

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 4Ç16 Karlılığı Etkisi*, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler									
TTKOM	Türk Telekom	18.480,0	TRY	-15.296,7	-1.562,4	-2.387,8	-	-1.270,4	-1.651,2
TUPRS	Tüpraş	17.717,2	TRY	-10.140,1	-2.209,4	-45,4	-	-240,3	-406,6
TECELL	Turkcell	21.450,0	TRY	-4.146,1	243,1	-727,5	-	-254,9	-272,2
AEFES	Anadolu Efes	10.438,8	TRY	-3.552,4	-899,3	-284,6	-	-348,1	-548,3
ZOREN	Zorlu Enerji	1.072,5	TRY	-2.610,7	-677,5	-196,2	-	-261,1	-423,0
TRGYO	Torunlar GMYO	2.075,0	TRY	-2.508,3	-193,3	-620,4	-	-250,8	-392,1
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	12.320,0	TRY	-2.254,4	-10,1	-661,8	-	18,6	17,2
MGROS	Migros Ticaret	3.129,8	TRY	-2.186,7	4,2	-654,9	-	-220,1	-228,6
AKENR	Ak Enerji	619,8	TRY	-2.125,5	-716,9	6,4	-	-212,5	-372,9
CCOLA	Coca Cola İçecek	8.419,7	TRY	-1.951,7	-503,2	-164,0	-	-195,2	-320,7
FROTO	Ford Otosan	10.730,8	TRY	-1.919,3	8,3	-578,1	-	-5,7	-4,1
KARDM	Kardemir - Tüm	1.412,9	TRY	-1.818,9	-443,1	-167,1	-	-188,9	-290,1
AKSEN	Aksa Enerji****	1.827,2	TRY	-1.576,9	-409,2	-104,4	-	-133,2	-99,3
VESTL	Vestel	2.130,1	TRY	-1.240,0	-354,2	3,9	-	-81,9	-131,5
AYEN	Ayen Enerji	836,4	TRY	-1.051,8	-2,7	-310,6	-	-105,2	-109,8
BRISA	Brisa	1.885,6	TRY	-1.046,2	-222,9	-8,2	-62,7	-1,9	-4,5
PETKM	Petkim	5.550,0	TRY	-759,4	-202,5	-38,3	-	-73,6	-119,4
DOHOL	Doğan Holding	1.988,9	TRY	-658,5	157,8	-347,8	-	-65,9	-38,8
SNGYO	Sinpaş GMYO	348,0	TRY	-640,3	-68,7	-129,3	-	-64,0	-81,1
SAFGY	Saf GMYO	753,6	TRY	-615,7	-205,4	-0,1	-	-61,6	-107,5
TKFEN	Tekfen Holding	2.390,2	TRY	-557,9	22,1	-93,4	-	-27,9	-10,5
GUBRF	Gübre Fabrik.	1.462,9	TRY	-501,8	-67,1	-89,5	-	-50,2	-66,3
ULKER	Ülker Bisküvi	5.526,7	TRY	-499,8	14,1	-162,9	-	-51,4	-50,2
BAGFS	Bagfaş	444,2	TRY	-432,8	-4,0	-125,3	-	-43,3	-45,8
ODAS	Odaş Elektrik	402,2	TRY	-414,2	-8,5	-115,7	-	-74,5	-81,0
KORDS	Kordsa Global	1.256,7	TRY	-404,3	-65,3	-38,4	-	-18,3	-28,8
TRCAS	Turcas Petrol	394,2	TRY	-354,1	-6,1	-99,9	-	-35,4	-38,1
ASUZU	Anadolu Isuzu**	493,1	TRY	-324,0	2,1	-58,2	-4.581,0	-32,4	-21,8
ARCLK	Arçelik	14.325,4	TRY	-301,0	1,7	59,3	-48,3	18,4	21,6
TRKCM	Trakya Cam	2.641,2	TRY	-242,7	4,2	-82,5	-	-26,4	-28,5
ISGYO	İş GMYO	1.326,0	TRY	-223,9	-59,8	-13,3	-	-21,5	-34,6
ANACM	Anadolu Cam	1.172,2	TRY	-211,8	120,5	-89,6	-	11,0	31,0
TTRAK	Türk Traktör	4.002,7	TRY	-195,0	-0,1	-54,6	-374,9	-8,2	-7,4
KARSN	Karsan Otomotiv	648,0	TRY	-149,2	-11,7	-36,3	-	-39,0	-44,2
CLEBI	Çelebi	558,9	TRY	-148,0	2,6	-45,0	-	-14,8	-14,4
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	2.283,8	TRY	-142,9	-107,5	53,4	-	0,2	-21,8
AYGAZ	Aygaz	3.609,0	TRY	-117,7	13,1	0,8	-	1,5	2,5
OTKAR	Otokar	3.201,6	TRY	35,0	1,1	-1,0	-	0,1	0,2
BIMAS	Bim Mağazalar	14.876,4	TRY	40,8	13,4	0,1	-	4,1	7,1
CIMSA	Çimsa	2.133,0	TRY	69,1	22,6	0,4	-	6,9	12,0
SASA	Sasa Polyester	1.018,3	TRY	84,8	60,0	-28,4	-	8,5	21,4
GOODY	Good-Year	947,7	TRY	90,7	1,3	25,9	-	9,1	9,7
SISE	Şişe Cam	7.851,5	TRY	103,8	302,3	-156,7	-	30,4	86,4
EGEEN	Ege Endüstri	706,9	TRY	151,6	30,9	17,6	-	15,2	22,3
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	2.138,0	TRY	343,5	102,7	10,9	-	34,4	57,6
ALARK	Alarko Holding	967,6	TRY	395,2	102,2	26,1	-	39,5	62,6
DOAS	Doğu Otomotiv	1.931,6	TRY	589,0	-2,6	191,9	-	63,7	-
SODA	Soda Sanayii	3.967,5	TRY	712,6	191,1	41,2	-	71,1	114,2
ASELS	Aselsan***	12.710,0	TRY	1.686,8	242,1	288,5	-	161,6	227,4

Kaynak: Şirket Finansal Tablo Dipnotları, 2016/09, VKY Araştırma&Strateji

* Fonksiyonel para birimi TL olanlar: 2016/09 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 30.12.2016 itibariyle sadece avro ve doların TL karşısındaki değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığa etkisi tahmin edilmiştir.

** ASUZU: 2016/09 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 30.12.2016 itibariyle avro, Japon yeni ve doların TL karşısında değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığa etkisi tahmin edilmiştir.

*** Hesaplamalarda parasal kalemler net yabancı para varlık/(yükümlülük) pozisyonu kullanılmıştır.

**** Aksa Enerji için YP değişiminin 4Ç16 karlılığı etkisi hesaplanırken 259 mn \$'lık varlık satışı göz önünde bulundurulmuştur.

Döviz Kurlarındaki Değişimin Halka Açık Şirketlere Etkisi

03 Ocak 2017 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 4Ç16 Karlılığına Etkisi*, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olmayan şirketler									
THYAO	Türk Hava Yolları	6.913,8	USD	-20.699,0	-	-3.697,0	-319.989,1	-2.070,0	2.169,9
EREGL	Ereğli Demir Çelik	17.990,0	USD	-1.643,2	-	-248,9	-2.286,3	-153,3	244,8
NETAS	Netaş Telekom.	648,0	USD	-166,8	-	1,6	-	-16,7	30,2
BRSAN	Borusan Mannesmann	1.138,3	USD	-129,9	9,4	-	-	-3,9	1,3
PGSUS	Pegasus***	1.447,1	EUR	129,2	-76,4	-	-	16,2	-33,4
TAVHL	TAV Havalimanları	5.096,8	EUR	563,4	130,8	4,1	-	55,0	8,6
ENKAİ	Enka İnşaat	22.596,0	USD	3.411,4	763,5	120,4	-	113,8	-

Kaynak: Şirket Finansal Tablo Dipnotları, 2016/09, VKY Araştırma&Strateji

* Fonksiyonel para birimi TL olmayanlar: 2016/09 döviz pozisyonlarının sabit kaldığı varsayımı ile 30.12.2016 itibarıyla avro, Japon yeni ve doların TL karşısında değişiminden kaynaklanan kambiyo kar/zararının net karlılığına etkisi tahmin edilmiştir.

*** Hesaplamalarda parasal kalemler net yabancı para varlık/(yükümlülük) pozisyonu kullanılmıştır.

2016 yılı 4. çeyrekte Fed'in faiz artırımı olasılığının artması ve ABD başkanlık seçimlerini Donald Trump'ın kazanmasının ardından doların diğer uluslararası para birimlerine karşı hızlı bir değer artışı kaydettiğini ve dolar endeksinin son 13 yılın zirvelerine ulaştığını gördük. Bu dönemde hızlı bir değer kaybı yaşayan TL'nin diğer önemli para birimlerine göre değişimleri ve bunun BIST'te işlem gören finans dışı şirket finansalları üzerindeki tahmini etkileri üzerine bir analiz hazırladık.

2016 Eylül sonundan bu yana USD/TRY %17,5, EUR/TRY %10,4 yükseliş kaydetti. Bunun yanı sıra aynı dönemde Euro ve Japon Yeni dolar karşısında sırasıyla yaklaşık %6,7 ve %15,6 değer kaybetti.

Döviz Kurları	2015/4Ç	2016/1Ç	2016/2Ç	2016/3Ç	2016/4Ç	2016/1Ç	2016/2Ç	2016/3Ç	2016/4Ç
	Dönem Sonu					Değişim %			
USD/TRY	2,9076	2,8334	2,8936	2,9959	3,5192	-2,6%	2,1%	3,5%	17,5%
EUR/TRY	3,1776	3,2081	3,2044	3,3608	3,7099	1,0%	-0,1%	4,9%	10,4%
100 JPY/1 TRY	2,4078	2,5175	2,8149	2,9451	3,0025	4,6%	11,8%	4,6%	1,9%
GBP/TRY	4,3007	4,0766	3,8690	3,8909	4,3189	-5,2%	-5,1%	0,6%	11,0%
EUR/USD	1,0975	1,1191	1,1075	1,1209	1,0459	2,0%	-1,0%	1,2%	-6,7%
USD/JPY	120,4	113,63	102,24	100,68	116,42	-5,6%	-10,0%	-1,5%	15,6%

Kaynak: TCMB

BIST Şirketlerinin Döviz Pozisyonları

4Ç'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 etkileneceklerdir.

30.09.2016 itibarıyla fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları (THYAO) en yüksek açık döviz pozisyonuna sahipken, bunu 15,3 mlr TL ile Türk Telekom (TTKOM) izledi. Aynı tarih itibarıyla Enka İnşaat (ENKAI) ve Soda Sanayii (SODA) ise en yüksek döviz fazlası olan şirketlerdir.

En yüksek döviz açığı ve döviz fazlası olan şirketler, 30.09.2016 itibarıyla

Hisse	TL Karşılığı (Mn)	TL Karşılığı (Mn) Hedge dahil	Hisse	TL Karşılığı (Mn)	TL Karşılığı (Mn) Hedge dahil
THYAO*	(20.699)	(20.699)	ENKAI*	3.411	3.425
TTKOM	(15.297)	(12.704)	ASELS	1.687	1.687
TUPRS	(10.140)	(6.775)	SODA	713	713
TCELL	(4.146)	(1.717)	DOAS	589	589
AEFES	(3.552)	(3.552)	TAVHL**	563	563
ZOREN	(2.611)	(2.611)	ALARK	395	395
TRGYO	(2.508)	(2.508)	ECILC	344	344
TOASO	(2.254)	(2.254)	EGEEN	152	152
MGROS	(2.187)	(2.187)	PGSUS**	129	129
AKENR	(2.125)	(2.125)	SISE	104	421
COLLA	(1.952)	(1.952)	GOODY	91	91
FROTO	(1.919)	(1.919)	SASA	85	85
KARDM	(1.819)	(1.889)	CIMSA	69	69
EREGL*	(1.643)	(2.226)	BIMAS	41	41
AKSEN	(1.577)	(1.577)	OTKAR	35	1

(*) Fonksiyonel para birimi USD olan şirketler

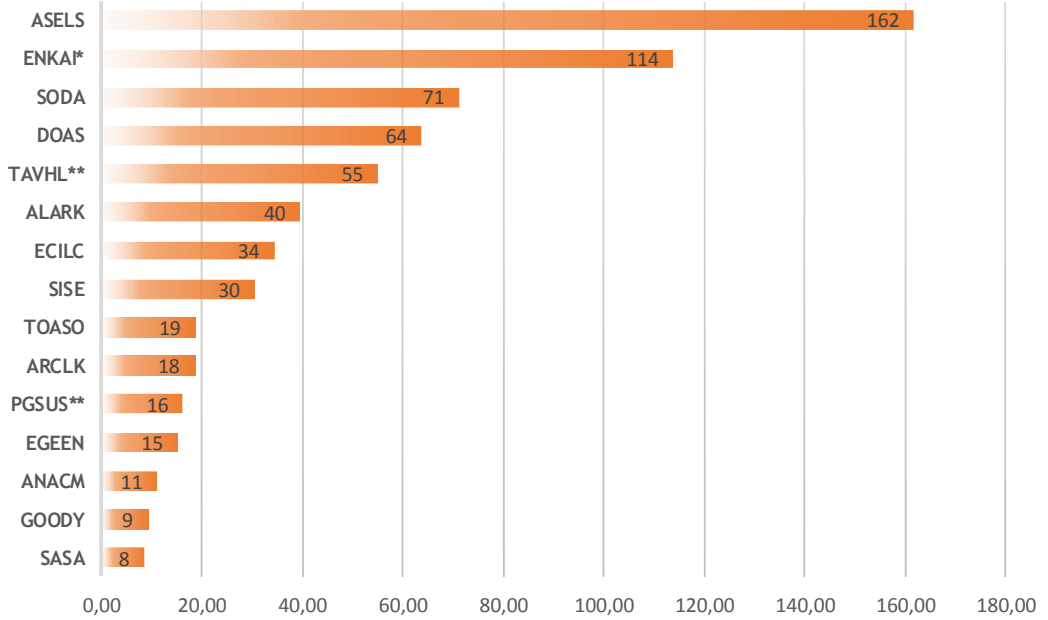
(**) Fonksiyonel para birimi EUR olan şirketler

Kaynak: Şirketlerin 2016/09 tarihli finansal tablo dipnotları

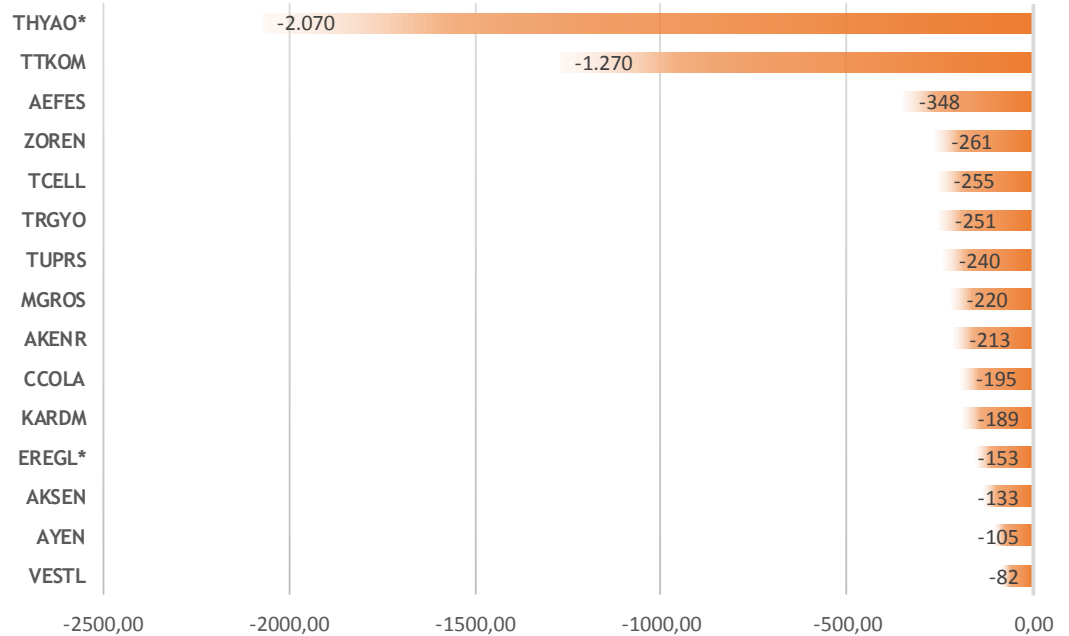
Döviz Kurlarındaki Değişimin BIST Şirketlerine Etkisi (Operasyonel olmayan)

Çalışmamıza dahil ettiğimiz şirketlerin 30.09.2016 tarihli finansal tablolarındaki net döviz pozisyonlarına göre; diğer para birimlerinin TL karşısında %10 artış göstermesinin gelir tablosunda artan veya azalan kambiyo gelir ve giderleri üzerinden karlılığa etkisi en yüksek olan şirketler şu şekildedir:

Y P'NİN TL KARŞISINDA DEĞER KAZANMASININ KARLILIĞA ETKİSİ, 30.09.2016, MN TL



Y P'NİN TL KARŞISINDA DEĞER KAZANMASININ KARLILIĞA ETKİSİ, 30.09.2016, MN TL

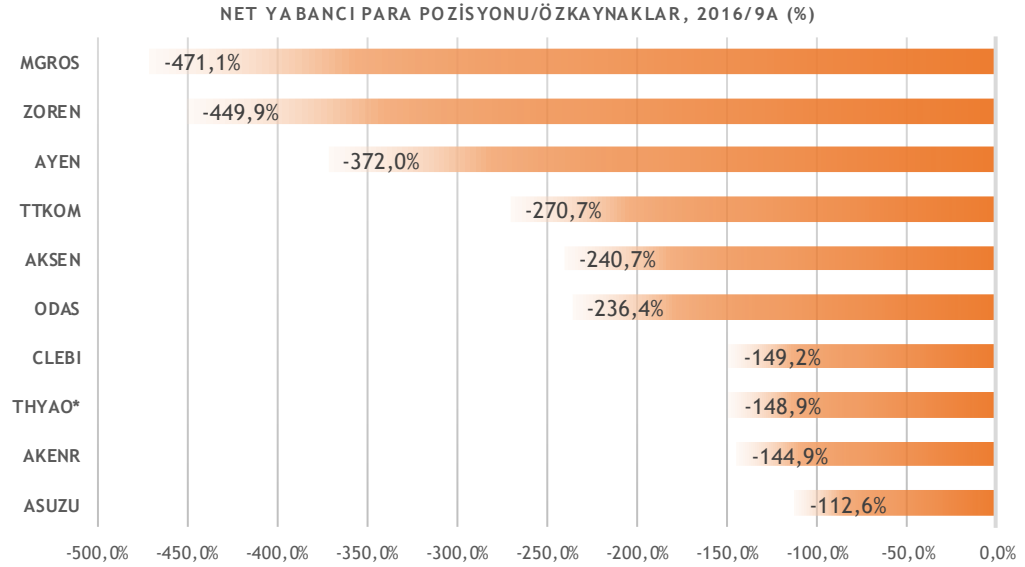
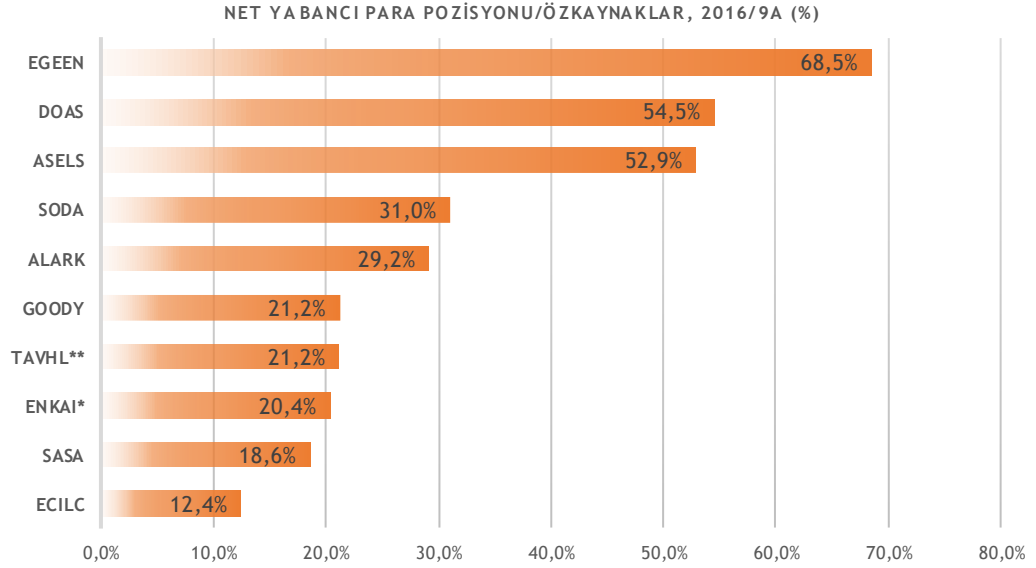


(*) Fonksiyonel para birimi USD olan şirketler

(**) Fonksiyonel para birimi EUR olan şirketler

Kaynak: Şirketlerin 2016/09 tarihli finansal tablo dipnotları

Net yabancı para pozisyonlarının özkaynaklarına oranının en yüksek olan şirketler şu şekildedir:



(*) Fonksiyonel para birimi USD olan şirketler

(**) Fonksiyonel para birimi EUR olan şirketler

Kaynak: Şirketlerin 2016/09 tarihli finansal tablo dipnotları

30.09.2016 tarihli finansal tablolar baz alındığında ve şirketlerin net döviz pozisyonlarının değişmediği varsayımı ile; Dolar, Avro ve Japon Yeni'nin TL karşısında 4Ç'de sırasıyla %17,5, %10,4 ve %1,9 değer artışı göstermesinin kur farkı gelir ve giderleri üzerinden **tahmini etkisi şu şekildedir:**

Hisse	4Ç16 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mn TL	Hisse	4Ç16 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler		Fonksiyonel para birimi TL olan şirketler	
ASELS	227	TTKOM	-1.651
SODA	114	AEFES	-548
SISE	86	ZOREN	-423
ALARK	63	TUPRS	-407
ECILC	58	TRGYO	-392
ANACM	31	AKENR	-373
EGEEN	22	COLA	-321
ARCLK	22	KARDM	-290
SASA	21	TELL	-272
TOASO	17	MGROS	-229
CIMSA	12	VESTL	-131
GOODY	10	PETKM	-119
BIMAS	7	AYEN	-110
AYGAZ	2	SAFGY	-108
OTKAR	0	AKSEN*	-99

Kaynak: VKY Araştırma&Strateji Tahminleri

2016/09 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre; Türk Telekom (TTKOM) 1,65 mlr TL, Anadolu Efes (AEFES) 548 mn TL ve Zorlu Enerji (ZOREN) 423 mn TL ile 4Ç'de döviz kurlarından karlılık açısından en olumsuz etkilenebilecek şirketler olurken, Aselsan (ASELS) 227 mn TL, Soda Sanayi (SODA) 114 mn TL, Şişecam (SISE) 86 mn TL ile en olumlu etkilenebilecek şirketler olarak görülmektedir. Ayrıca (*)Aksa Enerji (AKSEN)'nin 4Ç'de gerçekleştirdiği 259 mn \$'lık varlık satışı ile dolar bazlı kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması göz önünde bulundurularak toplam net döviz açığının 801 mn TL'ye gerilediği varsayımı ile 4Ç'de 208 mn TL yerine yaklaşık 99 mn TL'lik net kara olumsuz etki hesaplanmıştır.

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 EUR ve JPY döviz açık pozisyonu nedeniyle bu para birimlerinin dolar karşısında değer kaybetmesi sonucu son çeyrekte yaklaşık 2,2 mlr TL kur farkı kaynaklı gelir yazabileceğini öngörüyoruz. Ayrıca yine fonksiyonel para birimi USD olan Ereğli Demir Çelik (EREGL)'nin EUR, JPY ve TRL açık net döviz pozisyonu nedeniyle yaklaşık 245 mn TL kur farkı kaynaklı gelir kaydedebileceğini hesaplıyoruz.

Hisse	4Ç16 Tahmini Kar/Zarara Etkisi, mn TL
Fonksiyonel para birimi TL olmayan şirketler	
THYAO	2.170
EREGL	245
NETAS	30
TAVHL	9
BRSAN	1
PGSUS	-33

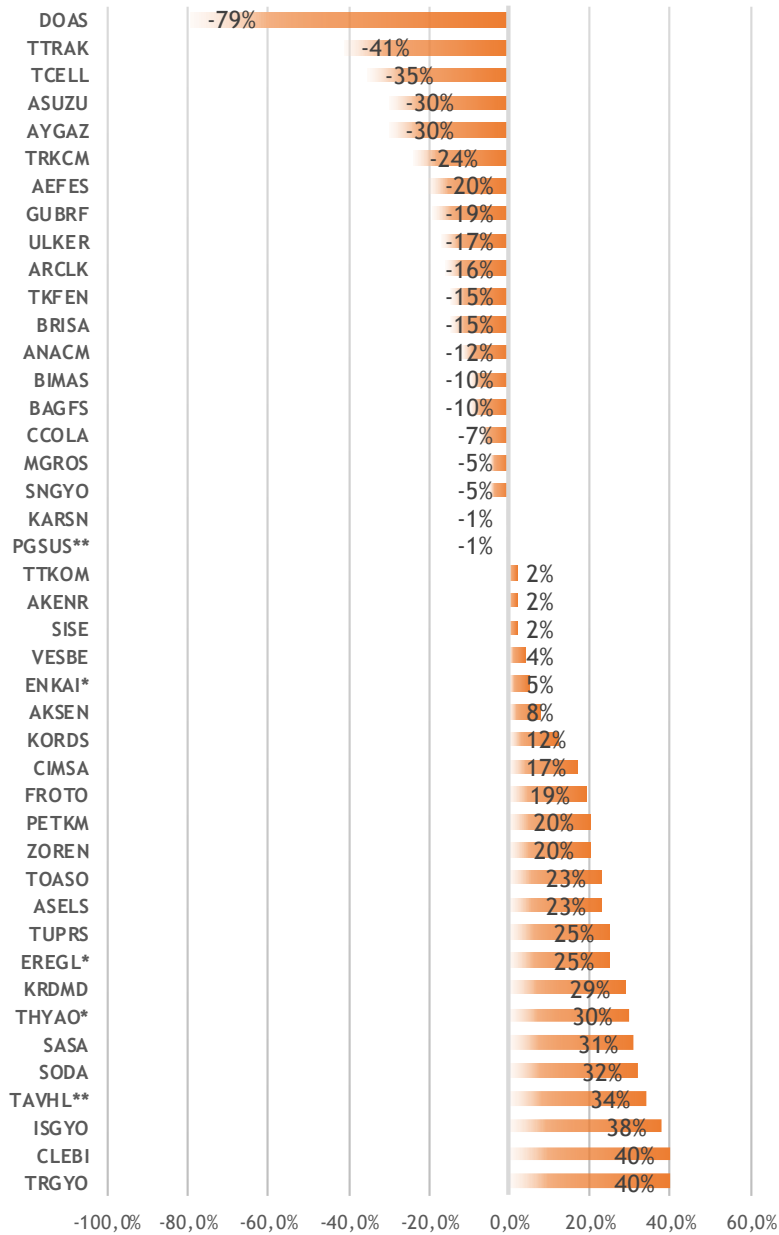
Kaynak: VKY Araştırma&Strateji

Not: Enka İnşaat (ENKAİ) finansal dipnotlarından 667 mn TL karşılığı döviz fazlası olan diğer para birimlerindeki detay verilmediği için tahminde bulunulmadı.

Döviz Kurlarındaki Değişimin BIST Şirketlerine Etkisi (Operasyonel)

Şirketlerin ihracat ve/veya yabancı para bazlı gelirleri ile maliyetlerinde döviz bazlı kalemlerin oranı, kurların şirketlerin operasyonel performansı etkilemesi sonucunu doğurmaktadır. Buna göre, YP gelirlerinin YP giderlerinden yüksek olması TL'nin değer kaybetmesi durumunda operasyonel karlılığa olumlu yansırken, tersi durumunda ise karlılık olumsuz etkilenmektedir. Buna göre, döviz kurlarının TL karşısında değer kazanması ile Doğu Otomotiv (DOAS), Türk Traktör (TTRAK) ve Turkcell (TCELL) operasyonel karlılığın olumsuz etkilenmesi beklenirken, Torunlar GYO (TRGYO), Çelebi (CLEBI) ve İş GYO (ISGYO)'nun ise olumlu etkilenmesini bekliyoruz.

YP GELİRLER-YP GİDERLER (%)



Kaynak: Şirket verileri, VKY Araştırma&Strateji Tahminleri



Vakıf Yatırım

www.vakifyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İstanbul
(0212) 352 35 77

Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

vyarastirma@vakifyatirim.com.tr

Sezai ŞAKLAROĞLU

Selahattin AYDIN

Tuğba SAYGIN

Serap KAYA

Esra SARI

Ögeday GÜRBÜZ

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