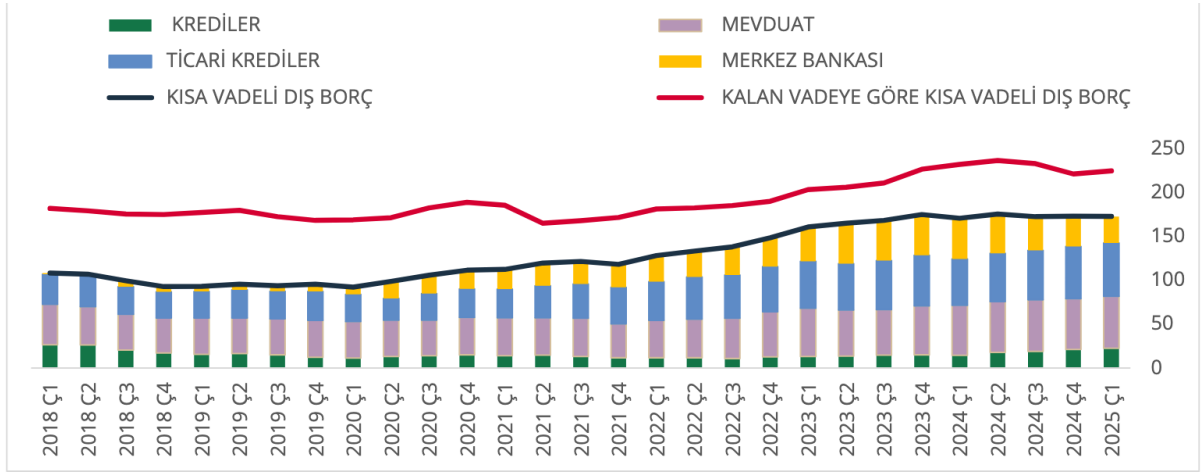


Bir günlük resmi tatilden sonra haftaya başladık, sağlıklı ve huzurlu bir gün dileriz.

- 19 Mayıs Atatürkçü Anma, Gençlik ve Spor Bayramı'nı bir kez daha kutlarken siyasi bağımsızlığın ancak ekonomik bağımsızlıkla mümkün olacağını yaklaşık 100 yıl önce bize hatırlatan Büyük nder'i bir kez daha saygı ve minnetle anıyoruz.
- Mayıs ayı Merkez Bankası konut fiyat endeksi önceki aya göre 1,5% ve 12 aylık sürede 32,9% artış kaydetti. Aylık artış oranı 7 ayın en düşüğü, uzun süredir konutta reel değer kaybı devam ediyor. Aylık artıştaki düşüşü 19 Mart sonrasındaki sosyal olaylara ve ekonomik çalkantı sonrasında piyasa faizinin 50% seviyesine gelmesine bağlıyoruz. Önümüzdeki 3 ay içinde de konut fiyatlarında önemli bir hareketlenme beklemiyoruz yüksek faizlerin devam edeceğine dair beklentimiz paralelinde.
- TK Mayıs ayı tüketici güven endeksi önceki aya göre 1,1% artarak 84,8 düzeyinde gerçekleşti. Eşik değer olan 100 altındaki değerler güven kaybına işaret ederken üstündeki değerler ise güven artışını göstermekte. Çok uzun zamandır TK tüketici güven endeksi 100 eşik değerin altında. Tüketici güven endeksini toplam talebi doğrudan etkilemesi nedeniyle önemsiyoruz.
- TK tarafından açıklanan verilere göre tarımsal girdi fiyatları mart ayında önceki aya göre 1,8% 12 aylık dönemde ise 29,73% artış gösterdi. FE'nin altındaki veriyi olumlu karşılamakla birlikte geçtiğimiz ay yaşanan zirai don nedeniyle özellikle yaz meyve ve sebzelerinde fiyat baskısı oluşacağını bekliyoruz.
- TCMB verilerine göre Kısa Vadeli Dış Borç Stoğu mart ayında şubata göre 0,2% azalarak 172,7 milyar dolar oldu. Orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine 1 yıldan kısa kalan toplam borç stoğu ise 224,8 milyar dolar oldu. Dış borç stoğunun kompozisyonu aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



- AB Komisyonu ekonomik görünüm raporunda AB'nin 2025 ve 2026 büyüme tahminlerini sırasıyla 1,5%dan 1,1'e ve 1,8%den 1,5'a düşürdü. Türkiye'ye dair bölümde ise 2025 ve 2026 yıllarına ilişkin büyüme tahminlerine 2,8% ve 3,5% şeklinde yer verildi. TCMB'nin temmuz toplantısında da faizleri indirmemesi durumunda (hazirandaki toplantıda faiz indirimi öngörmüyoruz) 2025 büyüme beklentimizin 2,50% altında olduğunu hatırlatalım. İhracatı AB'ye dönük olan şirketlerimizin satış bütçelerini yakından takip ederek gerektiği durumlarda daha ihtiyatlı şekilde revize etmelerini öneriyoruz.
- 380 bp'na kadar çıkan 5 yıllık CDS primimizin (dış borçlanmalarda ödenen sigorta primi) 297bp seviyesine kadar indiğini görüyoruz, dış borçlanma maliyetimizi düşürürken eurobondların değer kazanmasını sağlıyor.
- VIX oynaklık endeksinin 18,40 ile gevşediğini izliyoruz, 2 Nisan tarife açıklamaları sonrasında 50 seviyesine kadar çıkmıştı. Belirsizliğin nasıl algılandığına dair iyi bir barometre bizim için.
- Altın fiyatı verdiğimiz teknik seviye olan 3.200\$'ın üzerine yeniden çıkarak güçlü kalmaya devam ediyor. Altındaki orta ve uzun dönemli olumlu görüşümüzü koruyoruz.
- Dolar endeksi (DXY) psikolojik sınır olan 100'ün biraz üzerinde. Dolar endeksinin güçlenmesi genel olarak riskli varlıkları olumsuz etkilerken

gelişmekte olan ülkelere fon akımlarını da zayıflatmakta, değer kaybetmesi ise ters yönde etki yaratıyor.

- Zorlu Holding ve özelinde ise Vestel toplamda 2 bin kişilik işten çıkarma operasyonuna hazırlanıyor. Yanısıra varlık satışlarına dair de girişimlerde bulunulacağını haber sitelerinden izliyoruz. Zorlu Holding CEO'su işten çıkarmaları doğrularken varlık satışlarına dair net ifadelerde bulunmaktan çekindi. Bu habere ilişkin daha detaylı ve reel sektördeki firmalarımızı yakından ilgilendiren daha geniş kapsamlı analizimizi sizler ile paylaşacağız.
- Zorlu Holding ve Vestel özelinde sizler ile paylaştığımız şirket aksiyon bilgilerini bazı makro ve mikro analizlerimiz ile değerlendirmek ve reel sektörde yönetici ve ortak olarak yer alan paydaşlarımıza alternatif bir bakış açısı sunmak istiyoruz.

Önceki bültenlerimizde parça parça dile getirdiğimiz önerilerimizi daha bütüncül bir şekilde ele alalım. Öncelikle mevcut durum analiziyle başlayalım. TCMB'nin en güncel verilerine göre bankaların verdikleri ticari kredilerin ortalama maliyeti şu anda 63%un üzerinde. Buna vergiler dahil değil. Gelir dağılımındaki bozulma ile birlikte piyasadaki talep harmonisi bozulmuş durumda, talep lüks ve düşük mal gruplarına (terim iktisat literatüründe bu şekilde ele alındığı için) yoğunlaşmış durumda. Bunu otomobil satışlarındaki segment ayırımından kolaylıkla izleyebiliyoruz, ekonomik çalkantılar her daim lüks tüketimi ve düşük mal gruplarına tüketimi uyarır. ABD öncülüğünde alevlenen tarife savaşları 90 günlük bir araya girmiş olsa da emin olunuz ki bu sadece bir başlangıç, tarife savaşları Çin ile ABD arasındaki hegemonya savaşının görünen yüzlerinden yalnızca bir tanesi. Dış talep hemen hemen her coğrafyada zayıf belirsizlik kaynaklı. Yurt içi geniş tanımlı işsizlik oranı (biz bunu gerçek işsizlik olarak dikkate alıyoruz) 30%a yaklaşmış durumda. 5 milyondan fazla ev gencinin olduğuna dair haberleri okuyoruz. Döviz kurları uzun zamandır (en az 4 yıldır) enflasyonun oldukça altında seyrediyor, döviz bazında ürünlerimiz ve hizmetlerimiz gittikçe pahalı hale geliyor. Merkez Bankamız ise son 2 ayda tarihindeki en hızlı döviz kaybını (5 haftada

yaklaşık 57 milyar dolar) yaşadı. Merkez Bankasının son politika faizini 46%ya yükseltmesi ve ticari bankaları fonlama maliyetinin üst bandı olan gecelik pencereden 49%dan fonlaması ise tamamen döviz kurlarını kontrol etme amaçlı, keza son açıklanan enflasyon verileri yıllık olarak 38%in altına gerilemiş ve beklenen enflasyon da düşüş eğilimindeyken MB fonlama maliyetini enflasyonun 11 puan üzerinde olmasını anlamlandırmak başka türlü mümkün değil. Tezat odur ki bu uzun zamandır uygulanan yüksek faize rağmen halen enflasyonda kayda değer bir düşüş de sağlanamadı, biz neredeyse 1 yıl önceki notlarımızda da kalıcı enflasyonun mümkün olmadığını ve uygulanan politikaların siyasi nedenlerle bir sonraki seçim öncesinde genişleyici politikalara ekonomiyi hazırlamak için yürütüldüğünü belirtmiştik, maalesef bu konuda haklılığımız ortada.

Bu durumda şirketlerimizin önceliğinin karlılık olmadığını, nakit akım tablosunun kar/zarar tablosundan önce geldiğini ve her hafta muhakkak nakit akış tablosunun incelenmesi gerektiğini, tabloda yer alan nakit açıklarının banka kredileriyle karşılanmasına dair aksiyonlar varsa bu bölümlerin daha az tutar ve daha yüksek faiz ile sağlanacağına dair revizyonlar yapılması gerektiğini, mecbur kalmadıkça TL kredi kullanılmamasını, kullanılması gerekiyorsa kısa vadeli kullanılmasını, özkaynakları yeterli olmayan ve özellikle borçluluk düzeyi yüksek olan şirketlerimizin atıl varlıklarını nakite çevirmesini önermiştik. Farklı para birimleriyle işlemleri olan firmalarımızın pozisyonlarının bir kısmını hedge etmelerini (forward, swap, opsiyon gibi hazine ürünleriyle ileri vadeli fiyat sabitleme) hatta yazılı bir hedge politikası hazırlayarak bu işlemleri spontane yapmak yerine kurala bağlı hale getirmelerini tavsiye ediyoruz. Spot kurlara göre ileri vadeli kur ve parite tahminine göre genel veya satış bütçesi hazırlamak yerine forward kurlar ile ileri vadeli fiyat sabitlemeleri ile yol alınmasını öneriyoruz. En önemli konu olan sağlıklı nakit akışı için gerekirse başa baş noktasına kadar ve hatta herekirse zarar minimizasyonu ile erken tahsilat iskontoları uygulanmasına firma itibarına zarar vermeyecek ve piyasa güvenini sarsmayacak şekilde gidilmesini öneriyoruz.

Hemen hemen tüm firmalarımızın özkaynak karlılıklarının reel olarak negatif olduğunu görüyoruz, ancak geçici olduğunu düşündüğümüz bu dönemin minimum hasarla atlatılabilmesi için firmalarımızın a'dan

z'ye tüm giderlerini analiz ederek tasarruf önlemleri alması gerektiğini söylemeliyiz. Her bir gider kaleminin oluşturduğu çıktı ile kıyaslanarak verimlilik analizi yapılmalı ve gerekli gider azaltıcı önlemler alınmalı. Az önce sizler ile paylaştığımız Zorlu Holding haberinde şirket CEO'sunun "toplam borç/favök oranının 3 ile sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz" açıklamasını da ele almamızın son derece önemli olduğunu düşünüyoruz. Mali analiz her ne kadar vazgeçilmez olsa da doğru yapılması kadar doğru yorumlanması ve ihtiyaca göre yapılması da bir o kadar önemli. Biz favök oranının elbette mutlaka takip edilmesi gerektiğine inanıyoruz ancak bir şirketin borçlarını ödeyen favök değil ticari bilanço'ya göre oluşan net kardır. Kötü bir finansal yönetim veya içinde bulunduğumuz dönemdeki gibi sıkı finansal koşullar kar/zarar tablosunda faaliyet karını alt kalemlerde yiyip bitirerek dönem net karını negatife dahi çevirebilir. Bunun birçok örneğini KAP'ta yayınlanan halka açık şirket bilançolarından takip edebiliyoruz. Dönem net karı yeterli olmayan şirketlerimizin yükümlülüklerini yerine getirmesi mümkün değildir. Dönem net karı ile birlikte dönemsel serbest nakit akımının da (tahsilatlar-ödemeler) ilk bakılması gereken hususlar olduğunu söylemeliyiz.

Firma yöneticilerimiz ve ortaklarımızın bir diğer gözden kaçırma potansiyeli olan husus ise nominal değerler ile reel değerler arasındaki farkı faiz hadlerinin bu kadar yüksek olmasından dolayı kaçırmaları riski. Paranın aylık fırsat maliyeti şu anda yaklaşık olarak 3,80% seviyelerinde. Üretim için hammadde alınması, üretim sürecinden geçmesi, stoklarda beklemesi, satılması ve hasılatın tahsil edilmesi arasındaki her bir ay için 3,80%lik kayıp söz konusu. Örneğin tüm bu giderler için (temelde işletme sermayesinden bahsediyoruz) toplamda 100 birim harcama yaptınız tedarikten tahsilata döngünün 6 ay olduğunu farz edelim, yönetim raporlamalarında nominal olarak görünen 30% favök aslında 6% seviyelerindedir. Bu nedenle atıl hammadde ve mamül stoğunun bulundurulmaması (stok yaşlandırmaları ile sık sık takip edilerek) ve vadelerin kısaltılması (vade iskontolarının artırılarak gerekirse) çok büyük önem arz etmektedir.

İşsizliğin artacağı ve durgunluğun devam edeceği (temel sebebi ticaret yapılamayacak seviyedeki yüksek faiz hadleri) bu dönemde tüm giderlerin çok dikkatli takip edilmesi, özellikle dayanıklı tüketim

malı ve organize perakende alanlarında faaliyet gösteren şirketlerimizin talep bacağında sıkıntılar yaşama ihtimali göz ardı edilmemeli.

Son olarak firmalarımızda sık karşılaştığımız yanlış değerlendirmelerden birisi olan doğal hedge kavramına da değinmek istiyoruz. Bir firmanın farklı para birimleriyle gelir ve giderleri (yükümlülükleri) varsa bu farklı para birimlerinin tamamından tahsilatları olsa dahi doğal hedge olması mümkün değildir. Doğal hedge ancak teorik bir kavramdır, geçerli olabilmesi için tüm para birimlerindeki gelir ve giderlerin bire bir eşit olması gerekir, örneğin A firmasının 100TL, 75\$ ve 90€ geliri varsa aynı miktarda da giderinin vade uyumsuzluğu olmaksızın geçerli olması gerekir ki bu da imkansızdır. Yabancı para uzun pozisyona sahip olmak da doğal hedge olduğu anlamına gelmemektedir, özellikle ihracatı ağırlıklı olarak Avrupa'ya olan şirketlerimiz için sadece TL-döviz bacağında değil aynı zamanda paritede de (Eur/Usd) hedge işlemleri çok önemlidir. Bu nedenle doğal hedge yapıyoruz cümlesini duyduğumuzda aktif bir yabancı para risk yönetimimiz yoktur şeklinde anlıyoruz.