,9%	30,8%
GBP/TRY	4,7478	5,0803	4,5169	5,9810	7,9631	4,5%	7,0%	-11,1%	32,4%	33,1%
EUR/USD	1,1765	1,1935	1,2313	1,1568	1,1800	3,1%	1,4%	3,2%	-6,1%	2,0%
USD/JPY	112,78	112,82	106,6	110,27	112,9	0,6%	0,0%	-5,5%	3,4%	2,4%

Kaynak: TCMB, VKY Araştırma&Strateji

BIST Şirketlerinin Döviz Pozisyonları

3Ç'de döviz kurlarındaki meydana gelen değişimler şirketlerin hem operasyonel hem de operasyonel olmayan performanslarını etkileyecektir. Buna göre, net ihracatçı (veya döviz geliri döviz maliyetlerinden daha fazla) şirketler operasyonel taraftan, net döviz fazlası olan şirketler ise operasyonel olmayan taraftan kur artışlarından olumlu etkilenirken, net ithalatçı (veya döviz geliri döviz maliyetlerinden daha az) şirketler ile net döviz açığı olan şirketler de olumsuz etkileeneceklerdir.

30.06.2018 itibarıyla fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları (THYAO) en yüksek açık döviz pozisyonuna sahipken, bu şirketi Tüpraş (TUPRS) izlemektedir. Aynı tarih itibarıyla Doğan Holding (DOHOL) ve Şişecam (SISE) ise en yüksek döviz fazlası olan şirketlerdir.

En yüksek döviz açığı ve döviz fazlası olan şirketler, 30.06.2018 finansal verileri itibarıyla

Hisse	TL Karşılığı (Mn)	TL Karşılığı (Mn) Hedge dahil	Hisse	TL Karşılığı (Mn)	TL Karşılığı (Mn) Hedge dahil
THYAO*	(26.496)	(26.496)	DOHOL	2.720	2.720
TUPRS	(18.446)	(7.284)	SISE	2.195	2.169
TTKOM	(17.567)	(12.345)	SODA	1.784	1.784
AGHOL	(10.175)	(3.479)	ENKAI*	1.563	1.571
AEFES	(6.885)	(2.107)	TAVHL**	972	972
ZOREN	(6.786)	(6.766)	ECILC	400	400
VESTL	(4.451)	(1.502)	ALARK	399	399
COLLA	(3.788)	(1.821)	DOAS	229	229
AKENR	(3.381)	(3.381)	EGEEN	218	218
TRGYO	(3.300)	(3.309)	PGSUS**	131	131
MGROS	(3.089)	(3.089)	ANACM	90	63
FROTO	(2.716)	(2.716)	BIMAS	26	26
TOASO	(2.668)	(2.668)	GOODY	15	15
BRISA	(2.364)	(39)	AKCNS	8	8
SNGYO	(2.358)	(2.358)	ASELS	(1)	(1)

(*) Fonksiyonel para birimi USD olan şirketler

(**) Fonksiyonel para birimi EUR olan şirketler

Kaynak: Şirketlerin 2018/06 tarihli finansal tablo dipnotları

01 Ekim 2018 Pazartesi

30.06.2018 tarihli finansal tablolar baz alındığında ve şirketlerin net döviz pozisyonlarının değişmediği varsayımı ile; Dolar, Euro ve Japon Yeni'nin TL karşısında 3Ç'de sırasıyla %33,2, %34,0, %30,8 artış göstermesinin kur farkı gelir ve giderleri üzerinden tahmini etkisi şu şekildedir:

Hisse	3Ç18 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mn TL	Hisse	3Ç18 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler		Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler	
DOHOL	903	TTKOM	-5.800
SISE	532	TUPRS	-2.426
SODA	496	AGHOL	-1.156
TKFEN	298	AKENR	-1.123
TOASO	229	TRGYO	-1.106
ASELS	187	MGROS	-1.057
ECILC	135	SNGYO	-794
ALARK	134	VESTL	-769
DOAS	78	AEFES	-655
EGEEN	69	COLLA	-612
BIMAS	9	KARDM	-587
GOODY	6	ZOREN	-566
AKCNS	3	TCELL	-488
OTKAR	0	AYEN	-448
ISGYO	-3	AKSGY	-382
SOKM	-5	TRCAS	-373
ALCAR	-7	GUBRF	-347

Kaynak: VKY Araştırma&Strateji Tahminleri

2018/06 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre; Türk Telekom (TTKOM) 5,8 mlr TL, Tüpraş (TUPRS) 2,4 mlr TL ve Anadolu Grubu Holding (AGHOL) 1,15 mlr TL ile 3Ç'de döviz kurlarından karlılık açısından en olumsuz etkilenebilecek şirketler olurken, Doğan Holding (DOHOL) 903 mn TL, Şişecam (SISE) 532 mn TL, Soda Sanayi (SODA) 496 mn TL ile en olumlu etkilenebilecek şirketler olarak görülmektedir.

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.

Bunun yanı sıra, fonksiyonel para birimi USD veya EUR olan şirketleri için ayrı bir değerlendirme yapmak gerekiyor. Hesaplamalarımıza göre, fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları (THYAO)'nın TL döviz açık pozisyonu nedeniyle bu para birimlerinin Dolar karşısında değer kaybetmesi sonucu dördüncü çeyrekte yaklaşık 1,9 mlr TL kur farkı kaynaklı gelir yazabileceğini öngörüyoruz. Ayrıca yine fonksiyonel para birimi USD olan Ereğli Demir Çelik (EREGL)'nin TL açık net döviz pozisyonu nedeniyle yaklaşık 536 mn TL kur farkı kaynaklı gelir kaydedebileceğini hesaplıyoruz. Fonksiyonel para birimi Avro olan Tav Havalimanları (TAVHL) ve Pegasus (PGSUS)'un TL tarafta taşıdıkları fazla pozisyon nedeniyle sırasıyla 126 mn TL, 111 mn TL kambiyo zararı kaydetmesini bekliyoruz.

Hisse	3Ç18 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mn TL
THYAO	1.877
EREGL	536
NETAS	102
BRSAN	8
ENKAI	-29
PGSUS	-111
TAVHL	-126

Kaynak: VKY Araştırma&Strateji Tahminleri



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 İLBİ

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 şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.