

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 3Ç19 Karlılığına Etkisi*, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler									
TTKOM	Türk Telekom	20.335,0	TRY	-17.606,2	-2.280,8	-681,2	-	-663,9	139,6
TUPRS	Tüpraş***	35.935,2	TRY	-13.254,8	-2.300,5	2,9	-	-815,5	157,1
AGHOL	Anadolu Holding	3.774,8	TRY	-13.192,0	-1.073,2	-1.096,2	-	-607,5	302,1
TCELL	Turkcell	28.622,0	TRY	-10.818,9	200,1	-61,5	-	68,7	1,3
AEFES	Anadolu Efes	12.955,3	TRY	-7.116,7	-956,9	-281,2	-	-218,3	89,1
ZOREN	Zorlu Enerji	2.520,0	TRY	-6.961,4	-1.206,4	-90,2	-	54,1	16,1
AKENR	Ak Enerji	437,5	TRY	-4.435,4	-763,9	-6,0	-	-443,5	87,4
CCOLA	Coca Cola İçecek	8.567,2	TRY	-3.957,8	-513,7	-154,1	-	-233,9	84,5
TRGYO	Torunlar GMYO	1.890,0	TRY	-3.495,6	-382,0	-198,0	-	-349,6	118,5
SNGYO	Sinpaş GMYO	768,4	TRY	-3.343,2	-158,5	-371,1	-	-334,3	160,0
FROTO	Ford Otosan	20.844,1	TRY	-3.314,2	-6,3	-500,3	-	-23,3	12,2
MGROS	Migros Ticaret	3.758,7	TRY	-3.110,7	0,6	-475,5	-	-310,9	182,1
KARDM	Kardemir - Tüm	2.517,0	TRY	-2.856,4	-334,4	-142,9	-	-307,2	96,0
BRISA	Brisa	1.891,7	TRY	-2.410,4	8,6	9,7	-431,7	9,7	-4,7
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	10.140,0	TRY	-2.095,1	-1,6	-318,4	-	51,5	-30,5
SASA	Sasa Polyester	5.295,4	TRY	-2.049,7	19,2	-329,8	-	-205,0	124,4
AKSGY	Akiş GYO	1.131,1	TRY	-1.725,6	-255,9	-38,8	-	-132,0	35,5
VESTL	Vestel	3.361,3	TRY	-1.697,6	-446,1	-159,1	-	-193,5	24,9
ODAS	Odaş Elektrik	498,1	TRY	-1.521,1	-7,8	-225,3	-	-139,9	80,1
AKSEN	Aksa Enerji	1.674,0	TRY	-1.504,2	-251,1	-9,5	-	-107,0	23,1
AYEN	Ayen Enerji	641,0	TRY	-1.468,1	1,9	-225,8	-	-146,8	86,4
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	2.880,4	TRY	-1.254,9	-149,3	-74,7	-	-77,0	26,2
KORDS	Kordsa Global	2.468,6	TRY	-957,7	9,4	-10,5	-	-1,2	3,0
BAGFS	Bagfaş	461,3	TRY	-860,1	-26,3	-108,2	-	-86,0	44,4
CLEBI	Çelebi	2.411,8	TRY	-846,2	8,5	-135,8	-	-84,6	51,1
ULKER	Ülker Bisküvi	6.720,3	TRY	-724,5	658,0	-557,0	-	13,8	140,6
TRCAS	Turcas Petrol	488,2	TRY	-709,8	-41,2	-72,2	-	-71,0	32,3
ARCLK	Arçelik	12.865,9	TRY	-606,9	-253,0	-152,9	-	-27,0	10,2
KARSN	Karsan Otomotiv	696,0	TRY	-410,9	-0,5	-64,6	-	-37,9	24,8
DOAS	Doğuş Otomotiv	1.716,0	TRY	-326,9	-0,0	-50,8	-	-33,3	19,5
GUBRF	Gübre Fabrik.	1.900,5	TRY	-302,3	-55,3	2,4	-	14,1	-3,3
CIMSA	Çimsa	1.007,7	TRY	-298,4	8,2	-52,2	-	0,4	4,6
TTRAK	Türk Traktör	2.307,7	TRY	-266,3	-1,1	-39,0	-90,1	-13,9	7,7
ISGYO	İş GMYO	930,0	TRY	-264,1	-39,7	-4,8	-	-3,2	1,9
ASUZU	Anadolu Isuzu**	789,6	TRY	-255,2	-0,1	-59,2	-2.030,2	-25,5	11,3
AYGAZ	Aygaz	3.525,0	TRY	-176,3	-15,6	-2,6	-	-12,5	3,1
ENJSA	Enerjisa	7.346,2	TRY	-143,1	-104,3	224,3	-	73,8	-28,0
ANELE	Anel Elektrik	216,7	TRY	-76,5	-0,7	-7,1	-	-7,7	2,8
BIMAS	Bim Mağazalar	29.825,7	TRY	-59,1	2,3	-11,1	-	-5,9	4,0
ALCAR	Alarko Carrier	408,5	TRY	-21,4	-4,1	0,3	-	-2,1	0,3
SOKM	Şok Marketler	6.731,2	TRY	-1,2	-0,1	-0,1	-	-0,1	0,1
ANACM	Anadolu Cam	2.332,5	TRY	3,1	-12,8	0,4	-	-7,2	24,3
KLMSN	Klimasan Klima	432,4	TRY	7,5	7,9	-6,6	-	0,2	1,6
GOODY	Good-Year	774,9	TRY	55,9	2,8	6,1	-	5,6	-2,7
AKCNS	Akcansa	1.299,9	TRY	73,2	13,3	-0,5	-	7,3	-1,3
OTKAR	Otokar	3.240,0	TRY	218,5	-0,2	-0,3	-	-0,4	0,1
PETKM	Petkim	7.624,3	TRY	228,4	147,5	-38,6	-	22,8	-0,3
EGEEN	Ege Endüstri	1.486,8	TRY	319,0	41,2	14,1	-	32,0	-9,6
ALARK	Alarko Holding	2.170,7	TRY	352,7	78,3	-15,3	-	35,3	-2,8
TKFEN	Tekfen Holding	7.081,8	TRY	400,1	126,7	73,0	-	106,1	-42,1
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	2.138,0	TRY	428,4	25,8	42,7	-	42,8	-19,3
TRKCM	Trakya Cam	3.712,5	TRY	684,2	22,5	68,9	-	55,8	-29,0
ASELS	Aselsan	22.936,8	TRY	1.640,6	198,5	59,8	-	145,4	-45,0
SODA	Soda Sanayii	5.910,0	TRY	2.004,4	244,0	87,8	-	198,3	-67,1
SISE	Şişe Cam	10.507,5	TRY	2.126,5	240,0	190,1	-	328,6	-1,5
DOHOL	Doğan Holding	4.003,9	TRY	3.273,3	568,6	-0,0	-	327,3	-63,4

Kaynak: Şirket Finansal Tablo Dipnotları, 2019/06, VKY Araştırma&Strateji

* Fonksiyonel para birimi TL olanlar: 2019/06 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 30.09.2019 itibariyle sadece avro ve doların TL karşısındaki değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığına etkisi tahmin edilmiştir.

** ASUZU: 2019/06 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 30.09.2019 itibariyle avro, Japon yeni ve doların TL karşısında değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığına etkisi tahmin edilmiştir.

*** Tüpraş'ın doğal hedge sonrası 8,3 mn TL net yabancı para fazlası bulunmaktadır.

01 Ekim 2019 Salı

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 3Ç19 Karlılığı Etkisi*, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olmayan şirketler									
THYAO	Türk Hava Yolları	17.084,4	USD	-40.116,0	-	-5.195,1	-231.504,9	-181,0	47,9
PGSUS	Pegasus	6.209,6	EUR	-2.344,9	-538,0	-	-	-269,8	-104,9
EREGL	Ereğli Demir Çelik	23.975,0	USD	-1.091,4	-	65,5	489,9	-95,8	-46,0
NETAS	Netaş Telekom.	606,5	USD	-493,6	-	9,7	-	-49,4	-11,3
BRSAN	Borusan Mannesmann	1.338,1	USD	-69,1	-	-12,5	-	-8,7	2,1
PARSN	Parsan	982,4	EUR	19,8	4,6	-	-	2,0	1,1
TAVHL	TAV Havalimanları	8.573,4	EUR	820,0	107,5	-2,8	-	83,8	32,8
ENKAI	Enka İnşaat	28.250,0	USD	1.772,5	43,4	191,7	-	141,6	-49,8

Kaynak: Şirket Finansal Tablo Dipnotları, 2019/06, VKY Araştırma&Strateji

* Fonksiyonel para birimi TL olmayanlar: 2019/06 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 30.09.2019 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 2019/06 döneminden sonra şirketlerin döviz pozisyonlarında ve hedge politikalarında ciddi değişimler olabileceğini ve bu nedenle hesaplamalarımızdan farklı sonuçlar oluşabileceğini de hatırlatmak isteriz.

30.09.2019 itibarıyla üçüncü çeyrekte TL karşısında ABD doları %1,9, Avro ise %5,9 değer kaybetmiştir. Üçüncü çeyrek ortalama kurlar ile kıyasladığımızda son üç ay ortalama kurlara göre TL karşısında ABD dolarının %3,5, Avro'nun ise %4,5 değer kaybettiği görülmektedir.

- ✓ Kurlardaki bu değişim; gelirleri ABD doları ve Avro, maliyetleri TL bazlı olan şirketler için operasyonel marjlarının (brüt kar ve FAVÖK) kur etkisiyle olumsuz etkileneceğine işaret ederken, operasyonel olmayan tarafta ise ABD doları ve Avro bazında döviz açık pozisyonu olan şirketlerin kur farkı gelirleri kaydedeceğini göstermektedir. Her ne kadar şirketlerin dönem içinde döviz pozisyonu değişimleri nedeniyle muhtemel etkiyi tam olarak analiz etmek mümkün olmasa da genel bir yaklaşımla, üçüncü çeyrekte kur hareketlerinden olumlu/olumsuz etkilenmesi muhtemel şirketlerin filtrelenebileceğini düşünüyoruz.

Döviz Kurları	2018/3Ç	2018/4Ç	2019/1Ç	2019/2Ç	2019/3Ç	2018/3Ç	2018/3Ç	2019/1Ç	2019/2Ç	2019/3Ç
	Dönem Sonu					Değişim %				
USD/TRY	6,0752	5,2609	5,6284	5,7551	5,6437	33,2%	-13,4%	7,0%	2,3%	-1,9%
EUR/TRY	7,1130	6,0280	6,3188	6,5507	6,1671	34,0%	-15,3%	4,8%	3,7%	-5,9%
100 JPY/1 TRY	5,3761	4,7547	5,0704	5,3317	5,2176	30,8%	-11,6%	6,6%	5,2%	-2,1%
GBP/TRY	7,9631	6,6528	7,3354	7,2855	6,9335	33,1%	-16,5%	10,3%	-0,7%	-4,8%
EUR/USD	1,1800	1,1391	1,1247	1,1371	1,0900	2,0%	-3,5%	-1,3%	1,1%	-4,1%
USD/JPY	112,9	110,89	110,25	107,93	107,96	2,4%	-1,8%	-0,6%	-2,1%	0,0%

Kaynak: TCMB, VKY Araştırma&Strateji

BIST Şirketlerinin Döviz Pozisyonları

30.06.2019 itibarıyla fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları (THYAO) en yüksek açık döviz pozisyonuna sahipken, bu şirketi Türk Telekom (TTKOM) 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, 30.06.2019 finansal verileri itibarıyla

Şirket	TL Karşılığı (Mn)	TL Karşılığı (Mn) Hedge dahil	Şirket	TL Karşılığı (Mn)	TL Karşılığı (Mn) Hedge dahil
Türk Hava Yolları*	(40.116)	(40.116)	Doğan Holding	3.273	3.273
Türk Telekom	(17.606)	(6.228)	Şişecam	2.127	2.532
Tüpraş***	(13.255)	8	Soda Sanayi	2.004	2.004
Anadolu Grubu Holding	(13.192)	(6.075)	Enka İnşaat*	1.772	1.755
Turkcell	(10.819)	687	Aselsan	1.641	1.641
Anadolu Efes	(7.117)	(1.965)	TAV Havalimanları**	820	820
Zorlu Enerji	(6.961)	(7.361)	Trakya Cam	684	684
Akenerji	(4.435)	(4.435)	Eczacıbaşı İlaç	428	207
Coca Cola	(3.958)	(2.339)	Tekfen Holding	400	1.061
Torunlar GYO	(3.496)	(3.496)	Alarko Holding	353	353
Sinpaş GYO	(3.343)	(3.343)	Ege Endüstri	319	319
Ford Otosan	(3.314)	(3.314)	Petkim	228	511
Migros	(3.111)	(3.111)	Otokar	218	4
Kardemir	(2.856)	(2.286)	Akçansa	73	73
Brisa	(2.410)	97	Good-Year	56	56

(*) Fonksiyonel para birimi USD olan şirketler

(**) Fonksiyonel para birimi EUR olan şirketler

(***) Tüpraş'ın doğal hedge sonrası 8,3 mn TL net yabancı para fazlası bulunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin 2019/06 tarihli finansal tablo dipnotları

30.06.2019 tarihli finansal tablolar baz alındığında ve şirketlerin net döviz pozisyonlarının değişmediği varsayımı ile; Dolar, Euro ve Japon Yeni'nin TL karşısında 3Ç19'da sırasıyla %1,9, %5,9, %2,1 düşüş göstermesinin kur farkı gelir ve giderleri üzerinden **tahmini etkisi şu şekildedir:**

Hisse	3Ç19 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mın TL	Hisse	3Ç19 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mın TL
Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler		Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler	
Anadolu Grubu Holding	302	Soda Sanayi	-67
Migros	182	Doğan Holding	-63
Sinpaş GYO	160	Aselsan	-45
Tüpraş	157	Tekfen Holding	-42
Ülker	141	Tofaş	-31
Türk Telekom	140	Trakya Cam	-29
Sasa Polyester	124	Enerjisa	-28
Torunlar GYO	119	Eczacıbaşı ilaç	-19
Kardemir	96	Ege Endüstri	-10
Anadolu Efes	89	Brisa	-5
Akenerji	87	Gübre Fabrikaları	-3
Ayen Enerji	86	Alarko Holding	-3
Coca Cola	85	Good-Year	-3
Odaş Elektrik	80	Şişe Cam	-2
Çelebi	51	Akçansa	-1

Kaynak: VKY Araştırma&Strateji Tahminleri

2019/06 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre; Soda Sanayii (SODA) 67 mın TL, Doğan Holding (DOHOL) 63 mın TL ve Aselsan (ASELS) 45 mın TL ile 3Ç'de döviz kurlarından karlılık açısından en olumsuz etkilenebilecek şirketler olurken, Anadolu Grubu Holding (AGHOL) 302 mın TL, Migros (MGROS) 182 mın TL ve Sinpaş GYO (SNGYO) 160 mın 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 avro döviz açık pozisyonu nedeniyle TL'nin avro karşısında değer kazanması sonucu üçüncü çeyrekte yaklaşık 48 mın TL kur farkı kaynaklı gelir yazabileceğini öngörüyoruz. Öte yandan, yine fonksiyonel para birimi USD olan **Ereğli Demir Çelik (EREGL)**'nin TL açık net döviz pozisyonu nedeniyle yaklaşık 46 mın TL kur farkı kaynaklı gider kaydedebileceğini hesaplıyoruz. Fonksiyonel para birimi Avro olan Tav Havalimanları (TAVHL) 33 mın TL kambiyo karı, Pegasus (PGSUS)'un ise 105 mın TL kambiyo zararı kaydetmesini bekliyoruz.

Hisse	3Ç19 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mın TL
Fonksiyonel para birimi TL olmayan şirketler	
Pegasus	-105
Enka İnşaat	-50
Eregli Demir Çelik	-46
Netaş	-11
Parsan	1
Borusan Mannesmann	2
Tav Havalimanları	33
Türk Hava Yolları	48

Kaynak: VKY Araştırma&Strateji Tahminleri



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

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

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.