

Vergi Teşviki Hangi Hisseleri Etkileyecek

Cumhurbaşkanı Erdoğan yaptığı açıklamada vergi avantajının genişletileceğini belirterek %20 olarak uygulanan kurumlar vergisini imalatçı ihracatçılara %9, genel ihracatçılara ise %14 seviyesine çekildiğini belirtti. Bu gelişmelerinin olası etkilerini inceleyelim;

Bu düzenlemeyi iki ayrı başlık altında okumak daha doğru olur. İlk başlık, imalatçı ihracatçı şirketlerde kurumlar vergisi oranının %20'den %9'a düşmesi. Bu, yaklaşık 11 puanlık ciddi bir vergi avantajı anlamına geliyor. İkinci başlık ise imalatçı olmayan genel ihracatçı şirketlerde oranın %20'den %14'e inmesi. Burada da yaklaşık 6 puanlık bir avantaj var; ancak doğal olarak imalatçı ihracatçılar kadar güçlü bir etki beklemek doğru olmaz.

Bu nedenle aynı ihracat oranına sahip iki şirketi otomatik olarak aynı sepete koymamak gerekir. İmalatçı olan şirketin vergi avantajı daha yüksek olacağı için net kara etkisi de daha belirgin olabilir. Örneğin THYAO gibi yurtdışı gelir oranı çok yüksek olan ama imalatçı olmayan şirketler bu düzenlemeden olumlu etkilenebilir. Ancak FROTO, CIMSA, SISE, AKSA ve LILAK gibi üretim yapan ihracatçı şirketlerle aynı kategoride değerlendirilmemelidir. Buradaki fark, sadece ihracat yapmakla üretip ihraç etmek arasındaki vergi etkisidir.

En Yüksek Pozitif Etkilenmesi Beklenen Şirketler

Bu gruba, üretici kimliği ön planda, ihracat oranı yüksek, ölçek olarak anlamlı büyüklüğe sahip ve vergi öncesi kar üreten şirketleri koymak doğru olacak. Bu şirketlerde kurumlar vergisi oranının %20'den %9'a inmesi, net kar marjına doğrudan ve daha görünür bir katkı sağlayabilir.

Şirket	Sektör	İhracat / brüt satış oranı	Neden en yüksek etki?
FROTO	Otomotiv	%79,47	Çok yüksek ihracat oranı, büyük satış ölçeği ve net imalatçı ihracatçı profiliyle listenin en güçlü adaylarından biri. Son 12 ayda vergi öncesi karının yaklaşık 39,5 milyar TL seviyesinde olması, vergi indiriminin net kara parasal etkisini oldukça anlamlı hale getiriyor.
SUNTK	Tekstil, giyim ve deri	%89,18	İhracat oranı çok yüksek ve şirketin faaliyet yapısı doğrudan üretim-ihracat ekseninde şekilleniyor. Son 12 ayda vergi öncesi karının pozitif olması, %9'luk vergi rejiminin net karı destekleme ihtimalini güçlendiriyor.
CIMSA	Çimento / yapı malzemeleri	%70,62	Hem üretici hem de ihracatçı kimliği güçlü bir şirket. Son 12 ayda vergi öncesi karının yaklaşık 4,55 milyar TL olması, vergi avantajının karlılığa doğrudan yansiyabilecek büyüklükte olduğunu gösteriyor.
LILAK	Kağıt ve kağıt ürünleri	%66,66	İmalatçı profili net, ihracat oranı yüksek ve son 12 ayda vergi öncesi karı yaklaşık 1,61 milyar TL seviyesinde. Bu üç unsur bir araya geldiğinde düzenlemenin net kar üzerinde güçlü bir pozitif etki yaratma ihtimali artıyor.
SISE	Cam, seramik, porselen	%55,08	İhracat oranı bazı şirketlere göre daha düşük görünse de Şişecam'da asıl fark ölçekten geliyor. Son 12 ayda yurtdışı satışlarının yaklaşık 123,7 milyar TL, vergi öncesi karının ise yaklaşık 12,1 milyar TL olması, vergi indiriminin net kar katkısını anlamlı hale getiriyor.
AKSA	Kimya ve plastik	%55,55	Güçlü imalatçı yapısı, yüksek sayılabilecek ihracat oranı ve son 12 ayda yaklaşık 3,9 milyar TL'lik vergi öncesi karıyla düzenlemeden belirgin fayda görmesi beklenebilir. Vergi oranındaki düşüş, net kar kalitesini destekleyebilir.
GOKNR	Gıda ve içecek	%75,86	İhracat oranı yüksek, üretim-ihracat profili belirgin ve şirket son 12 ayda pozitif vergi öncesi kar üretiyor. Ölçek olarak FROTO veya SISE kadar büyük olmasa da düzenlemeden güçlü fayda sağlayabilecek adaylardan biri.
KATMR	Metal eşya ve makine	%67,38	İhracat oranı yüksek, imalatçı niteliği güçlü ve son 12 ayda vergi öncesi kar marjı dikkat çekici seviyede. Bu nedenle vergi indiriminin net kar üzerinde hissedilir bir katkı yaratması beklenebilir.

Bu grubun ortak özelliği yalnızca ihracat oranlarının yüksek olması değil. Asıl önemli nokta, bu şirketlerin üretim faaliyeti yürütmeleri ve aynı zamanda pozitif vergi öncesi kar yaratmalarıdır. Çünkü vergi indirimi, zarar eden bir şirkette kısa vadede net karı tek başına yukarı çekemeyebilir. Ancak karlı bir imalatçı ihracatçıda efektif vergi oranını düşürerek doğrudan net kar artışı yaratabilir.

Yüksek Pozitif Etkilenecek Şirketler

Bu gruptaki şirketlerde de düzenlemenin olumlu etkisi belirgin olabilir. Ancak ilk gruba kıyasla bazı sınırlayıcı unsurlar var. Kimi şirketlerde ölçek daha küçük, kimilerinde ihracat oranı daha düşük, kimilerinde ise vergi öncesi kar matrahı ilk gruptaki kadar güçlü değil.

Şirket	Sektör	İhracat / brüt satış oranı	Değerlendirme
DOFRB	İmalat	%85,37	İhracat oranı oldukça yüksek ve şirket karlı görünüyor. Ancak satış ve kar ölçeği büyük sanayi şirketlerine kıyasla daha sınırlı olduğu için vergi avantajının parasal etkisi de görece daha düşük kalabilir.
YIGIT	Otomotiv yan sanayi	%56,67	İmalatçı ihracatçı niteliği ve pozitif karlılığı sayesinde düzenlemeden olumlu etkilenebilir. Ancak vergi öncesi kar marjı daha sınırlı olduğu için etkiyi en üst grup kadar güçlü okumamak gerekir.
TEZOL	Kağıt ve kağıt ürünleri	%51,48	Üretici kimliği net, ihracat oranı orta-yüksek seviyede ve karlılık pozitif. Vergi indirimi net karı destekleyebilir; fakat etki ilk gruptaki büyük ölçekli şirketlere göre daha ölçülü kalabilir.
YUNSA	Tekstil, giyim ve deri	%45,89	İhracat oranı %50'nin biraz altında olsa da üretici ihracatçı kimliği ve pozitif kar üretimi nedeniyle düzenlemeden anlamlı fayda görebilir.
CLKIM	Kimya ve plastik	%37,12	İhracat oranı üst gruba göre daha düşük; ancak şirketin karlılığı güçlü. Bu nedenle vergi matrahı üzerinden net kara anlamlı bir katkı oluşabilir.
ASTOR	Enerji teknolojileri	%39,84	İhracat oranı orta-yüksek seviyede; buna karşılık vergi öncesi karı oldukça güçlü. İmalatçı ihracatçı kapsamında değerlendirilmesi halinde net kar etkisi belirgin olabilir.
ASUZU	Otomotiv	%35,79	İmalatçı ihracatçı profili net, ihracat oranı anlamlı ve şirket pozitif karlılık üretiyor. Düzenlemeden fayda sağlaması beklenir; ancak etki FROTO kadar güçlü olmayacaktır.
TTRAK	Otomotiv	%31,97	Üretici ve ihracatçı yapısı nedeniyle vergi avantajından faydalanabilir. Ancak ihracat oranı ilk gruptaki şirketlerin gerisinde kaldığı için etkiyi yüksek ama sınırlı pozitif olarak değerlendirmek daha doğru olur.
KUTPO	Cam, seramik, porselen	%33,78	Üretici kimliği, pozitif vergi öncesi karı ve anlamlı ihracat oranıyla düzenlemeden olumlu etkilenebilir. Vergi indirimi net kar tarafında destekleyici olabilir.

Bu grupta özellikle ASTOR, CLKIM, ASUZU ve TTRAK için ihracat oranı ilk listedeki kadar yüksek değil. Buna rağmen karlılık seviyeleri güçlü olduğu için vergi indiriminin parasal etkisi yine de dikkate değer olabilir. Diğer tarafta DOFRB, YIGIT, TEZOL ve YUNSA gibi şirketlerde ihracat oranı daha yüksek görünse de ölçek veya kar matrahı ilk grup kadar güçlü olmayabilir.

Orta Pozitif Etkilenecek Şirketler

Bu grupta üç farklı şirket tipi var. Birincisi, ihracat veya yurtdışı gelir oranı yüksek olsa da imalatçı olmayan genel ihracatçılar. Bu şirketler %9'lük imalatçı ihracatçı avantajından değil, daha çok %14'lük genel ihracatçı indiriminden faydalanabilecekleri için etki daha sınırlı kalır.

İkinci grup, imalatçı olup ihracat oranı yüksek görünen ancak zarar eden ya da çok düşük vergi öncesi kâr üreten şirketlerden oluşuyor. Bu şirketlerde teorik vergi avantajı yüksek olabilir; fakat kısa vadede net kâr etkisi sınırlıdır.

Üçüncü grup ise imalatçı olup ihracat oranı makul seviyede bulunan, ancak ilk iki grup kadar güçlü bir etki alanı sunmayan şirketlerdir.

Şirket	Sektör	İhracat / brüt satış oranı	Değerlendirme
THYAO	Ulaştırma	%88,00	Yurtdışı gelir oranı çok yüksek ve şirket güçlü karlılık üretiyor. Ancak imalatçı ihracatçı olmadığı için %9 yerine genel ihracatçı indirimi olan %14 kapsamına girmesi daha olası. Bu nedenle pozitif etki büyük olabilir ama imalatçı ihracatçı etkisi olarak değerlendirilmemeli.
PASEU	Ulaştırma / lojistik	%96,54	İhracat oranı çok yüksek ve şirket karlı görünüyor. Fakat imalatçı olmadığı için vergi avantajını genel ihracatçı kanalıyla değerlendirmek gerekir. Bu da etkiyi imalatçı şirketlere göre daha sınırlı hale getiriyor.
TLMAN	Ulaştırma / liman	%72,07	Yurtdışı satış oranı yüksek olsa da şirket imalatçı değil. Bu nedenle %14'lük genel ihracatçı indirimi üzerinden pozitif ama orta seviyeli bir etki beklemek daha doğru olur.
ENKAI	İnşaat	%51,13	Ölçek ve karlılık tarafında çok güçlü bir şirket. Ancak imalatçı ihracatçı olarak değil, yurtdışı iş hacmi yüksek bir taahhüt ve inşaat şirketi olarak değerlendirilmelidir. Vergi etkisi olabilir, fakat %9'luk imalatçı ihracatçı kanalıyla değil.
MARBL	Taş, toprak, çimento / doğal taş	%91,57	İhracat oranı oldukça yüksek; ancak son 12 ayda vergi öncesi kâr sınırlı. Bu nedenle teorik olarak vergi avantajı yüksek görünse de kısa vadede net kâr etkisi daha ölçülü kalabilir.
HATSN	İmalat	%96,02	İhracat oranı çok yüksek ve imalatçı niteliği var. Buna karşılık son 12 ayda vergi öncesi kâr çok düşük, net kâr ise negatif. Bu yüzden kısa vadede vergi indiriminin etkisi sınırlı kalabilir.
ULUSE	Metal eşya ve makine	%98,66	İhracat oranı listenin en yükseklerinden biri ve imalatçı kimliği güçlü. Ancak son 12 ayda vergi öncesi kâr negatif olduğu için düzenlemenin kısa vadede net kâr katkısı sınırlı olur. Karlılığa dönmesi halinde üst gruba aday olabilir.
FRIGO	Gıda ve içecek	%98,12	İhracat oranı çok yüksek; ancak son 12 ayda vergi öncesi kâr negatif. Karlılık pozitifite dönmeden vergi indiriminin kısa vadeli etkisini güçlü okumak doğru olmaz.
EGEEN	Otomotiv yan sanayi	%86,80	İhracat oranı çok yüksek ve imalatçı ihracatçı profili güçlü. Ancak son 12 ayda vergi öncesi kâr negatif görüldüğü için kısa vadeli vergi avantajı sınırlı kalır. Karlılık normalleşirse üst gruba çıkabilecek şirketlerden biridir.
OTKAR	Otomotiv	%71,90	İmalatçı ihracatçı profili net; fakat son 12 ayda vergi öncesi zarar nedeniyle yakın vadede vergi avantajının net kâr yansımaları sınırlı olabilir. Karlılık toparlanırsa yüksek pozitif etki grubuna geçebilir.
VESTL	Dayanıklı tüketim ürünleri	%64,70	İhracat oranı yüksek ve üretici kimliği güçlü. Ancak son 12 ayda vergi öncesi zarar yüksek olduğu için vergi indirimi kısa vadede finansallara güçlü bir katkı yapmayabilir.
DOKTA	Otomotiv yan sanayi	%69,51	İhracat oranı yüksek ve imalatçı yapı mevcut. Buna rağmen zarar nedeniyle vergi avantajının kısa vadede net kâr katkısı sınırlı kalır.
PARSN	Otomotiv yan sanayi	%67,19	İhracatçı imalatçı profili bulunmasına rağmen son 12 ayda zarar nedeniyle düzenlemenin kısa vadeli etkisi orta ya da sınırlı düzeye kalabilir.
ERCB	Ana metal	%64,52	İhracat oranı yüksek; ancak son 12 ayda vergi öncesi zarar nedeniyle hemen net kâr katkısı beklemek gerçekçi olmaz. Karlılık toparlanırsa vergi avantajı dahe görünür hale gelebilir.
PETKM	Kimya ve plastik	%44,48	Büyük ölçekli ve imalatçı kimliği güçlü bir şirket. İhracat oranı da anlamlı seviyede; ancak zarar nedeniyle vergi avantajının kısa vadeli etkisi sınırlı kalabilir. Karlılığa dönmesi durumunda etki belirgin hale gelir.

Bu gruptaki en kritik ayırım şu: ULUSE, FRIGO, HATSN, EGEEN, OTKAR, VESTL, DOKTA ve PARSN gibi şirketler aslında faaliyet yapısı olarak ihracatçı imalatçı profiline oldukça uygun görünüyor. Ancak son 12 ayda karlılıklarının zayıf veya negatif olması nedeniyle vergi indiriminin kısa vadede net kâr etkisi sınırlı kalabilir. Bu şirketlerde hikaye tamamen kaybolmuş değil; karlılık toparlanırsa düzenlemeden en fazla fayda görebilecek adaylar arasına yerini alabilir.

Sonuç olarak;

Bu haberin Borsa İstanbul tarafındaki en net pozitif etkisi, karlı imalatçı ihracatçı şirketlerde görülecektir. Bu yüzden birinci kademe listesi FROTO, SUNTK, CIMSA, LILAK, SISE, AKSA, GOKNR ve KATMR olarak izlenebilir. Bu şirketlerde ihracat oranı yüksek, üretim yapısı belirgin ve vergi matrahı yaratabilecek karlılık mevcut.

İkinci kademe listemde DOFRB, YIGIT, TEZOL, YUNSA, KLKIM, ASTOR, ASUZU, TTRAK ve KUTPO yer alıyor. Bu şirketlerde de etki pozitif olur. Ancak ilk gruba göre ya ölçek daha sınırlıdır ya ihracat oranı daha düşüktür ya da kar matrahı birinci kademe kadar güçlü değildir.

Üçüncü kademe, yani orta etki grubunda ise iki ayrı alt grup var. İlk grupta THYAO, PASEU, TLMAN ve ENKAI gibi imalatçı olmayan ama yurtdışı gelir oranı yüksek şirketler bulunuyor. Bunlar %14'lük genel ihracatçı indirimiyle fayda sağlayabilir. İkinci alt grupta ise ULUSE, FRIGO, HATSN, EGEEN, OTKAR, VESTL, DOKTA, PARSN, ERCB ve PETKM gibi ihracatçı imalatçı profili güçlü ancak son 12 ayda karlılığı zayıf olan şirketler yer alıyor. Bu şirketlerde vergi indirimi hikayesi potansiyel olarak güçlü olsa da karlılık toparlanmadan finansallara etkisi sınırlı kalabilir.

Özetle, bu düzenleme ihracatı yüksek olan her şirket aynı ölçüde olumlu etkilenir şeklinde okunmamalı. Asıl güçlü etki, üretim yapan, ihracat oranı yüksek olan, kar üreten ve ölçek avantajına sahip şirketlerde görülecektir. Bu nedenle yatırımcı açısından en doğru yaklaşım, şirketleri yalnızca yurtdışı satış oranına göre değil, bu vergi avantajını gerçekten net kara dönüştürme kapasitesine göre değerlendirmek olacaktır.

TRİVE YATIRIM ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ
EREN CAN UMUT

RİSK UYARISI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.