

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
2023-YL-130

**ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI İLE BIST
ULAŞTIRMA ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA**

HAZIRLAYAN
Mehmet ANBARCI

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Çağrı KÖROĞLU

AYDIN- 2023

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

04/07/2023

Mehmet ANBARCI

ÖZET

ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI İLE BIST ULAŞTIRMA SEKTÖRÜNDE UYGULAMA

Mehmet ANBARCI

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Çağrı KÖROĞLU

2023, XV + 107 sayfa

Şirket değerleme, bir şirketin mali durumunu, performansını ve gelecek potansiyelini anlama için kullanılan bir süreçtir. Değerleme, şirketin varlıkları, gelirleri, nakit akışı ve büyüme potansiyeli gibi unsurların değerini belirlemeyi içermektedir. Şirket değerleme, yatırımcılar, potansiyel alıcılar veya satıcılar, şirket birleşmeleri veya satın almaları, halka arzlar veya hisse senedi seçenekleri sunma gibi durumlarda önemli bir rol oynamaktadır. Şirketlerin kendi değerlerini artırmaya yönelik hareketleri, şirketlerin değerini ölçebilen yatırımcıların bir getiri beklentisi içinde olması ve şirketlerin birleşmesi gibi konular günümüzde şirket değerleme konusunu daha da önemli hâle getirmiştir. Sermaye piyasası sektöründe ve literatürde kullanılmakta olan hâlihazırda Şirket Değerleme Yaklaşımları bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan bazıları çalışmaya konu olan Türk Hava Yolları A.O. şirketinin değerlemesinde kullanılmıştır.

Bu tez çalışmasındaki amaç şirket değerlemesi yapılacak olan şirketin en uygun piyasa değerinin elde edilmesidir. Şirkete ait mali tablolar ve veriler Kamuyu Aydınlatma Platformundan elde edilmiştir. Elde edilen verileri kullanılarak uygun piyasa değerini tespit etmek için farklı şirket değerleme yaklaşımlarına bağlı yöntemler kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı analizinden elde edilen verilere göre, şirketin indirgenmiş nakit akımı yaklaşımıyla değeri, varlık temelli ve piyasa temelli çarpanlardan elde edilen değerlerden yüksek çıkmıştır. Şirket değerleme yaklaşımlarından elde edilen sonuçların ortalamasıyla da şirketin değeri hesaplanmıştır.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Değerleme, Şirket Değerleme, Ulaştırma Endeksi

ABSTRACT

IMPLEMENTATION IN BIST TRANSPORTATION INDEX WITH COMPANY VALUATION APPROACHES

Mehmet ANBARCI

Master Thesis, Department of Business

Supervisor: Prof. Dr. Çağrı KÖROĞLU

2023, XV + 107 pages

Company valuation is a process used to understand a company's financial health, performance, and future potential. Valuation involves determining the value of elements such as a company's assets, revenues, cash flow, and growth potential. Company valuation plays a significant role in situations involving investors, potential buyers or sellers, mergers or acquisitions, initial public offerings, or offering stock options. Factors such as a company's efforts to increase its own value, investors' expectations for returns that can measure a company's value, and corporate mergers have made company valuation even more important in today's business environment. There are currently various Company Valuation Approaches used in the capital market sector and literature. Some of these approaches have been employed in the valuation of Turkish Airlines Inc., which are the subjects of this study.

The aim of this thesis study is to obtain the most appropriate market value of the company to be evaluated. The financial statements and data of the company were obtained from the Public Disclosure Platform. Methods based on different company valuation approaches have been used to determine the appropriate market value using the obtained data. According to the data obtained from the discounted cash flow analysis, the value of the company with the discounted cash flow approach is higher than the values obtained from the asset-based and market-based multipliers. The value of the company was calculated by the average of the results obtained from the company valuation approaches.

KEY WORDS: Valuation, Company Valuation, Transport Index

ÖN SÖZ

İşletmelerin ayakta kalmasını zorlaştıran çeşitli faktörler vardır. Bunlar; rekabetin artması, müşteri ihtiyaçlarının değişkenlik göstermesi, maliyetlerdeki değişiklikler ve teknolojinin hızla gelişmesi ve değişmesi olarak sıralanabilir. Bu faktörler şirketlerin finansal tablolarında etkili değişimler göstermektedir. Tez çalışmam, şirket değerlendirme yaklaşımları konusunda var olan literatür boşluğunun giderilmesi ve çalışmaya konu olan şirketlerin kendi sektöründeki rekabet ortamında faaliyetlerini verimli hâlde devam ettirmesi bakımından önem taşımaktadır. Şirket değerlendirme yaklaşımlarıyla ilgili kavramsal çerçeve gerekli formüller ile birlikte gösterilmiş Türk Hava Yolları şirketi üzerinde değerlendirme yapılmıştır. Bu çalışmada elde edilen bulgular ve sonuçların literatüre ve uygulamaya katkısı olmasını temenni ederim. Ayrıca elde edilen sonuçlar bir yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır.

Yüksek Lisans eğitim sürecim boyunca bana çok etkili imkânlar sağlayan danışmanım sayın Prof. Dr. Çağrı KÖROĞLU'na teşekkür ederim.

Değerli bilgi birikimi ve tavsiyeleriyle tezin son halini almasına katkı sağlayan sayın jüri üyeleri Prof. Dr. Yusuf KADERLİ'ye ve Dr. Öğr. Üyesi Ahmet COŞKUN'a,

Değerleme konusunda çeşitli kaynaklara ulaşmamı sağlayan Dr. İsmail ÖZTANIR'a ve bilimsel çalışmalar konusunda bana rehberlik yapan Dr. Eren TEMEL'e,

Destegi her zaman hissettiğim kıymetli büyüğüm Salih CANITEZ'e,

Yaşamımın bütün evrelerinde bana desteklerini esirgemeyen ve doğru yolu gösteren annem Ersil ANBARCI ve babam Ahmet ANBARCI'ya teşekkür eder, saygılarımı sunarım.

Mehmet ANBARCI

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.....	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
ÖN SÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ	xii
TABLolar DİZİNİ.....	xiii
GRAFİKLER DİZİNİ	xiv
EKLER DİZİNİ	xv
KISALTMALAR DİZİNİ	xvi
GİRİŞ.....	1
1.BÖLÜM.....	5
1. DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMLARI	5
1.1. Değer Kavramı	5
1.1.1. Piyasa Değeri.....	6
1.1.2. Defter Değeri	7
1.1.3. Nominal Değer	8
1.1.4. Makul Değer	8
1.1.5. Gerçek Değer.....	9
1.1.6. Hurda Değer	10
1.1.7. Tasfiye Değeri	11
1.1.8. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	11
1.1.9. Net Aktif Değeri	13
1.1.10. Emsal Değeri	14
1.1.11. Ekspertiz Değeri	14
1.1.12. Şerefiye Değeri.....	15

1.2. Değerin Rolü	16
1.3. Şirket Değeri.....	17
1.4. Şirket Değerinin Önemi ve Şirket Değerini Etkileyen Etmenler	18
1.5. Değerleme Kavramı.....	20
1.6. Değerleme Kimler İçin Yapılır.....	21
1.7. Değerlemenin Amaçları ve Değerlemeyi Meydana Getiren Nedenler.....	22
1.8. Muhasebe Açısından Değerleme	24
1.8.1. Tarihi Maliyet Yöntemi	25
1.8.2. Yenileme Maliyet Yöntemi	25
1.8.3. Net Gerçekleşebilir Değer Yöntemi	27
1.8.4. Net Bugünkü Değer Yöntemi	27
1.8.5. Şirkete Katkı Değeri Yöntemi	28
1.8.6. Uygun Değer Yöntemi	28
1.9. Finansman Açısından Değerleme	29
2. BÖLÜM.....	30
2. ŞİRKET DEĞERLEME.....	30
2.1. Şirket Değerlemenin Önemi ve Amacı.....	30
2.2. Şirket Değerlemenin Kullanım Alanları ve Şirket Değerleme Yapmayı Gerektiren Nedenler.....	31
2.2.1. Portföy Yönetimi	31
2.2.2. Şirket Hisselerinin Halka Arzı.....	32
2.2.3. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalar	33
2.2.4. Hisse Senetlerinin Değerlemesi.....	36
2.2.5. Stratejik Kararların Alınması ve Stratejik Planlama	36
2.3. Şirket Değerlemesinde Kullanılan Finansal Tablolar.....	36
2.4. Oran Analizi	37
2.4.1. Likidite Oranları	38
2.4.1.1. Cari oran	38
2.4.1.2. Asit test oranı.....	39
2.4.1.3. Nakit oranı	39
2.4.2. Kârlılık (Verimlilik) Oranları	40
2.4.2.1. Aktif kârlılık oranı	40
2.4.2.2. Net kâr marjı.....	40

2.4.2.3. Öz sermaye kârlılık oranı	40
2.4.3. Mali Yapı (Kaldıraç) Oranları	41
2.4.3.1. Duran varlıkların öz sermayeye oranı	41
2.4.3.2. Mali borç oranı	41
2.4.4. Faaliyet (Aktivite) Oranları	42
2.4.4.1. Aktif devir hızı	42
2.4.4.2. Alacak devir hızı ve alacak tahsil süresi.....	42
2.4.4.3. Stok devir hızı ve stok dönüşüm süresi	42
2.4.4.4. Ticari borç devir hızı	43
2.5. Temel Analiz	43
2.5.1. Ekonomik Analiz.....	43
2.5.2. Sektör Analizi	44
2.5.3. Şirket Analizi.....	44
2.6. Teknik Analiz	45
2.7. Şirket Değerlemede Risk.....	45
2.7.1. Sistematik Risk.....	46
2.7.2. Sistematik Olmayan Risk	47
2.7.3. BETA Kavramı.....	47
2.8. Şirket Değerleme Süreci	49
3. BÖLÜM.....	50
3. ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI.....	50
3.1. Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımları	52
3.1.1. Defter Değeri Yaklaşımı.....	52
3.1.2. Tasfiye Değeri Yaklaşımı.....	53
3.1.3. Net Varlık Değeri Yaklaşımı	53
3.2. Piyasa Temelli Değerleme Yaklaşımları	54
3.2.1. Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi	55
3.2.2. Karşılaştırılabilir Pazar Değeri Yöntemi	55
3.2.2.1. Fiyat / kazanç oranı.....	56
3.2.2.2. Piyasa değeri / defter değeri oranı	57
3.2.2.3. Fiyat / satışlar oranı	58
3.2.2.4. Fiyat / nakit akımı oranı	58
3.2.2.5. Firma değeri / faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr	59

3.2.2.6. Piyasa çarpanlarına göre şirketin hisse senetlerinin göreceli tahmini	60
3.3. Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları	61
3.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	61
3.3.1.1. Nakit akımlarının tahmin edilmesi	64
3.3.1.2. İskonto oranının belirlenmesi	64
3.3.1.3. Öz sermaye maliyeti	65
3.3.1.4. Borç maliyeti	66
3.3.1.5. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	67
3.4. Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri	69
3.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi	69
3.4.2. Piyasa Katma Değeri	70
3.4.3. Nakit Akımı Kârlılığı Modeli	71
4. BÖLÜM.....	73
4. ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI İLE BIST ULAŞTIRMA SEKTÖRÜNDE UYGULAMA.....	73
4.1. Çalışmanın Kapsamı.....	73
4.2. Çalışmanın Amacı	73
4.3. Değerlemesi Yapılacak Şirketin Tanıtımı	73
4.4. Oran Analizi	74
4.4.1. Likidite Oranlarının Yorumlanması	75
4.4.2. Mali Yapı Oranlarının Yorumlanması.....	77
4.4.3. Faaliyet Oranlarının Yorumlanması	78
4.4.4. Kârlılık Oranlarının Yorumlanması.....	80
4.5. Varlık Temelli Yaklaşımlar İle Değerleme	82
4.6. Piyasa Temelli Yaklaşımlar İle Değerleme	82
4.6.1. Piyasa Çarpanlarına Göre Hisse Senedinin Değeri Tahmini.....	86
4.7. Gelir Temelli Yaklaşımlar İle Değerleme	87
5. TARTIŞMA VE SONUÇ.....	91
6. KAYNAKLAR.....	96
7. EKLER	104
ÖZ GEÇMİŞ.....	107

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1. Büyüme Stratejileri	33
Şekil 2.2. İnorganik Büyüme.....	34
Şekil 3.1. Şirket Değerleme Yaklaşımları	51
Şekil 3.2. İNA Yöntemine Göre Değerleme Çalışması.....	62
Şekil 3.3. CFROI ve Brüt Nakit Akımlar	71



TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Hisse Senedine İlişkin Değer Karşılaştırmaları	17
Tablo 2.1. Risk Tablosu.....	46
Tablo 3.1. Şirket Değerlemede Kullanılan Yöntemler	50
Tablo 4.1. Oran Analizi Kapsamında Analizi Yapılan Oranlar	73
Tablo 4.2. THYAO Piyasa Temelli Yaklaşımlar İle İlgili Oranlar	81
Tablo 4.3. THYAO ve Ulaştırma Sektörü F/K Oranları	82
Tablo 4.4. THYAO ve Ulaştırma Sektörü PD/DD Oranları.....	82
Tablo 4.5. THYAO ve Ulaştırma Sektörü F/S Oranları	83
Tablo 4.6. THYAO ve Ulaştırma Sektörü F/NA Oranları	84
Tablo 4.7. THYAO ve Ulaştırma Sektörü FD / FAVÖK Oranları	84
Tablo 4.8. THYAO Çarpanlarına Göre Sonuçlar	85
Tablo 4.9. THYAO Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	86
Tablo 4.10. THYAO İndirgenmiş Nakit Akımları Sonuçları.....	88
Tablo 4.10. THYAO İndirgenmiş Nakit Akımları Sonuçları (Devamı).....	89
Tablo 4.11. THYAO Değerleme Sonuçları	90
Tablo 5.1. THYAO 2022 Yılı Oran Analizi Sonuçlarının Genel Yorumu.....	92

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 4.1. THYAO Sermaye ve Ortaklık Yapısı	73
Grafik 4.2. THYAO Cari Oran.....	74
Grafik 4.3. THYAO Asit Test Oranı	75
Grafik 4.4. THYAO Nakit Oranı.....	75
Grafik 4.5. THYAO Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı.....	76
Grafik 4.6. THYAO Kaldıraç Oranı	76
Grafik 4.7. THYAO Alacak Devir Hızı ve Alacak Tahsil Süresi	77
Grafik 4.8.: THYAO Stokları Devir Hızı ve Stokların Dönüşüm Süreleri	78
Grafik 4.9. THYAO Ticari Borçların Devir Hızı ve Ticari Borçları Devir Süreleri	78
Grafik 4.10. THYAO Aktif Kârlılık Oranı.....	79
Grafik 4.11. Net Kâr Marjı	80
Grafik 4.12. THYAO Öz Sermaye Kârlılık Oranı	80

EKLER DİZİNİ

Ek 1. Türk Hava Yolları A.O. Bilanço	102
Ek 2. Türk Hava Yolları A.O. Bilanço	105



KISALTMALAR DİZİNİ

APT	: Arbitraj Fiyatlama Teorisi (Arbitrage Pricing Theory)
BIST	: Borsa İstanbul
CAPM	: Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)
CFROI	: Yatırımın Nakit Akımı Karlılığı Modeli (Cash Flow Return on Investment)
EVA	: Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added)
F/K	: Fiyat / Kazanç
F/NA	: Fiyat / Nakit Akımı
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FD/FAVÖK	: Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IVSC	: Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (International Valuation Standards Council)
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımı
KPMG	: Klynveld Peat Marwick Goerdeler
MVA	: Piyasa Katma Değeri (Market Value Added)
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-Operation and Development)
PD/DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
F/S	: Fiyat / Satış
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
THYAO	: Türk Hava Yolları A.O.
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)

GİRİŞ

Şirketler, bireyler ve fonlar ellerindeki kaynakları en etkili şekilde kullanarak yatırım yapabilecekleri alanları bulmak için her geçen gün daha fazla çaba sarf etmekte ve yeni yatırım fırsatları aramaktadır. Yatırım yapılacak projelerin etkinliği, şirketin değerlemesi sonucunda elde edilen finansal göstergelerle belirlenir. Günümüz Türkiye ve dünya ekonomisinde, şirketlerin değerlerini ortaya koymak ve bu değerler üzerinden değerlendirme yapmak, tüm yatırımcılar tarafından finansal bir gereklilik olarak kabul edilmektedir. Değerleme, yatırımcılar için kritik öneme sahiptir. Bir varlığın veya bir şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek, yatırım kararlarında temel bir faktördür. Yatırımcılar, varlık değerlemesi ve şirket değerlemesi sonuçlarına dayanarak, yatırım yapacakları varlıkları veya şirketleri seçerler. Değerleme, yatırımcıların risk ve getiri açısından doğru kararlar vermelerine yardımcı olmaktadır. Değerleme, finansal planlama sürecinde önemli bir rol oynar. Şirketler, gelecekteki hedeflere ulaşmak için finansal stratejiler geliştirirken, varlıklarını ve projelerini değerlendirirler. Değerleme, şirketin varlık portföyünü optimize etmek, yatırımları yönetmek ve finansal hedeflere ulaşmak için doğru kararlar vermek için kullanılır. Finansal planlama sürecinde değerlendirme, bütçeleme, risk analizi ve sermaye tahsisi gibi kararlar için temel bir veri kaynağıdır. Değerleme, şirketin işletme performansını izlemek için kullanılan bir araçtır. Değerleme sonuçları, şirketin mevcut durumunu ve performansını değerlendirmek, işletme stratejilerini gözden geçirmek ve gerektiğinde düzeltici eylemler almak için kullanılır. Değerleme, şirketin finansal durumunu, karlılığını, büyüme potansiyelini ve rekabetçilik düzeyini analiz etmek için kullanılan bir gösterge olarak hizmet eder. Bu da şirketin sürdürülebilirlik ve uzun vadeli başarı açısından önemlidir. Şirket sahipleri ve yöneticileri, şirketin değerini belirlemek ve performansını ölçmek için değerlendirme yaparlar. Şirket değerlemesi, şirketin piyasa değeri, öz sermaye değeri ve diğer finansal göstergeleri içeren bir dizi faktörü değerlendirir. Bu, şirketin büyüme potansiyelini, finansal sağlamlığını ve gelecekteki kazançlarını değerlendirmek için kullanılır. Şirket değerlemesi ayrıca birleşme ve satın alma işlemleri, ortaklık değişiklikleri ve hisse devirleri gibi işlemler için de önemlidir.

Şirket değerlendirme, şirketlerin finansal açıdan ne kadar değerli olduğunu belirlemek için kullanılan bir yöntemdir. Bu değerlendirme işlemi, şirketin sahip olduğu varlıkların ve borçlarının analiz edilmesi yoluyla gerçekleştirilir. Şirket değerlendirme, yatırımcılar, finansal analistler ve şirket yöneticileri için önemlidir çünkü şirketin finansal sağlığı hakkında bir fikir verir ve

gelecekteki yatırım kararlarına yardımcı olur. Şirket değerlemesi yapılırken birçok faktör dikkate alınır. Bunlar arasında şirketin finansal performansı, sektöründe bulunan diğer şirketlerin performansı, pazar payı, büyüme potansiyeli ve şirketin sahip olduğu patentler, markalar ve diğer fikri mülkiyet hakları gibi varlıkları yer alır. Şirketin değerini belirleyen faktörler arasında ayrıca ekonomik koşullar, rekabet durumu, düzenlemeler ve vergi yasaları gibi faktörler de bulunur. Şirket değerlendirme, yatırımcılar için önemlidir çünkü yatırım kararlarında kullanılacak bilgi sağlar. Ayrıca, şirket yöneticileri için de önemlidir çünkü şirketin finansal performansını anlamalarına ve şirketin değerini artırmak için stratejiler belirlemelerine yardımcı olur. Şirketlerin satışı, birleşmesi veya halka arzı gibi durumlarda da şirket değerlendirme yöntemleri kullanılarak şirketin değeri belirlenir.

Şirket değerlendirme, önemli bir konu olup finansal analiz ve yönetim kararları sürecinde kritik bir rol oynamaktadır. Şirket değerlendirme, hissedarlar, yatırımcılar, yöneticiler ve diğer ilgili taraflar için önemli bilgiler sağlamakta ve stratejik kararların alınmasında yardımcı olmaktadır. Bir şirketin finansal durumunu anlama, potansiyel yatırımların değerini belirleme ve şirketin değerini diğer benzer şirketlerle karşılaştırma amacıyla bir dizi yöntem ve yaklaşımlar vardır. Bir şirketin gerçek değerini objektif bir şekilde belirleme, şirket değerlemesinin amaçlarından biridir. Bu değer, şirketin gelecekteki nakit akışları, büyüme potansiyeli, varlıkları, borçları ve diğer faktörler dikkate alınarak hesaplanır. Şirket değerlendirme, nicel verileri (finansal tablolar, nakit akışları, gelir tabloları vb.) ve nitel verileri (sektör analizi, rekabet ortamı, yönetim kalitesi vb.) kullanarak gerçekleştirilir. Bu nedenle, finansal analizin ve şirket değerlendirme yaklaşımlarının iyi kavranması gerekmektedir. Şirket değerlemedeki temel yaklaşımlardan biri, gelir temelli yaklaşımlardan biri olan indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Bu yöntem, şirketin gelecekteki nakit akışlarını öngörüp bu nakit akışlarını günümüz değerine indirgeyerek şirketin değerini hesaplar. Şirket değerlendirme, gerçek değeri belirlemek ve yatırımcılara, yöneticilere ve diğer ilgili taraflara önemli bilgiler sunmak amacıyla kullanılan hayati bir araçtır. Şirket değerlendirme, çeşitli yöntemler ve yaklaşımlar içerir ve nicel ve nitel verilerin kullanımını gerektirir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi sıklıkla kullanılan değerlendirme yaklaşımları arasındadır. Ancak her bir değerlendirme yönteminin kendine özgü avantajları, dezavantajları ve sınırlamaları bulunmaktadır bu yüzden doğru değerlendirme sonuçları elde etmek için uygun yöntemlerin kullanılması önem arz etmektedir.

Literatürde şirket değerlendirme ile ilgili birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalar incelendiğinde genelde Borsa İstanbul'da bulunan şirketlerin değerlemesi yapılmıştır. Bu

çalışmada Borsa İstanbul’da ulaştırma endeksinde bulunan Türk Hava Yolları A.O. şirketinin değerlemesi yapılacaktır.

Türk Hava Yolları A.O. şirketinin künyesi aşağıdaki gibidir.

Tablo 1. Türk Hava Yolları Şirket Künyesi

Şirket Adı	Türk Hava Yolları
Kuruluş Tarihi	29.02.1956
Sektör	Ulaştırma ve Depolama
BIST Kodu	THYAO
Halka Açıklık Oranı	50,00
Halka Arz Tarihi	20.12.1990
Fiili Dolaşımdaki Pay Adedi	699.335.946
Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar

“Kaynak: KAP (2023).”

Bu çalışmadaki amaç şirket değerlemesi yapılacak olan şirketin en uygun piyasa değerinin elde edilmesidir. Diğer yandan oran analizi yapılarak, şirket değerlemesi yaklaşımlarından varlık temelli, piyasa temelli ve gelir temelli değerlendirme yaklaşımlarıyla Türk Hava Yolları A.O. şirketinin değerlendirilmesi yapılması amaçlanacak ve yapılan değerlemeler sonucunda şirketlerin geçmiş 10 yıldaki (2013-2022) verilerinden yararlanılarak gelecekte olması muhtemel verileri hesaplanmaya çalışılacaktır. Şirket değerlendirme yaklaşımları konusunda var olan literatür boşluğunun giderilmesi ve çalışmaya konu olan şirketin kendi sektöründeki rekabet ortamında faaliyetlerini verimli hâlde devam ettirmesi açısından bu çalışma önem arz etmektedir. 2013 yılından 2022 yılına kadar Dünya’da ve Türkiye’de meydana gelen değişimler (enflasyon, döviz kurlarındaki yükselme) Türkiye’de bulunan şirketleri etkilemiştir. Bu durumlarda göz önüne alınarak Türk Hava Yolları şirketinin değerlendirilmesi yapılacaktır.



Şekil I: Çalışmanın Bölümleri ve İçeriği

1. BÖLÜM

1. DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMLARI

Değer, bir varlığın veya bir şirketin sahip olduğu ekonomik veya maddi değeri ifade eder. Herhangi bir varlık veya şirketin değeri, bu varlığın veya şirketin potansiyel gelirleri, nakit akımları, varlık portföyü, rekabet avantajı, büyüme potansiyeli ve diğer faktörler tarafından belirlenebilir. Değer, yatırımcılar, şirket sahipleri ve finansal analistler için büyük önem taşır çünkü doğru bir değerlendirme, doğru kararlar almak ve riskleri yönetmek için gereklidir. Değerleme, bir varlığın veya bir şirketin finansal değerini belirlemek için kullanılan bir süreçtir. Değerleme, varlık veya şirketin piyasa değerini, öz sermaye değerini, varlık değerini veya diğer finansal göstergelerini analiz ederek gerçekleştirilir. Değerleme, finansal analistler, yatırımcılar, şirket sahipleri ve diğer ilgili taraflar için önemlidir. Bir varlığın veya bir şirketin doğru bir şekilde değerlendirilmesi, yatırım kararlarının ve iş stratejilerinin doğru bir şekilde yapılmasına yardımcı olmaktadır. Değerleme yöntemleri çeşitlilik gösterir ve varlık veya şirketin özelliklerine, sektörüne ve amaçlarına bağlı olarak farklı yöntemler kullanılabilir. Bu bölümde ilk olarak değer ile ilgili kavramlardan bahsedilmiş daha sonra şirket değer ve önemi, şirket değerini etkileyen etmenler, değerlendirme kavramı ve muhasebe ve finansman açısından değerlendirme konuları ele alınmıştır.

1.1. Değer Kavramı

Değer, bir malın veya hizmetin belirli bir para birimi ya da başka bir mal karşılığı olarak kabul edilen ekonomik bir kavramdır. Değer, öznel ve nesnel olmak üzere iki şekilde ifade edilebilir. Öznel değer, kişinin ihtiyaç ve isteklerine bağlı olarak değişen bir değerdir. Nesnel değer ise, bir malın ya da hizmetin maliyet-fayda oranına göre belirlenen değeridir. Bu iki değer kavramı haricinde bir de değişim değeri bulunmaktadır. Değişim değeri ise, bir malın diğer bir malla ya da para birimiyle karşılaştırılabilir değeridir (Gözen, 2019: 275). Şirketin amacının, hissedarların değerlerini en üst düzeye çıkarmak olduğu tanımlaması ile işletme etkinliğinin ölçülmesinde değer kavramı önem kazanmaktadır (Copeland vd., 2000: 3).

Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC), değeri, varlığın belirli bir anda, piyasada işlem gören benzer varlıklara kıyasla sağladığı faydaların ve gelecekteki nakit akımlarının öngörüsüne dayanarak tahmini edilen miktarı olarak tanımlamaktadır (IVSC,

2003: 36). Yani, değer bir varlığın gelecekteki faydalarına ve nakit akımlarına göre tahmini edilen karşılığının miktarını ifade etmektedir. Bu tanım, bir varlığın piyasa koşulları altında gerçek değerini yansıtmayabilir, çünkü piyasa koşulları zamanla değişebilir ve tahmini değer de buna bağlı olarak değişebilir (Ercan vd., 2003: 1).

Değer kavramı, ekonomi alanında da büyük öneme sahiptir. Değer, bir mal veya hizmetin ekonomik kullanım değeri ve değişim değeri olarak ele alınabilir. Ekonomistler, değeri bir malın kullanımından sağlanan faydaları ifade eden kullanım değeri ile malın takas edilebilirliğini ifade eden değişim değeri olarak ayrıştırır. Bu yaklaşım, değeri nesnel ve öznel unsurların bir bileşimi olarak ele alır (Hausman & McPherson, 2016). Değer kavramı, ahlaki bir boyut da içerir. Felsefe literatüründe, değerlerin ahlaki ilkeler tarafından belirlendiği kabul edilir. Deontoloji ve teleoloji gibi yaygın ahlaki teoriler, değerlerin etik değerlendirmelerde temel bir rol oynadığını belirtir. Örneğin, teleolojik etik teoriler, eylemlerin sonuçlarına dayalı olarak değerlendirilmesini savunurken, deontolojik teoriler, eylemlerin ahlaki ilkelerle uyumlu olmasına vurgu yapar (Johnson, 2015).

Literatürde değer kavramının sıkça fiyat kavramı ile karıştırılmakta olduğuna yer verilmektedir. Değer alıcılar ile satıcıların mallar ve hizmetler için üzerinde anlaştıkları ve parayla ölçülebilen tahminlenen fiyat biçiminde görülebilir (Chambers, 2009: 5).

Değerle fiyatın arasında oluşmakta olan farkların sebepleri aşağıdaki gibidir (Copeland vd., 2000:51).

- Ekonomideki belirsizlik ve bilginin fazla olmaması,
- Sınırlı sayıda alıcı
- Satış süresindeki kısıtlılık
- Şirketin büyüklüğü ve itibarı,
- Siyasi ve ekonomik politikalarla beraber gelen sınırlılıklar,
- Ekonomik, politik ve sosyokültürel farklılıklar
- Tarafların makul eylemlerinin olmaması

1.1.1. Piyasa Değeri

Piyasalar, alıcılar ve satıcıların taleplerine bağlı olarak denge fiyatının olduğu platformlardır. Bu fiyat, alıcı ve satıcının sahip olduğu bilgilere dayanarak varlığın genel durumunu yansıtmaktadır. Bu nedenle, piyasa değerinin belirlenmesinde, fon talep edenler ve

fon arz edenlerin bilgileri önemli bir rol oynamaktadır. Yeni bilgiler, piyasa fiyatını etkileyerek herkesin erişebildiği bilgilere dayanır. Eğer piyasa etkinse, piyasa değeri gerçek değeri yansıtır. Ancak, piyasa etkin değilse, gerçek değer ile piyasa değeri arasındaki fark açılabilir (Karapınar ve Ayıkoğlu, 2018: 366). Piyasa değeri, bir varlığın veya şirketin tüm çıkar sahipleri tarafından algılanan toplam değeridir. Bu değer, genellikle bir varlığın veya şirketin hisse senedi fiyatı, pazardaki arz ve talep koşulları, piyasa beklentileri ve diğer faktörler tarafından belirlenir. Piyasa değeri, bir varlığın veya şirketin gerçek değerini yansıtabilir ve yatırımcılar, analistler ve finansal profesyoneller tarafından kullanılırken, piyasada hisse senedi alım satımı yapmak, değerlendirme yapmak veya yatırım kararları vermek için önemli bir ölçüt olarak kabul edilmektedir.

1.1.2. Defter Değeri

Defter değeri, bir hesap kaleminin bilançodaki değerini ifade etmek için kullanılan bir terimdir. Bu değer, aktifin satın alındığı andaki değerinden farklı olarak, belirli ölçütlerle yeniden hesaplanarak bulunabilir. Eğer bir varlığın satılacağı uygun bir pazar bulunamazsa veya fiyatı çok değişken ise, defter değeri kullanılabilir. Defter değeri ayrıca, bir şirketin bilançosundaki öz sermaye tutarını ifade eder. Başka bir deyişle, defter değeri, şirketin aktif toplamından borçların netleştirilmiş halidir. Hisse başına defter değeri, öz sermaye tutarının hisse sayısına bölünerek hesaplanabilir. Defter değerinin matematiksel gösterimi basitçe aşağıdaki gibidir (Akıncı, 2022: 5):

$$\text{Defter Değeri} = \text{Varlıklar Toplamı} - \text{Kaynaklar Toplamı}$$

Defter değeri, bir değerlendirme standardı biçiminde değil muhasebesel terim olarak kullanılır. Bu nedenle, defter değeri tek başına yeterli bir değerlendirme yöntemi olarak görülmez ve değerlendirme çalışmalarında sadece kullanılan diğer yöntemlere bir temel teşkil edebilir. Ancak, defter değeri diğer yöntemlerle birlikte analiz edilerek önemli bir özellik olabilir. Defter değeri, bir varlığın veya şirketin finansal tablolarında kaydedilen değeridir. Genellikle varlık veya şirketin maliyetine dayanır ve hesaplanırken öz sermaye, borçlar, varlıklar ve diğer finansal unsurlar dikkate alınır. Bu değer, varlık veya şirketin satış fiyatını yansıtmayabilir, çünkü varlıkların gerçek piyasa değeri, zaman içinde değişebilir ve muhasebe yöntemleri ve kurallarına bağlı olarak farklılık gösterebilir. Ayrıca defter değeri, finansal tablolarda önemli bir kaynak oluşturur ve varlıkların ve şirketlerin değerini izlemek, finansal analiz yapmak ve muhasebe işlemlerini kaydetmek için kullanılır. Ancak yatırımcılar

ve değerleme uzmanları genellikle piyasa değeri veya diğer değerleme yöntemlerini kullanarak varlıkların ve şirketlerin gerçek değerini belirlemeyi tercih eder.

1.1.3. Nominal Değer

Bu değer, hisse senetlerinin üzerinde bulunan değer olup birincil piyasaya çıkarıldığında kayıtlı sermayenin miktarını belirlemek ve muhasebe kayıtlarını yapmak için kullanılır. Finansal uygulamalarda hisse senedi sayısı önemlidir ve hisse başına kâr hesaplamak veya sermaye artırımlarında nominal değerden faydalanmak için nominal değer önemlidir. Hisse senetlerinde nominal değer, sermayenin tespit edilmesi, hisse başına düşen kâr payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için gereklidir ve hukuk açısından zorunludur. Nominal değer, bir finansal enstrümanın veya varlığın üzerinde belirtilen değerdir. Genellikle hisse senetleri, tahviller, bonolar ve diğer finansal araçlar için kullanılan bir terimdir. Nominal değer, bir varlığın yüzdesel oranlara veya piyasa fiyatına bağlı olmaksızın üzerinde yazılı olan sabit değeri ifade eder. Bu değer, söz konusu enstrümanın ihraç edildiği anda belirlenir ve genellikle vade sonunda geri ödeme veya sözleşmenin yerine getirilmesi için referans olarak kullanılır. Nominal değer, yatırımcılar ve işletmeler için bir başvuru noktası sağlar ve söz konusu finansal enstrümanın temel değerini belirlemek için kullanılır. Ancak, piyasa koşulları, arz ve talep dengesi ve diğer faktörler nedeniyle nominal değer, gerçek piyasa değerinden farklılık gösterebilir.

1.1.4. Makul Değer

Bir mal veya yükümlülüğün satın alınması veya satılması için, ilgili tarafların beklentilerini yansıtan tahmini bir fiyat olarak tanımlanabilir. TMS-2 stoklar standartları, stokların nasıl değerlendirilmesi gerektiğini belirtir. Bu standarda göre, makul değer, satıcı ve alıcı arasındaki pazarlıkta kabul edilebilir bir değişim değerini göstermektedir (IVSC, 2017).

Makul değer, bir varlığın veya yatırımın adil ve mantıklı bir şekilde belirlenen değeridir. Bu değer, objektif veriler, analizler, piyasa koşulları ve değerleme yöntemleri kullanılarak tahmin edilir. Makul değer, sübjektif olmayan bir yaklaşımla hesaplanır ve finansal açıdan akılcı ve mantıklı bir temele dayanır. Bu değer, bir varlığın gerçek piyasa değerini yansıtmaya çalışırken, öznel değerlendirmelerden ve hissiyat temelli yaklaşımlardan uzak durur. Finansal analistler, yatırımcılar ve değerleme uzmanları, makul değeri belirlemek için çeşitli yöntemler ve modeller kullanır. Bu değerleme sürecinde finansal tablolar, gelir projeksiyonları,

indirgenmiş nakit akımları analizi ve benzeri araçlar kullanılır. Ayrıca makul değer, yatırımcılar için önemli bir bilgi kaynağıdır ve yatırım kararlarında rehberlik sağlar. Bir varlığın makul değeri, satın alma, satma veya değerlendirme kararlarına yardımcı olurken, piyasa koşullarını, riskleri ve gelecekteki getirileri dikkate almayı amaçlar. Ancak, makul değer değişkenlik gösterebilir ve zamanla güncellenmesi gerekebilir. Piyasa koşulları, ekonomik faktörler ve diğer etkenler, varlığın veya yatırımın makul değerinde değişikliklere neden olabilir. Bu nedenle, makul değer, bir varlığın veya yatırımın gerçek değeri ile tam olarak örtüşmeyebilir, ancak finansal analizde önemli bir referans noktası olarak kullanılır.

1.1.5. Gerçek Değer

Şirketin gerçek değeri, kar payları, sermaye yapısı, yatırım fırsatları, ekonomik dalgalanmalar gibi faktörlerin bir araya gelmesiyle belirlenen bir değerdir. Bu faktörler, şirketin gerçek değerinin hesaplanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Gerçek değer hesaplanırken en önemli faktör nakit akışlarıdır. Gelecekteki nakit akışları sayısal olarak ölçülebilir ve gelecekteki değerlemeler için göz önünde bulundurulabilir (Karapınar ve Zaif, 2018: 364).

Gerçek değer, bir varlığın veya yatırımın objektif ve gerçekçi olarak belirlenen değeridir. Bu değer, varlığın temel özellikleri, finansal performansı, piyasa koşulları, sektör analizi ve diğer faktörler göz önünde bulundurularak hesaplanır. Gerçek değer, subjektif değerlendirmeler veya duygusal faktörlere dayanmaz, tamamen analitik ve mantıklı bir yaklaşımı temsil eder. Gerçek değer, finansal analistler, değerlendirme uzmanları ve yatırımcılar tarafından belirlenmeye çalışılır. Bu süreç genellikle finansal tablolar, nakit akımları analizi, benzer şirketlerin karşılaştırılması, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve diğer değerlendirme teknikleri kullanılarak gerçekleştirilir. Bu değer, yatırım kararları için önemli bir bilgi kaynağıdır. Yatırımcılar, bir varlığın gerçek değerini analiz ederek, satın alma, satma veya değerlendirme kararlarını daha bilinçli bir şekilde verebilirler. Gerçek değer, piyasa fiyatından farklılık gösterebilir ve zaman içinde değişebilir. Piyasa etkinliği, arz ve talep dengesi, ekonomik koşullar ve diğer faktörler, gerçek değerini güncellenmesini gerektirebilir. Lakin gerçek değer tam anlamıyla kesin ve kesin bir değer olmayabilir. Değerleme sürecinde kullanılan yöntemler, varsayımlar ve veriler arasındaki farklılıklar nedeniyle farklı sonuçlar elde edilebilir. Bu nedenle, gerçek değer, bir varlığın veya yatırımın tam olarak ölçülebilen bir değerini ifade etmek yerine, bir tahmin veya bir aralık olarak sunulabilir.

Bir şirket gerçek değeri, tüm bilgilere erişen ve mükemmel bir değerlendirme modeli kullanarak analiz yapan bir uzman tarafından belirlenen değerdir. Tam olarak bu gerçek değere ulaşmak mümkün olmasa da, değerlendirme süreci bu tanıma yakın bir değer belirlemeyi amaçlamaktadır (Damodaran, 2006:37). Bir işletmenin gerçek değeri, gelecekte elde edeceği nakit akışlarının bugünkü değere iskonto edilmiş haliyle belirlenir. Bu nedenle, bir işletmenin gerçek değeri, gelecekteki nakit akışları ve kâr potansiyeline bağlıdır. Bu durum, yatırımcıların işletmenin gelecekteki performansına dayalı olarak bir bedel ödediği anlamına gelir (Copeland vd., 2000:51).

1.1.6. Hurda Değer

Hurda değer, gerçekleştirilen bir yatırımın kapsadığı varlıkların, ilgili yatırımın ekonomik ömrü sonunda elde edilen maddi miktarıdır. Belirli bir miktarda para ödemesi yapılan varlığın ekonomik ömrü tamamlandığında muhasebe kayıtlarında değeri tamamlanır. Bununla birlikte, bu varlıklar hala bir satış değerine sahip olabilirler, bu da yatırım projelerinde dikkate alınması gereken önemli bir faktördür (Cingöz, 2014: 22).

Hurda değer, yatırım projelerindeki varlıkların ekonomik ömrü sonunda satılarak elde edilen parasal değerdir. Bir varlığın muhasebe kayıtlarında değeri ekonomik ömrü sonunda tamamlanır ancak hala satış değerine sahip olabilir. Bu nedenle, hurda değeri yatırım projelerinde önemli bir faktördür ve dikkate alınmalıdır. Hurda değeri, genellikle malzeme veya eşyanın fiziksel durumu, geri dönüşüm sürecinin maliyeti, geri kazanılabilir bileşenlerin değeri ve piyasa talebi gibi faktörler dikkate alınarak belirlenir. Bu değer, geri dönüşüm tesisleri, hurdalık işletmeler ve benzeri sektörlerde yaygın olarak kullanılır. Hurda değeri, malzemenin veya eşyanın yeniden kullanılabilir parçalarının, hammadde olarak geri kazanılabilecek materyallerin veya geri dönüşüm yoluyla elde edilebilecek diğer ekonomik faydaların değerlendirilmesine yardımcı olur. Hurda değeri, çevresel sürdürülebilirlik ve kaynak verimliliği açısından da önem taşır, çünkü kullanılmış malzemelerin geri dönüşümü, kaynakların yeniden kullanılmasına ve doğal kaynak tüketiminin azaltılmasına katkı sağlar. Hurda değeri, genellikle bir varlığın ikinci el piyasasında elde edilecek satış fiyatından farklılık gösterebilir. Bu nedenle, hurda değeri, malzemenin veya eşyanın potansiyel ekonomik değerini temsil ederken, gerçek piyasa değeriyle tam olarak örtüşmeyebilir. Hurda değeri, hurda metal, hurda araç, hurda elektronik eşya gibi farklı sektörlerde farklılıklar gösterebilir ve hurda yönetimi süreçlerinde önemli bir faktör olarak dikkate alınır.

1.1.7. Tasfiye Değeri

Şirket değerini belirlerken, tasfiye değerine göre hesaplama yapılır. Bu hesaplama, şirketin bilançosundaki varlıkların satıldıktan sonra tüm borçların ödenmesi sonucu ortaya çıkan değeri dikkate alır. Bu hesaplamada, çalışanların ödemeleri, vergi ödemeleri, tahvil ödemeleri gibi toplam yükümlülükler, hesaplanan varlıkların piyasa değerinden çıkarılarak bulunur (Fernandez, 2002: 25). Bir işletmenin piyasadaki başarılı faaliyetlerine dayanarak tasfiye değeriyle değerlendirilmesi anlamsızdır. Tasfiye değeri, kar elde etme şansının ortadan kalktığı veya zorlaştığı şirketler için belirlenir. İndirgenmiş nakit akışı yöntemiyle değerlendirilemeyen veya bu yöntemle belirlenen değer altında olan durumlarda tasfiye değeriyle değerlendirme daha uygun olabilir. Tasfiye değeri, genellikle varlıkların net değeri, borçlar ve mali yükümlülüklerin ödenmesi ve geriye kalan miktarın hissedarlara dağıtılması temel alınarak hesaplanır. Tasfiye değeri, bir şirketin aktiflerinin piyasa değerinden veya defter değerinden farklı olabileceği durumlarda önem kazanır. Tasfiye değeri, bir şirketin iflası, birleşme veya işletmenin sonlandırılması gibi durumlarda belirlenebilir. Bu değer, şirketin varlıklarının likiditeye dönüştürülmesi sürecinde ortaya çıkan değeri temsil eder. Tasfiye değeri hesaplanırken, varlıkların piyasa koşullarına göre değerlendirilmesi ve borçların ödenmesi gibi faktörler dikkate alınır. Tasfiye değeri, yatırımcılar ve analistler tarafından, şirket değerlemesi, iflas analizi veya işletme sonlandırma sürecinde değerlendirme yapmak için kullanılır. Bu değer, ilgili tarafların, özellikle hissedarların veya alacaklıların haklarının korunmasında önemli bir kriterdir.

Tasfiye değeri, bir firmanın iflas gibi zorunlu nedenlerle veya piyasa değeri için önemli bir gösterge olarak kabul edildiği durumlarda önem kazanır. Şirketin tasfiye süreci, fiyatın belirlenmesinde etkili olacaktır. Eğer firma, tasfiye işlemi için yeterli zamanı varsa, her bir şirket varlığının en uygun fiyata satılma olasılığı yüksektir. Ancak, mümkün olduğunca kısa sürede tasfiye etme zorunluluğu gibi zorlayıcı koşulların varlığı, yani zorunlu bir tasfiye durumu söz konusuysa, varlıkların daha düşük bir fiyata zararına satılması bile kabul edilebilir olacaktır (Smith, 1988: 72).

1.1.8. İşleyen Teşebbüs Değeri

Eğer bir şirket çalışır haldeyken satılırsa veya devredilirse, işleyen teşebbüs değeri üzerinden gerçekleştirilir. Şirketin bir bütün olarak değerinin belirlenmesi, parça parça

değerlendirmeden daha yüksek bir değer sağlayacaktır (Ercan ve Ban, 2005). İşleyen teşebbüs değeri, şirketin güncel durumunu ve potansiyelini değerlendirmek için kullanılır. Bu değer, şirketin faaliyetlerinin devam ettiği ve nakit akımlarının sürekli olarak olduğu varsayımına dayanır. İşleyen teşebbüs değeri hesaplanırken, şirketin gelirleri, giderleri, kar marjları, büyüme potansiyeli ve riskleri gibi çeşitli faktörler dikkate alınır.

Bir şirketin işleyen teşebbüs olarak satılması durumunda pazar değerinin ne olduğunu açıklamaktadır. Bu değer, işletmenin çalışır durumda devredilmesi halinde bulunan şirket değerine karşılık gelir. Şirket değeri, elde tutulamayan örgüt unsurlarını da içerir ve faiz ve vergi öncesi kârın belirli bir iskontoyla bugüne indirgenmesiyle hesaplanır. Bu hesaplama, faiz, amortisman ve vergi öncesi kar (FAVÖK) ile iskonto oranı arasındaki formülle gerçekleştirilir (Okka, 2021: 541).

$$\text{Şirket Değeri} = \text{FAVÖK} / \text{İskonto Oranı}$$

Şirketin toplam borçlarının şirket değerinden çıkarılması ve elde edilen öz kaynak değerinin mevcut hisse senetleri adedine bölünmesiyle bu değer hesaplanır. Bu değer, şirketin kazanma gücünü artırmak ve gelecekte yapacağı yatırımların değerlerini yükseltmek için kullanılır. Bu ekstra kazanç gücü, şirket varlıklarının üzerinde yüksek bir oranda kazanma yeteneğini ifade ederken, gelecekteki yatırımların değerini artırmak, yatırımcıların şirketin gelecekte karlı olacağını öngörmeleri nedeniyle bugün daha fazla yatırım yapmaları anlamına gelmektedir. İşleyen teşebbüs değeri, yatırımcılar, analistler veya şirket değerlemesiyle ilgilenen diğer profesyoneller tarafından kullanılır. Bu değer, bir şirketin gerçek değerini anlamak, yatırım yapmak veya satın alma işlemleri için önemli bir kriterdir. İşleyen teşebbüs değeri, şirketin finansal performansını, operasyonel etkinliğini ve gelecekteki büyüme potansiyelini değerlendirmede bir rehberlik sağlar. Ancak, işleyen teşebbüs değeri, tahminlere, varsayımlara ve gelecek projeksiyonlarına dayalı olarak hesaplanır. Bu nedenle, gerçek piyasa değeriyle tam olarak örtüşmeyebilir ve gelecekteki belirsizlikler nedeniyle değişebilir. İşleyen teşebbüs değeri, şirketin faaliyetlerinin ve operasyonlarının sürdürülmesini varsaydığından, iflas, işletme sonlandırma veya stratejik değişiklikler gibi durumlar altında farklı değerlendirme yaklaşımları kullanılabilir.

1.1.9. Net Aktif Değeri

Bir şirketin varlıklarının nakde çevrilmesi ve borçların ödenmesi sonucunda elde edilen değeri, net aktif değeri olarak adlandırılır. Net aktif değerinin belirlenmesinde, önemli olan nokta mevcut piyasa koşullarına göre değerlendirmedir. Şirketin net aktif değeri belirlenirken, şerefiye değeri de önemsenmektedir (Karapınar ve Zaif, 2012). Varlıkların mevcut piyasa koşullarında satıldıklarında elde edilecek nakit miktarını ifade eder. Bu varlıkların tutulmadan, normal koşullar altında satıldıklarında elde edilecek gelirden, gerçekleştirilen harcamaların düşülmesiyle elde edilen net miktar net aktif değerine dönüşmektedir. Başka bir deyişle, varlıkların tarihi maliyetlerinin güncel değerlere dönüştürülmesiyle elde edilen değere denir. Güncel değere dönüştürülen varlıklar, şirketin maddi değerini, borçların çıkarılmasıyla elde edilen değer ise öz varlık değerini belirtir. Bu yöntemi benimseyenler, "şirketi satın alanlar gelecekteki kazançları satın almıyorlar; geçmiş yıllardaki kazançların gelecekte gerçekleşeceğinin garantisini kimse veremez" düşüncesine inanmaktadırlar. Net aktif değer yöntemiyle İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi arasındaki fark, şirketin faaliyet değeridir. Şirketin faaliyetlerini hesaba katmadığından net aktif değer yöntemi, karlı işletmeler için düşük değer tespitine yol açabilir (Yobaş, 2006: 50).

Net aktif değeri hesaplamak için, öncelikle şirketin veya fonun tüm varlıkları değerlendirilir. Bu varlıklar arasında nakit, mülkler, stoklar, hisse senetleri ve tahviller bulunabilir. Varlıkların değeri, piyasa fiyatları, değerlendirme modelleri veya diğer yöntemler kullanılarak belirlenir. Daha sonra, şirketin veya fonun borçları düşülür. Borçlar, kredi borçları, vergi borçları, ticari borçlar ve diğer finansal yükümlülükleri içerebilir. Borçlar çıkarıldığında, geriye kalan değer net aktif değerini oluşturur. Net aktif değeri, yatırımcılar için önemli bir gösterge olarak kabul edilir. Yatırımcılar, bir şirketin veya fonun net aktif değerini kullanarak, yatırım yapmaya değer olup olmadığını değerlendirebilirler. Eğer bir şirketin hisse senedinin piyasa fiyatı, net aktif değerinden daha düşükse, yatırımcılar için bir alım fırsatı olabilir. Aynı şekilde, yatırımcılar yatırım fonlarına yatırım yaparken, fonun net aktif değerini takip edebilirler. Yatırımcılar, fonun net aktif değerinin hisse senedi fiyatından daha yüksek olduğu durumlarda, fonun değer kazanabileceği ve yatırım yapmaya değer olabileceği sonucuna varabilirler. Net aktif değeri aynı zamanda bir şirketin finansal sağlığını değerlendirmek için kullanılan bir ölçüttür. Şirketler, net aktif değerlerini izleyerek, varlık ve borç dengelerini kontrol edebilir ve faaliyetlerini sürdürülebilir bir şekilde yönetebilirler.

1.1.10. Emsal Değeri

Emsal değeri, gayrimenkul sektöründe sıklıkla kullanılan bir kavramdır. Bir mülkün piyasa değerini belirlemek için kullanılan bir referans noktası veya benzetme değeridir. Bu değer, benzer özelliklere sahip diğer mülklerin satış fiyatlarına dayanarak hesaplanır. Emsal değeri belirlemek için, bir mülkün konumu, büyüklüğü, özellikleri ve diğer faktörler göz önünde bulundurulur. Benzer niteliklere sahip olan diğer mülklerin satış fiyatları incelenir ve bu veriler kullanılarak emsal değeri hesaplanır.

Bir varlığın veya işletmenin gerçek değerinin belirlenemediği veya doğru bir şekilde tespit edilemediği durumlarda, benzer işletme veya varlıklar referans alınarak değerlendirme yapılır. Bu değere emsal değer denir. Emsal olarak seçilen işletme, aynı sektörde ve benzer özelliklere sahip olmalıdır. Bahsedilen tüm bu değerler normal piyasa koşullarında aynı olması beklenen değerlerdir. Farklılık yaratan faktör ise mevcut piyasa koşullarıdır. Bir varlığın değerinin belirlenmesi için, benzer niteliklere sahip bir varlığın alım satım işlemleri referans alınarak değer tespiti yapmak mümkündür. Bu yöntemde, bulunan değer emsal değeri olarak adlandırılır. Bu yöntem genellikle gayrimenkul ticaretinde sıkça kullanılır. Bir yapı veya arazinin değeri, etrafında bulunan aynı niteliklere sahip yapı ve arsaların güncel satış fiyatlarının incelenerek hesaplanır (Cebe, 2017: 12).

Emsal değeri belirlemek için gayrimenkul değerlendirme uzmanları, emsal satış verilerini analiz eder ve uygun bir değerlendirme yöntemi kullanarak emsal değerini hesaplar. Emsal değeri, bir mülkün satış fiyatını belirlemek için önemli bir araçtır. Satıcılar, emsal değerini kullanarak mülklerinin uygun bir fiyatını belirleyebilir ve piyasa rekabetinde avantaj elde edebilir. Alıcılar ise emsal değerini kullanarak mülkün gerçek değerini değerlendirebilir ve adil bir fiyat üzerinden pazarlık yapabilir. Emsal değeri aynı zamanda kredi veren kurumlar için de önemlidir. Bir mülkün emsal değeri, kredi verenlerin kredi başvurularını değerlendirirken bir güvence unsuru olarak kullanılır. Kredi verenler, mülkün emsal değerine bakarak, mülkün değerinin kredi miktarını destekleyip desteklemeyeceğini değerlendirebilir.

1.1.11. Ekspertiz Değeri

Ekspertiz değeri, uzmanlar tarafından belirli bir bilgi ve deneyime dayanarak şirket varlıklarının gerçek değerlerinin tespit edilmesi sonucunda elde edilen değeri ifade eder. Bu

değer, uzmanların yaptığı detaylı inceleme ve değerlendirme süreci sonucunda ortaya çıkar ve varlıkların rayiç değerlerini yansıtır (Yalvaç, 1996: 52).

Ekspertiz değeri, bir varlığın veya mülkün objektif bir şekilde değerinin belirlenmesi için uzmanların yaptığı ayrıntılı inceleme, analiz ve değerlendirme sonucunda elde edilen değeri ifade eder. Bu değer, konusunda uzmanlaşmış kişilerin bilgi, deneyim ve mesleki standartlara dayanarak varlığın gerçek piyasa değerini belirlemek için kullandığı yöntem ve verilere dayanır. Bu değer, finansal analizler, piyasa araştırmaları, karşılaştırmalar ve diğer faktörler dikkate alınarak hesaplanır ve genellikle objektif bir değerlendirme sağlamayı amaçlar. Bu değer, bir varlığın alım-satım, sigorta, kredi değerlendirmesi veya yasal amaçlar gibi çeşitli alanlarda kullanılabilir.

1.1.12. Şerefiye Değeri

Şirketin bütünsel olarak değerlendirildiğinde, tüm varlıklarının toplamından daha fazla değere sahip olan kısmına şerefiye değeri denir. Şerefiye, maddi olmayan duran varlıkların özel bir türüdür ve şirket devir işlemlerinde belirlenir (Sipahi vd., 2010: 16). Bu değer, şirket tarafından ödenen ücret ve piyasa değerinin defterdeki değerlerinden çıkarılarak hesaplanır. Şirket birleşmelerinde veya devirlerinde ortaya çıkan şerefiye değeri, gelecekte ekonomik fayda sağlaması muhtemel varlık kalemlerinden kaynaklanan ödemelerdir. Şerefiye, nakit akışı oluşturulmayan bir varlık kalemidir ve genellikle birden fazla nakit akışı oluşturan birimlerde nakit akışlarına yardımcı olur (Syzykova, 2016: 26).

Şerefiye değeri, özellikle tahvillerde bulunan bir özelliktir. Bir tahvilin şerefiye değeri, tahvilin ihraç tarihinden vadesine kadar olan süre boyunca yatırımcıya sağlayacağı toplam getiriyi ifade etmektedir. Tahviller, genellikle sabit getirili menkul kıymetler olarak kabul edilir ve ihraç eden şirket veya kurum tarafından belirlenen bir faiz oranına göre belirli dönemlerde faiz ödemesi yaparlar. Şerefiye değeri, bu faiz ödemelerinin toplamını temsil etmektedir. Şerefiye değeri, yatırımcılar ve şirketler için önemli bir kavramdır. Yatırımcılar, tahvilleri satın alırken şerefiye değerini göz önünde bulundurarak yatırım kararlarını verirler. Daha yüksek şerefiye değeri, tahvilin toplam getirisinin daha yüksek olduğunu gösterir ve yatırımcılar için cazip hale getirir. Öte yandan, şirketlerin de şerefiye değeri konusunda dikkatli olmaları önemlidir. Şirketler, yüksek şerefiye değerine sahip tahvilleri çıkartarak finansman sağlayabilirler, ancak bu durum uzun vadeli mali yükümlülükler doğurabilir.

Dolayısıyla, şerefiye değeri şirketlerin finansal planlaması ve borç yönetimi açısından kritik bir faktördür.

Şerefiye değeri, şirketlerin net varlık değerlerinin, şirketin tüm değerinden daha yüksek olduğu durumlarda meydana gelir. Bu özel tür varlık değeri, maddi olmayan duran varlık kalemleri arasındadır. Birleşme durumunda şirket için hesaplanan değer ile varlık kalemlerine ait olan sorumlulukların çıkarılması sonucunda bulunan fark, gerçek piyasada olan değer ile ilgilidir ve şerefiye değeri olarak adlandırılır (Gündoğdu, 2017: 482).

1.2. Değerin Rolü

Değerin rolü, yatırımcılar uzun vadeli vizyona ve sağlam bir risk toleransına sahip olduklarında, düşüş yaşayan şirketler için iki strateji izleyebilirler. İlk strateji, düşüşün kaçınılmaz olduğunu ve yönetimin de bu gerçeği kabul ettiğini düşünen yatırımcıların, düşüş yaşayan şirketlere yatırım yapmasıdır. Bu durumda, hisse senedi yatırımdan büyük bir değer artışı beklememek gerekir, ancak büyük miktarda nakit akışı elde edilir. Çünkü varlıklar satılacak ve elde edilen nakit, temettü ödemeleri ve hisse geri alımları için kullanılacaktır. Aslında, hisseleriniz yüksek getiri sağlayan bir tahvil gibi davranır. İkinci strateji ise bir kurtarma oyunudur. Bu durumda, düşüş yaşayan veya zorluklarla karşılaşan şirketlere yatırım yapılır ve bu şirketlerin tekrar sağlıklı hale gelmesi ve bu süreçte önemli bir değer artışı yaşaması umulur. Bu stratejiyi başarıyla uygulayabilmek için şunların göz önüne alınması gerekmektedir (Damodaran, 2022: 201-202):

- Faaliyet potansiyeli: Bir şirket, faaliyetlerini yerine getirmek için güçlü varlıklara sahip olsa da aşırı borçlanma nedeniyle zorluklarla karşılaşabilir. Bu durumda, değerli varlıklara sahip olmasına rağmen aşırı kaldıraç kullanan şirketleri, başka bir ifadeyle sağlıklı şirketler araştırılmalıdır.
- Borcun yeniden yapılandırması: Aşırı kaldıraç altında olan şirketlerin toparlanabilmesi için borç yükünün azaltılması gereklidir. Bu durum, faaliyet performansının düzelmesiyle birlikte gerçekleştirilebileceği gibi borç koşullarının yeniden müzakere edilmesiyle de sağlanabilir. Borç yeniden yapılandırmasının etkin bir şekilde izlendiği ve bu hedefe ulaşma olasılığı yüksek olan şirketler araştırılmalıdır.
- Yeni sermayeye erişim: Eğer sıkıntılı durumda olan bir şirket, yeni sermaye kaynaklarına erişebilirse, hayatta kalma şansı daha yüksek olur. Başarı oranınızı artırmak için, hisse

senedi veya banka finansmanı gibi daha fazla finansman imkânına sahip olan şirketlere odaklanılmalıdır.

Ekonomik kararlardaki rolüne göre değer, ekonomik kararlar için önemli bir kılavuzdur. Şirketler, üretim ve fiyatlandırma stratejilerini belirlerken değeri dikkate alırlar. Bir ürünün veya hizmetin değeri, müşterilerin ne kadar ödemeye istekli olduğunu belirleyebilir. Ayrıca, şirketler, kaynaklarını verimli bir şekilde kullanarak değer yaratmaya odaklanır. Yatırımcılar da değeri göz önünde bulundurarak yatırım kararları verirler. Bir varlığın değeri, yatırımcıların kar elde etme potansiyelini değerlendirmelerinde ve riskleri analiz etmelerinde önemli bir faktördür.

1.3. Şirket Değeri

Bankalar ve benzeri finansman kurumları tarafından yapılan finansal işlemler, bir şirketin yöneticileri, sahipleri ve hisse senedi yatırımcıları tarafından şirket değerlemesi amacıyla gerçekleştirilir. Bu işlemler, şirketin likidite, kârlılık ve diğer faktörlerinin yanı sıra, şirket değerlerinin farklı amaçlarla değerlendirilmesini de içerir. Bu nedenle, şirketin değeri ile finansal işleyiş yapısı, farklı kesimler tarafından yapılacak değerlendirmelerde önemli bir faktördür. Analiz işlemleri de bu çerçevede önemli bir ölçüt olarak kullanılır (Yener ve Karakuş, 2012: 78).

Bir şirketin değeri, varlıkları, organizasyon yapısı, teknolojisi ve insan kaynakları gibi faktörlerin yanı sıra gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi yoluyla belirlenir. Şirket varlıkları, nakit akışı sağladıkları sürece değerlidir, bu nedenle şirket değeri, tahmini nakit akımlarının değerlendirilmesi yoluyla belirlenir. Zamanın değeri nedeniyle, nakit akımları bugünkü değerlerine indirgenir ve net bugünkü değeri hesaplanarak değerlendirme yapılır (Chambers, 2009: 13).

Şirket değerinin geniş bir yelpazede ilgi görmesi, şirketlerin kar maksimizasyonuna odaklanmalarının ve sorunlu alanları göstermeyen performans ölçütlerinin bir göstergesidir. Ayrıca, şirketlerin aldığı kararlar, finansal sonuçlarla ilgili farklı konuların rasyonel bir şekilde yansıtılmasını etkileyebilir. Bununla birlikte, belirli bir sürecin sonucunda kontrol edilemeyen faktörler, şirket değerlerinde kontrol edilemeyen etkiler yaratabilir. Finansal oranların belirlenmesi, mali tabloların değerlendirilmesine katkı sağlar ve dönemsel analizlerin yapılmasında yardımcı olur. Mali tablo incelemelerinde sorunlu durumların tespit

edilmesi, düzeltici önlemlerin alınmasını etkiler ve şirket değerlemesi için önemli bir rol oynar. Şirket değerinin belirlenmesi, özellikle finansal oranlarla ilişkili olan bir yapıyı gerektirir, özellikle sürekli ilişkisel bir düzleme dayanır. Bu nedenle, mali tabloların ve şirket değerinin belirlenmesinde çeşitli faktörlerin önemli hale geldiği söylenebilir (Ayrıçay ve Türk, 2014: 54).

Tablo 1.1. Hisse Senedine İlişkin Değer Karşılaştırmaları

Değer Karşılaştırılması	Değerleme Sonucu	Piyasada İzlenecek Tutum (Hisse Senedi Elde Bulunuyorsa/Bulunmuyorsa)
Cari Piyasa Değeri > Gerçek Değer	Yüksek Değerlenmiş	Sat / Açığa Satış
Cari Piyasa Değeri = Gerçek Değer	Doğru Değerlenmiş	Pozisyonu Korumak / İşlem Yapma
Cari Piyasa Değeri < Gerçek Değer	Düşük Değerlenmiş	Tut / Satın Al

“Kaynak: Sipahi vd. (2016: 19).”

Şirket değerinin belirlenmesi, çeşitli faktörlere dayanır ve karmaşık bir süreçtir. Bunlar arasında şirketin finansal tabloları, gelir ve nakit akışı, varlık ve borç durumu, büyüme potansiyeli, sektör ve pazar koşulları, yönetim kalitesi ve rekabet durumu gibi faktörler yer alır. Şirket değeri, hem şirket içi kararlar hem de dışsal etkenler açısından önemlidir. Şirket yönetimi, şirket değerini artırmak için stratejiler geliştirir ve finansal performansı üzerinde etkili olan faktörleri analiz eder. Yatırımcılar ve finansal analistler, şirket değerini değerlendirerek yatırım kararları verir ve hisse senedi fiyatını analiz ederler. Şirket değeri aynı zamanda birleşme ve satın alma işlemlerinde de önemli bir faktördür, çünkü satın alma teklifleri ve değerlemeler genellikle şirket değeri üzerinden yapılır.

1.4. Şirket Değerinin Önemi ve Şirket Değerini Etkileyen Etmenler

Bir şirketin değeri, gelecekte sağlayacağı gelir akışı ve bu gelir akışının risk seviyesine bağlıdır. Finansman kararları, hem gelecekteki gelir akışını hem de risk seviyesini etkiler. Bugün finansmanın odak noktası, şirketin piyasa değerini etkileyen kararlar ve faaliyetlerdir. Bu kararlar ve faaliyetler, endüstri kolu, şirket büyüklüğü, makine ve araçların nitelikleri, sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi, yatırım projeleri, kullanılan teknoloji ve kuruluş yeri seçimi gibi konuları içermektedir. Şirket değerinin belirlenmesi, işletme finansmanı, birleşme, satın alma, portföy yönetimi gibi konularında önemlidir. Ayrıca, işletmeye yatırım yapanlar, tahvil sahipleri, alıcılar, satıcılar, şirket yöneticileri,

sendikalar, rakipler ve ilgili kamu kurumları için de önemli bir konudur (Küçükcaraba, 2012: 15). Şirket değeri, şirketin finansal sağlığını ve performansını yansıtan önemli bir göstergedir. Şirket değeri, şirketin tüm varlık ve faaliyetlerinin toplam değerini ifade eder. Bir şirketin değeri, yatırımcıların ve paydaşların şirkete olan güvenini yansıtır. Yüksek bir şirket değeri, şirketin başarılı bir şekilde faaliyet gösterdiğini, büyüme potansiyeli olduğunu ve karlılık sağladığını gösterebilir. Bu, şirketin itibarını artırır, finansman imkânlarını geliştirir ve rekabet avantajı sağlar. Şirket değeri, yatırımcılar ve finansal analistler için önemli bir karar verme aracıdır. Yatırımcılar, şirketin değerini analiz ederek hisse senedi fiyatının uygun olup olmadığını değerlendirirler. Şirket değeri, yatırımcılara, şirketin gelecekteki performansını ve büyüme potansiyelini anlama konusunda ipuçları sunar. Ayrıca, şirket değeri, bir şirketin maliyetini ve getirisini değerlendirirken kullanılan çeşitli finansal metriklerin temelini oluşturur. Şirket değeri, birleşme ve satın alma işlemlerinde kritik bir faktördür. Birleşme veya satın alma süreçlerinde, şirket değeri, hedef şirketin değerlemesinde ve tekliflerin oluşturulmasında kullanılır. Alıcı şirket, hedef şirketin değerini belirleyerek, uygun bir satın alma teklifi sunabilir. Aynı şekilde, hedef şirketin yönetimi ve hissedarları, şirket değerini bilmek ve maksimize etmek için stratejiler geliştirebilirler.

Bir şirketin değerini etkileyen pek çok etmen vardır. Bu etmenler mali ve mali olmayan etmenler sınıflandırılabilir. Şirket bileşenleri finansal tablolar üzerinde doğrudan etki edebilirken, finansal olmayan faktörler ise finansal tabloların yanı sıra şirketin faaliyetlerini de etkileyebilir (Ekici, 2019: 21). Bu unsurların etkisi zamana ve mekâna göre değişir. Bu faktörler aşağıda gibi sıralanmaktadır (Öztürk, 2009: 28):

- Ekonomik durumun geneli
- İlgili endüstriye giriş koşulları
- Malların ve hizmetlerin fiyatlarının belirlenmesi ve pazarlanabilirlik
- Endüstrinin büyüklüğü ve büyüme hızı
- Kullanılmakta olan ekipman ve makinelerin kalitesi
- Şirketin geçmiş temettü politikası ve temettü dağıtma kapasitesi
- Kuruluşun yeri, geçmişi, büyüklüğü, teknolojisi ve itibarı
- Ar-Ge faaliyetleri
- Sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme düzeyi
- Şirketin geçmiş ve potansiyel kazanç gücü
- Şirketin gerçekleştireceği yatırım projeleri ve projelerin ekonomik ömrü

- Şirketin gelecekteki yatırım ihtiyacı
- Maliyet yapısı

Değerlemeyi yapacak ilgili ve görevli kişilerin yeterli teorik ve pratik bilgiye sahip olmaları gerekmektedir. Şirket değeri, şirketin paydaşları için önemli bir ölçüttür. Paydaşlar, şirketin değeri üzerinden varlıklarını ve yatırımlarını değerlendirirler. Bu, hissedarlar için hisse senedi fiyatının belirlenmesinde, çalışanlar için şirketin performansına bağlı olarak maaşlarının ve ödülleri belirlenmesinde, tedarikçiler için iş ilişkilerinde ve müşteriler için şirketin güvenilirliğini değerlendirmede önemlidir. Şirket değeri, şirketin uzun vadeli sürdürülebilirlik ve büyüme potansiyelini yansıtarak, tüm paydaşlar için güvenilir bir ölçüt sunar.

1.5. Değerleme Kavramı

Değerleme, bir işletmenin kaynaklarının ve faaliyet sonuçlarının iktisadi ve mali açıdan doğru bir şekilde belirlenmesi ve hesaplanması sürecidir. Bu süreç, işletmenin varlıklarının para cinsinden değerinin belirlenmesini, binaların, arsaların, makinelerin, stokların vb. gibi varlıkların toplam değerinin tahmin edilmesini kapsar (Seyidoğlu, 2002: 109). Değerleme, bir varlığın veya bir şirketin değerini belirlemek için kullanılan analitik bir süreçtir. Değerleme, finansal analistler, yatırımcılar, şirket yöneticileri, danışmanlar ve düzenleyici kurumlar tarafından çeşitli amaçlarla kullanılır. Değerleme süreci, varlığın veya şirketin finansal performansını, gelecekteki potansiyelini ve risklerini anlamayı amaçlar. Bu süreç, çeşitli yöntemler ve modeller kullanılarak gerçekleştirilir.

Değerleme, piyasa verimliliğinin ölçülmesinde, sermaye bütçesi yapılmasında ve finansal kararların alınmasında önemli bir rol oynar. Finansal kararlar, yatırım, finansman ve temettü kararları gibi birçok alanda değerlendirilmesine dayanır ve bu da şirketlerin değerlerinin nasıl artırılacağı konusunda yardımcı olur. Değerleme, portföy yönetimi sırasında, varlıkların gerçek değerlerinden daha düşük fiyatlandığı durumları belirleyerek kâr elde etmek için kullanılır. Ayrıca, piyasaların verimliliği ve fiyatların gerçek değerlerine ne kadar yakın olduğu gibi faktörleri analiz etmek için de kullanılır. Değerleme işlemi, bir şirketin değerini belirleyen faktörleri ve bu değer nasıl tahmin edileceğini anlamak için önemlidir (Damodaran, 2005: 6). Değerlemenin temel amacı, bir varlığın veya şirketin adil piyasa değerini veya içsel değerini belirlemektir. Değerleme sürecinde, finansal veriler, işletme modeli, pazar koşulları, rekabet ortamı, endüstri trendleri ve risk faktörleri gibi bir

dizi faktör dikkate alınır. Değerleme, genellikle finansal tablolardaki bilgileri analiz etmeyi içerir, gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmeyi, faiz oranlarını, büyüme oranlarını ve risk primlerini dikkate almayı gerektirir. Değerleme, finansal analiz, yatırım kararları, stratejik planlama ve diğer iş kararları için önemli bir araçtır. Farklı yöntemler ve modeller kullanılarak gerçekleştirilen değerleme, varlık veya şirketin adil değerini veya içsel değerini belirlemeyi amaçlar.

Genellikle, değerleme sürecinde şu adımlar izlenir. İlk olarak, değerleme amacının ve potansiyel sonuçlarının belirlenmesi önemlidir. Daha sonra, bilgi/veri toplama ve bu bilgilerin analizi yapılır. Son aşamada, şirketin doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için uygun bir değerleme modeli veya modelleri belirlenir ve karar verilir. Belirlenen model veya modeller kullanılarak yapılan çalışmalar sonucunda, şirketin değeri belirlenir (Çetiner vd., 2018: 347). Değerlemenin birçok kullanım alanı vardır. Yatırımcılar, değerleme sürecini kullanarak hisse senedi, tahvil veya diğer yatırım araçlarının uygun fiyatlarını belirleyebilirler. Şirket yöneticileri, değerleme sürecini stratejik planlama, maliyet analizi, birleşme ve satın alma işlemleri, hisse geri alım programları ve şirket değerini artırmaya yönelik diğer kararlar için kullanabilirler. Değerleme aynı zamanda finansal raporlama, hesaplama ve düzenleyici gereksinimleri karşılamak için de kullanılmaktadır.

1.6. Değerleme Kimler İçin Yapılır

Değerleme, çeşitli paydaşlar ve ilgili taraflar için yapılır. Bu paydaşlar ve taraflar; yatırımcılar, şirket yöneticileri ve sahipleri, finansal analistler ve yatırımcılar, düzenleyici kurumlar ve hükümet olarak sayılabilir.

- **Yatırımcılar:** Değerleme, yatırımcılar için önemli bir araçtır. Yatırımcılar, bir şirketin veya varlığın değerini belirlemek suretiyle yatırım kararlarını verirler. Değerleme süreci, yatırım yapacakları varlığın veya şirketin adil değerini belirlemelerine yardımcı olur. Yatırımcılar, değerleme sonuçlarına dayanarak, yatırım yapma, hisse senedi satın alma, tahvil alımı veya diğer finansal enstrümanlara yönelik kararlarını şekillendirirler.
- **Şirket Yöneticileri ve Sahipleri:** Şirket yöneticileri ve sahipleri, değerlemeyi stratejik kararlar, işletme değerlendirmeleri ve performans ölçümü için kullanır. Değerleme, şirket yöneticilerine bir şirketin mali durumunu, büyüme potansiyelini ve değerini anlama konusunda bir kılavuz sağlar. Ayrıca, hisse senedi opsiyon planları, şirket

birleşmeleri veya satın almaları gibi finansal işlemleri yönetirken de değerlemeye ihtiyaç duyarlar.

- **Finansal Analistler ve Danışmanlar:** Finansal analistler, danışmanlar ve değerlendirme uzmanları, değerlendirme sürecini kullanarak şirketlerin veya varlıkların değerlerini belirlerler. Bu profesyoneller, finansal tabloları analiz ederek, gelecekteki nakit akışlarını tahmin ederek, piyasa trendlerini ve sektör verilerini değerlendirerek, farklı değerlendirme yöntemlerini kullanırlar. Sonuç olarak, yatırımcılara veya şirket yöneticilerine doğru ve objektif değerlendirme sonuçları sunarlar.
- **Düzenleyici Kurumlar ve Hükümet:** Değerleme, düzenleyici kurumlar ve hükümetler tarafından finansal raporlama standartlarını ve düzenlemelerini uygulamak için kullanılır. Değerleme, finansal raporlama gereksinimlerine uygunluğu belirlemek ve şirketlerin finansal durumlarını izlemek için önemlidir. Ayrıca, bir şirketin değeri, mülkiyet vergisi, kurumlar vergisi veya diğer vergi tabanlarına dayanarak vergilendirme amaçları için de önemlidir.

1.7. Değerlemenin Amaçları ve Değerlemeyi Meydana Getiren Nedenler

Değerleme çalışmaları belirli hedeflere ve amaçlara göre gerçekleştirilir. Bu çalışmaları başlatan olaylar genel hatlarıyla aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Hitcher, 2003: 2).

- Yeni mali düzenlemeler, faaliyetlerini sürdüren şirketlerin zaman zaman mali durumlarında bozulmalar yaşayabilecekleri bir ekonomik ortamda önemlidir. Şirketler, mali yapılarını düzeltmek için kendi varlıklarını satabilirler ve bu varlıkların değerini belirlemek için değerlendirme çalışması yapmak gerekebilir.
- Bir şirketin iflas etmesi durumunda, varlıkların değerini belirlemek için tamamı tasfiye edilir. Benzer şekilde, bir varlık veya şirket üzerinde ipotek kurulması gerektiğinde, değerlendirme çalışması yapılması gerekmektedir.
- Şirketten ayrılmak isteyen bir ortak veya yeni bir ortak için hisse değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca, şirketin hisselerinin halka arzı durumunda da hisse başına düşen fiyatın belirlenmesi için değerlendirme çalışmaları yapılması gerekmektedir.
- Şirket ortakları, şirketin itibar değerini ve kârını artırmak için bilgi ve deneyimlerini kullanırlar. Ancak, ortakların bilgi, beceri ve katkılarındaki değişimler, kâr dağıtım oranlarının değiştirilmesi gerektiği anlamına gelebilir. Bu nedenle, şirketin toplam değeri ve itibar bedeli belirlenerek yeni bir kâr dağıtım oranı tespit edilmelidir. Bu

duruma örnek olarak, bir ortağın sağlık sorunları nedeniyle tam zamanlı olarak çalışamaması ve şirkete yeterli katkı sağlayamaması gösterilebilir.

- Boşanmalarda ve miras davalarında, eşlerin veya varislerin kendi aralarında adaletli bir şekilde paylaşım yapmak için şirket veya varlıkların değerinin belirlenmesi gerekmektedir (Kissin ve Zulli, 1988: 38).
- Özelleştirme durumunda, devletin ekonomiden çıkarak piyasa mekanizmasını çalıştırmayı ve verimliliği artırmayı hedeflemesi sebebiyle kamu mallarının özel sektöre devredilmesi gerekebilir. Bu devir işleminde hangi bedelin esas alınacağı, bir değerlendirme çalışması sonucu belirlenecektir (Kissin ve Zulli, 1988: 38).

Değerlemeyi meydana getiren bir dizi neden vardır. İşte değerlemeyi gerektiren önemli faktörler:

- Yatırım Kararları
- Şirket Değerlendirmesi
- Finansal Raporlama
- Birleşme ve Satın Alma İşlemleri
- Vergilendirme ve Hukuki İşlemler

Değerleme, yatırımcılar için yatırım kararları verirken kullanılır. Yatırımcılar, bir şirketin veya varlığın değerini belirlemek için değerlemeye başvurur. Bu, yatırım yapılacak varlığın uygun fiyatını belirlemek ve risk getiri oranını değerlendirmek için önemlidir. Şirket yöneticileri, şirketin değerini anlamak ve performansını değerlendirmek için değerlemeye ihtiyaç duyar. Değerleme, şirketin finansal durumunu, büyüme potansiyelini ve değerini belirlemelerine yardımcı olur. Bu, stratejik kararlar, birleşme ve satın alma işlemleri, hisse geri alım programları gibi alanlarda önemli bir rol oynar. Değerleme, finansal raporlama gereksinimlerini karşılamak için önemlidir. Şirketler, finansal tablolarında varlıklarını, borçlarını ve öz kaynaklarını adil değerlerine göre değerlemek zorunda kalabilirler. Bu, finansal raporlamanın doğruluğunu ve şeffaflığını sağlamak amacıyla gerçekleştirilir. Birleşme ve satın alma işlemlerinde değerlendirme önemli bir faktördür. Alıcı şirket, hedef şirketin değerini belirleyerek uygun bir satın alma teklifi sunabilir. Hedef şirket, değerlemeye dayalı olarak pazarlık yapabilir ve hisse senedi takası veya nakit ödeme gibi unsurları belirleyebilir. Değerleme, vergilendirme amaçları için de önemlidir. Mülkiyet vergisi, kurumlar vergisi veya diğer vergi tabanlarına dayalı olarak varlıkların veya şirketlerin değeri belirlenebilir. Ayrıca, hukuki işlemler, mahkeme davaları veya tazminat hesaplamaları gibi

durumlarda da değerleme yapılabilir. Bu nedenler, değerlemeyi meydana getiren önemli faktörleri kapsar. Değerleme, yatırım kararları, şirket değerlendirmesi, finansal raporlama, birleşme ve satın alma işlemleri, vergilendirme ve hukuki işlemler gibi çeşitli alanlarda kullanılır. Her bir durumda, varlıkların veya şirketlerin değerini doğru bir şekilde belirlemek ve adil değerlere dayalı kararlar almak önemlidir.

1.8. Muhasebe Açısından Değerleme

Muhasebe açısından değerleme, finansal tablolarda doğru ve adil bir değerlendirme sağlamak için önemlidir. Varlık değerlemesi, amortisman, değer düşüklüğü, işletme değerlemesi ve hisse senedi değerlemesi gibi konular muhasebenin değerleme sürecine dahil olan unsurlardır. Muhasebe, değerlemeyi finansal raporlama standartlarına uygun olarak gerçekleştirir ve şirketin varlık ve işletme değerlerinin doğru bir şekilde yansıtılmasını sağlamaktadır. Muhasebede varlıkların değeri zaman içinde değişebilir. Maddi varlıklar genellikle amortisman tabi tutulurken, gayri maddi varlıkların değeri düşebilir. Muhasebe, bu durumları hesaba katarak varlık değerlerini günceller. Varlık değerleri, amortisman giderleri ve değer düşüklüğü giderleri gibi kalemlerle ilişkilendirilir ve finansal tablolarda uygun şekilde raporlanır. Muhasebe, bir şirketin hisse senetlerinin değerini belirlemek için kullanılır. Muhasebe kayıtları ve finansal tablolar, hisse senedi değerlemesine temel teşkil eder. Hisse senetleri, şirketin net varlık değerine veya gelirin dayalı olarak değerlenir. Bu değerlemeler, yatırımcılar ve şirket yöneticileri tarafından hisse senedi fiyatlarını belirlemek ve hisse senedi bazında maliyetlerini ve performanslarını değerlendirmek için kullanılmaktadır.

Maliye Bakanlığı düzenlemelerinin, ülkemizde muhasebe uygulamalarının oluşumunda etkili olduğu gözlemlenmektedir. Maliye Bakanlığı, muhasebesel uygulamaların vergisel gayelere uyacak bir şekilde muhasebesel ilkelerle dengeli bir biçimde tutulmasını desteklemektedir. Muhasebe kuramında temel mali tabloların değerlemesinde kullanıma uygun farklı yöntemler vardır. Bunlar (Karyağdı, 2008: 47);

- Tarihi maliyet,
- Yenileme maliyeti,
- Net gerçekleşebilir değer,
- Net bugünkü değer,
- Şirkete katkı değeri yöntemi,

- Uygun değer yöntemi.

1.8.1. Tarihi Maliyet Yöntemi

Tarihi maliyet yöntemi genel olarak, bir işletmenin elde ettiği ekonomik değerlerin, elde edildiği sırada yüklenmiş olan maliyetleri ifade eder. Bu yöntem, muhasebe kayıtlarının temelini oluşturan bir yaklaşımdır. Bu yöntem, şirketlerin varlıkları ve yükümlülükleri için tarihsel maliyeti kaydetmelerini gerektirir. Varlık veya yükümlülük, başlangıçta edinilme maliyetine kaydedilir ve zaman içinde değer değişiklikleri kaydedilmez. Örneğin, bir şirketin ofis binası, tarihsel maliyeti olan satın alma bedeli ile kaydedilir ve değer artışı olsa bile bu artış muhasebe kayıtlarına yansıtılmaz. Tarihi maliyet yöntemi, şirketlerin finansal tablolarında varlık ve yükümlülükleri doğru ve tutarlı bir şekilde kaydetmelerini sağlar. Varlıklar, başlangıçta edinilme maliyetine göre kaydedildiği için, muhasebe kayıtları şirketin gerçek yatırımını yansıtır (Karyağdı, 2008: 48). Bu yöntem, finansal tablolarda karşılaştırılabilirlik ve tutarlılık sağlar. Şirketler, tarihi maliyet yöntemini genellikle varlıkların satış değerinden bağımsız olarak değerlendirmek ve finansal tablolarını hazırlamak için kullanır. Tarihi maliyet yönteminin birçok avantajı vardır. İlk olarak, tarihi maliyet, objektif ve belirlenebilir bir ölçüttür. Başlangıçta edinilme maliyeti, genellikle belgelenebilir ve doğrulanabilir bir maliyettir. Bu, finansal kayıtların güvenilirliğini ve doğruluğunu artırır. İkinci olarak, tarihi maliyet yöntemi, muhasebe kayıtlarını basitleştirir ve karmaşık değerlendirme yöntemlerine kıyasla daha kolay uygulanabilir hale getirir. Ayrıca, tarihi maliyet, varlıkların veya yükümlülüklerin değerinin zaman içindeki değişimlerinden etkilenmeyerek finansal tabloların karşılaştırılabilirliğini sağlar. Bu yaklaşımda enflasyon veya benzer nitelikteki etkilerin göz önüne alınmaması, yöntemin özelliklerinden biridir. Bu nedenle, genellikle mali tabloların karşılaştırılması sırasında pek kullanılmayan bir yaklaşımdır.

1.8.2. Yenileme Maliyet Yöntemi

Günümüzde şirketler sürekli olarak değişmekte olan küresel rekabet ortamı ile yüzleşmektedirler. Bu değişen şartlar altında şirketler gelenekselleşmiş maliyet yöntemlerinin yanında modern yöntemlere de başvurumaktadırlar (Köroğlu, 2019: 30).

Yerine koyma maliyeti olarak bilinen bu yöntem ve ilgili işletmenin bugün kurulması halinde oluşacak maliyetleri temel alarak değer belirlenir. Yenileme maliyet yöntemi, bir

varlığın değerini belirlemek için kullanılan bir değerlendirme yaklaşımıdır. Bu yöntem, varlığın yeniden inşa veya yenileme maliyetini temel alır ve bu maliyeti varlığın mevcut değeri olarak kabul eder. Yenileme maliyeti, varlığın mevcut durumuna getirilmesi, tamir edilmesi veya benzer bir varlık inşa etmek için gereken maliyeti içerir. Bu yöntem, özellikle maddi varlıkların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılır. Yenileme maliyet yöntemi, bir varlığın mevcut değerini belirlemek için kullanılan bir değerlendirme yaklaşımıdır. Bu yöntemde, varlığın yeniden inşa veya yenileme maliyeti belirlenir ve bu maliyet varlık değeri olarak kabul edilir. Yenileme maliyeti, varlığın fiziksel özelliklerini, teknik gereksinimlerini ve benzer varlıkların maliyetini dikkate alarak hesaplanır. Bu yöntem, varlığın gelecekteki nakit akımlarını veya piyasa değerini değil, yeniden inşa veya yenileme maliyetini temel alır. Varlıkların ve borçların cari değerleri dikkate alınarak hesaplama yapılırken, borçların değerlemesi konusunda henüz bir ortak fikir oluşmamıştır (Akdoğan ve Aydın, 1987: 450).

Yenileme maliyet yönteminin bazı avantajları vardır. İlk olarak, bu yöntem, objektif ve belirlenebilir bir maliyet temeline dayanır. Varlığın yeniden inşa veya yenileme maliyeti genellikle belgelenebilir ve doğrulanabilir bir maliyettir. Bu, değerlemelerin güvenilirliğini ve doğruluğunu artırır. İkinci olarak, yenileme maliyet yöntemi, değerlemeleri basitleştirir ve daha kolay uygulanabilir hale getirir. Değerleme süreci, gelecekteki nakit akımlarını veya karmaşık değerlendirme yöntemlerini dikkate almak yerine yenileme maliyetine odaklanır. Yenileme maliyet yönteminin bazı sınırlamaları da vardır. Bu yöntem, varlıkların gerçek piyasa değerini yansıtmayabilir. Değerleme süreci, varlığın yeniden inşa veya yenileme maliyetine odaklandığı için, varlığın gelecekteki nakit akımlarını veya piyasa koşullarını dikkate almaz. Ayrıca, yenileme maliyeti, teknolojik gelişmeler, pazar değişiklikleri veya diğer faktörler nedeniyle değişebilir. Bu nedenle, yenileme maliyeti yöntemi tek başına kullanılmadan önce diğer değerlendirme yöntemleri ve faktörler dikkate alınmalıdır. Bu yöntemde, pazardaki güncel satın alma fiyatının ve resmî kurumlar tarafından yayınlanan fiyat endeksinin kullanımı, diğer endekslerden daha uygun bir standart oluşturmak için tercih edilmektedir (Karyağdı, 2008: 49).

Yenileme maliyeti, objektif ve belirlenebilir bir maliyet temeline dayanırken, varlığın gerçek piyasa değerini yansıtmayabilir. Bu nedenle, değerlendirme sürecinde diğer faktörler ve değerlendirme yöntemleri de dikkate alınmalıdır. Yenileme maliyeti yöntemi, özellikle maddi varlıkların değerlendirilmesinde kullanılan bir araçtır.

1.8.3. Net Gerçekleşebilir Değer Yöntemi

Bu yöntem, bir varlığın veya bir şirketin değerini belirlemede kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemde, varlığın tahmini satış fiyatı belirlenir ve satış maliyetleri (nakliye, depolama, reklam, vb.) bu fiyattan çıkarılır. Elde edilen net tutar, varlığın net gerçekleşebilir değeridir. Net gerçekleşebilir değer yöntemi, bir varlığın tahmini satış fiyatından satış maliyetlerinin çıkarılmasıyla elde edilen tutardır. Bu yöntem, aktifin piyasa koşullarında elde edilebilecek hasılatından satış maliyetlerinin çıkarılması sonucunda bulunan değere dayanır (Bal, 2008: 9).

Net gerçekleşebilir değer yöntemi, özellikle stokların, emtiaların ve diğer mal varlıklarının değerlemesinde kullanılır. Bu yöntem, net piyasa talebi ve arz koşullarının dikkate alındığı gerçekçi bir değerlendirme sağlar. Ayrıca, yöntem genellikle diğer yöntemlerin kullanımı zor veya imkânsız olduğu durumlarda (örneğin, özel emtialar veya benzersiz sanat eserleri) tercih edilir. Net gerçekleşebilir değer yöntemi, bir varlığın veya işletmenin değerini belirlemek için tek bir yöntem olarak kullanılmamalıdır. Yöntemin sonuçları, diğer yöntemlerin sonuçlarıyla karşılaştırılmalı ve bir arada değerlendirilmelidir.

1.8.4. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Bu değer, şirketin gelecekte sağlayacağı net nakit akışlarının birazını veya tamamının bugünkü değerlerinin hesaplanmasıyla belirlenen bir iskonto oranına göre hesaplanan ekonomik değerdir. İskonto oranı önceden belirlenir ve projeye ilgili piyasada mevcut faiz oranlarına göre değişebilir. Bu iskonto oranı aynı zamanda sermayenin maliyetini ifade eder (Aydın vd., 2009: 210). Bu yöntem, yatırımın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplamak için belirli bir iskonto oranı kullanır. İskonto oranı, yatırımcının projeye olan risk tercihin ve alternatif yatırım fırsatlarının getirilerine bağlı olarak belirlenir. Daha düşük bir iskonto oranı, yatırımcının daha düşük risk talep ettiği ve projenin daha fazla değer taşıdığı anlamına gelir. Net bugünkü değer hesaplarında, yatırımın başlangıç maliyetleri çıkarılarak gelecekteki nakit girişleri ve çıkışları dikkate alınır. Bu nakit akımları, belirli dönemlerde gerçekleşen gelirler, giderler, vergi ödemeleri ve diğer ilgili finansal unsurları içerebilir. Bu yöntem özellikle yatırım projelerinin değerlendirilmesinde sıkça kullanılır. Şirketler, net bugünkü değeri olumlu olan projeleri onaylayarak, şirketin değerinin de aynı miktarda yükseleceği varsayılır (Okka, 2009: 346).

1.8.5. Şirkete Katkı Değeri Yöntemi

Şirkete katkı değeri yöntemi, bir bölüm, proje veya faaliyetin gelirlerini, maliyetlerini ve diğer ilgili faktörleri dikkate alarak doğrudan veya dolaylı olarak şirketin toplam kârına olan net etkisini hesaplamaya odaklanır. Bu yöntem, şirketin kaynaklarını en etkin şekilde kullanmasını sağlar ve karlılığı artırmak için doğru kararların alınmasına yardımcı olmaktadır. Şirkete katkı değeri yöntemi, şirketin karar süreçlerinde kullanılan birçok analitik araç ve tekniklerden biridir. Böylece şirket, kaynak tahsisini optimize edebilir, performansı ölçebilir, bölümleri veya projeleri karşılaştırabilir ve stratejik kararlar alabilir. Ancak, yöntemin doğru ve güvenilir sonuçlar üretebilmesi için gelir ve maliyetlerin doğru bir şekilde tahmin edilmesi önemlidir. Bu değer, şirketinin varlıklarının fırsat değerlerine dayalı olarak hesaplanan bir değerdir. Başka bir deyişle, değerlendirme yapılan varlıktan mahrum kalınması durumunda tahmini en yüksek kaybı ifade eder. Bu yöntemler, bu bölüme kadar olan muhasebe kuramında temel mali tabloların değerlemesinde kullanıma uygun farklı yöntemlerin bir kombinasyonunu kullanmayı gerektirir (Akdoğan ve Aydın, 1987: 70-71).

1.8.6. Uygun Değer Yöntemi

Şirket değerlemesi için kullanılan bir yöntem olan uygun değer yöntemi, bir şirketin değerini belirlemek için kullanılan bir yöntemdir. Bu yaklaşım, şirketin gelecekteki nakit akışlarının tahminine dayanır ve bu nakit akışları, bugünkü değerlerine dönüştürülürken bir iskonto oranı kullanılır. Bu yöntem, şirketlerin değerlerini analiz etmek için farklı parametrelerin kombinasyonunu kullanma imkânı sağlar. Uygun değer yöntemi, çeşitli parametreler kullanılarak uygulanabilir. Örneğin, bu yöntem, şirketin finansal performansını değerlendirmek için gelir tablosu ve bilanço gibi finansal tabloların yanı sıra şirketin sektördeki konumunu, pazar payını, büyüme potansiyelini ve rekabet avantajını da dikkate alabilir.

Gerçeğe uygun değer ise, bir varlığın veya borcun başlangıçta muhasebeleştirildiği değerden farklı olabileceği durumları içerir. İlk muhasebeleştirme sırasında ortaya çıkan gerçeğe uygun değer farkı, finansal varlıklar veya borçlar üzerindeki kar veya zarara yansıtılır. Bu fark, varlığın veya borcun gerçek değeri üzerinden ölçülerek hesaplanır. Gerçeğe uygun değer, objektif bir değerlendirme süreci gerektirir ve piyasa koşullarını, ilgili riskleri, gelecekteki nakit akımlarını ve diğer ilgili faktörleri dikkate alır. Gerçeğe uygun

değer hesaplamaları, finansal raporlama standartlarına ve yerel düzenlemelere uygun olarak yapılmalıdır (Kızıl vd. 2013: 281-283).

1.9. Finansman Açısından Değerleme

Finansman açısından değerlendirme, bir şirketin veya bir proje/yatırımın değerini belirlemek amacıyla finansal yöntemleri kullanarak yapılan bir süreçtir. Bu süreç, bir varlığın veya projenin maliyetini, getirisini, riskini ve karlılığını analiz ederek, yatırımcılar veya finansman sağlayıcılar için değerlendirme sağlar. Finansman açısından değerlendirme, şirketlerin sermaye yapısını, varlıklarını ve projelerini değerlendirirken kullanılır. Bir şirketin değerlemesi, finansman açısından önemlidir, çünkü sermaye sağlamak veya yatırımcıları çekmek için doğru değer belirlenmesi gerekmektedir. Finansmanın hedefi, değer yaratmak veya mevcut değeri artırmaktır. Çağdaş finansman teorisi, bir şirketin amacının hisse sahiplerinin refahını yükseltmeyi hedeflediğini varsayar. Diğer bir deyişle, şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatının en üst düzeye çıkarılması amaçlanır (Okka, 2009: 5).

Modern yaklaşım, işletmenin fon ihtiyaçlarının en elverişli koşullarda karşılanmasını ve bu fonların en yüksek getiriyi sağlayacak yatırım fırsatlarına dönüştürülmesini amaçlar. Yatırım ve projeler için kullanılan fonların getirileri günümüze indirgenerek, yatırımın bugünkü net değeri hesaplanır. İşletmenin yatırım kararları, stratejik kararlar arasında birleşme ve satın alma gibi etkili bir rol oynar ve şirket değerlemesiyle ilişkilidir. Bu nedenle, yatırım ve projelerin değerlendirilmesi doğrudan şirketin değerlemesiyle ilişkilidir. Şirket değerlemesinde hesaplanmış olan öz sermaye maliyetini, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve diğer etmenleri şirketin finansmanı bakımından değerini etkileyen unsurlardır. Finansman stratejileri, şirketin yatırımlarının hangi alanlara ve kaynaklara yapılacağını belirlemek açısından önemli bir rol oynar (Ercan ve Ban, 2005: 335). Finansman, işletmelerin gelecekteki konumlarını, pazar paylarını ve değerlerini belirlemek için sistematik bir şekilde çalışarak geleceğe yönelik planlama yapmalarına yardımcı olan önemli bir strateji aracıdır (Kaygusuz ve Dokur, 2009: 8).

2. BÖLÜM

2. ŞİRKET DEĞERLEME

Şirket değerlemesi, bir şirketin toplam değerini belirlemek amacıyla kullanılan bir süreçtir. Bu süreç, bir şirketin sermaye yapısını, finansal performansını, varlıklarını ve gelecekteki potansiyelini analiz ederek şirketin değerini belirlemeyi amaçlar. Şirket değerlemesi, geçmiş ve mevcut dönem verilerine dayanarak gelecekteki değeri en uygun tahminlerle belirlemeyi ifade eder. Bu değerlendirme, şirketin piyasa değerini makul ve elverişli bir biçimde belirlemeyi amaçlar. Makul ve elverişli piyasa değeri, alıcı ve satıcıların ilgili şirket için kabul ettiği alım satım değeridir ve piyasada şirket değeri hakkında bilgi sahibi olan kişiler tarafından belirlenir (Sarioğlu, 2012: 66).

Şirket değerlemesi, şirket satın alma veya satma işlemlerinde, yatırım kararlarında, şirket birleşmelerinde ve stratejik karar süreçlerinde kullanılır. Doğru bir şirket değerlemesi, şirketin gerçek değerini ve piyasa rekabetindeki konumunu anlamak için önemlidir. Ancak, değerlendirme süreci karmaşık olabilir ve doğru sonuçlar için doğru verilerin, yöntemlerin ve analizlerin kullanılması gerekmektedir. Şirket değerlemesi, bir şirketin geçmiş ve mevcut dönem verileri temel alınarak, ileriye dönük olarak oluşacak uygun ve makul bir piyasa değerinin en uygun tahminleme modeliyle belirlenmesini ifade eder. Şirket değerlemesinde genellikle alıcı ve satıcı arasında kabul edilebilir bir fiyat üzerinde anlaşma sağlanır. Yatırımcılar, şirketin gelecekteki performansını dikkate alarak yatırımlarını yaparlar. Bu nedenle, yatırımcılar, şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplayarak değerlendirme yaparlar (Ekici, 2019: 20).

2.1. Şirket Değerlemenin Önemi ve Amacı

Şirket değerlemesi, finansal analiz ve stratejik kararlar için hayati bir araçtır. Şirketin değerini belirlemek, yöneticilere, yatırımcılara ve diğer paydaşlara şirketin gerçek değerini anlama ve değerlendirme imkânı sağlar. Değerleme, şirketin finansal performansını değerlendirmek, yatırım kararlarını desteklemek, satın alma ve birleşme süreçlerini yönetmek, hissedarlar arasında adil bir değerlendirme sağlamak ve şirketin genel stratejik yönlendirmesini şekillendirmek için önemli bir rol oynar. Şirket değerlemesi, doğru bir şekilde yapıldığında birçok avantaj sunar. İlk olarak, değerlendirme süreci, şirketin finansal

durumunu ve performansını ayrıntılı bir şekilde analiz etme fırsatı sunar. Bu, şirketin güçlü ve zayıf yönlerini belirlemeye, riskleri değerlendirmeye ve işletmenin büyüme potansiyelini anlamaya yardımcı olur. Ayrıca, şirketin değeri, hissedarlar, yatırımcılar ve potansiyel alıcılar için kritik bir bilgidir. Doğru bir değerlendirme, adil bir fiyat belirleme sürecini destekler ve hissedarlar arasında anlaşmazlıkları önlemeye yardımcı olur. Aynı zamanda, şirketin değeri, finansman ihtiyaçlarını belirlemek ve uygun finansal stratejiler oluşturmak için de önemlidir (Damodaran 2012: 20).

2.2. Şirket Değerlemenin Kullanım Alanları ve Şirket Değerleme Yapmayı Gerektiren Nedenler

Şirket değerlemesi ihtiyacı olan üç temel grup vardır. Bu gruplar şirket yöneticileri, hissedarlar ve kredi verenlerdir. Değerleme, değer maksimizasyonunu hedefleyen şirket yöneticileri tarafından, hedeflere ne kadar yaklaşıldığını belirlemek amacıyla kullanılabilir. Aynı şekilde, hissedarlar veya potansiyel yatırımcılar da yatırımlarından elde edecekleri getiriye önceden görebilmek için değerlemeyi kullanabilirler. Kredi veren kurumlar da kredi talebinde bulunan şirketin kredi değerliliğini belirlemek için şirket değerlemesinden yararlanır (Gough 2022: 6).

2.2.1. Portföy Yönetimi

Portföy teorisi, hisse senetleri ve tahvillerin en uygun şekilde birleştirilmesi için çeşitli yöntemler sunar. Akılcı yatırımcılar, riski azaltmak için farklı hisse senetleri ve tahvillerden oluşan bir portföy oluşturmayı tercih ederler. Bu nedenle, her yatırımcı için uygun bir dengeye sahip bir portföy seçmek önemlidir (Brigham ve Houston, 2019: 5). Portföy yönetiminde değerlendirmenin etkisi, yatırımcının stratejisine bağlı olarak değişir. Pasif yatırımcılar için değerlendirme önemli olmasa da, aktif yatırımcılar tarafından yaygın bir şekilde kullanılır. Hisse senedine yatırım yapanların içinde, uzun vadeli yatırım stratejisinin temel analiz odak noktası değerlendirilmedir. Temel analiz, şirketlerin gerçek değerini finansal değişkenlerine dayanarak belirlemeyi amaçlar. Bazı temel analiz uzmanları, indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini tercih ederken, diğerleri fiyat / kazanç oranı ve piyasa değeri / defter değeri çarpanlarını kullanır.

Teknik analiz, bir menkul kıymetin fiyat hareketlerinin önceki verileri ve diğer piyasa verilerinin analiziyle incelenen bir yöntemdir. Bu analiz yöntemi, menkul kıymetlerin fiyat hareketlerinin tüm bilgileri yansıttığına inanır. Aynı zamanda, teknik analiz, piyasa ve yatırımcı psikolojisi hakkında iç görüler sağlayabilir ve bu nedenle davranışsal finans çalışmalarıyla bağlantılı hale gelebilir. Teknik analiz, piyasa endeksleri, sektör ortalamaları ve bireysel hisse senetleri gibi birçok finansal araçta kullanılabilir (Jones, 2014: 424-425). Yatırımcıların psikolojik eğilimlerini anlamak için menkul kıymet piyasalarındaki fiyat hareketleri, işlem hacmi ve açığa satışlar gibi teknik göstergeler aracılığıyla analiz edilebilir. Teknik analiz, fiyat serilerinin grafikleri üzerinden destek ve direnç seviyelerini belirleyerek, fiyat hareketlerinin tahmin edilmesine yardımcı olabilir, ancak genel olarak değerlendirme sürecinde sınırlı bir rol oynar (Damodaran, 2012: 7).

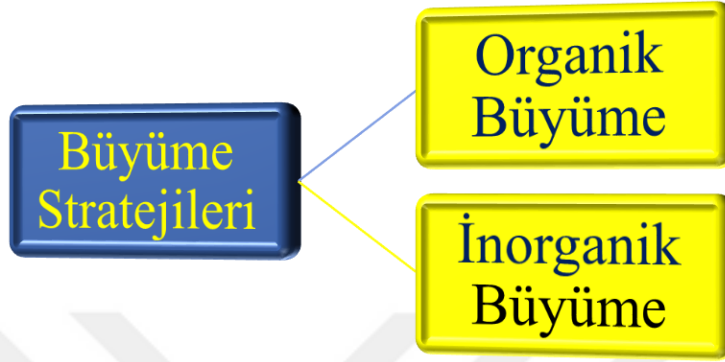
2.2.2. Şirket Hisselerinin Halka Arzı

Hisse senedinin gerçek değerinden daha yüksek bir değere sahip olarak belirlenmesi, bir taraftan hisse senetlerini satın alan yatırımcıların varlıklarının başkalarına aktarılmasına yol açar. Diğer taraftan halka arz sonrasında hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasıyla olası fiyat düşüşleriyle birlikte yatırımcılar üzerinde psikolojik etkiler yaratarak ve hisse senedinin gerçek değerinin altına düşmesine neden olabilir (Chambers, 2009: 11).

Halka arz, bir şirketin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kullandığı bir doğrudan finansman yöntemidir. Bu yöntemde, şirket payları çağrı ve duyuru yoluyla çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara satılır. Ayrıca, payların sürekli olarak borsalarda veya diğer organize piyasalarda işlem görmesi de halka arzın bir parçasıdır. Halka arz yöntemi, şirketlerin koşullarına bağlı olarak farklılık gösterebilir. Şirketler, mevcut paylarının bir kısmını halka arz edebilir veya sermaye artırımını yaparak halka arzı tercih edebilirler. Bu süreçte, mevcut ortakların rüşhan hakları kısıtlanabilir. Ayrıca, her iki yöntemi birlikte kullanabilirler. İlk kez halka arz edilen bir şirket için bu süreç "Halka Arz" denir, daha önce halka arz edilmiş olan şirketlerin paylarının tekrar halka arz edilmesine ise "İkincil Halka Arz" denir. Borsa İstanbul (BIST)'da işlem görebilmek için şirket paylarının Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından kaydedilmesi ve halka arz edilmesi, ardından da borsa kotuna veya Pazar kaydına alınması gerekmektedir. Halka arz sürecinde, şirket değerlemeleri halka arz edilecek şirketin paylarının hangi birim fiyat veya fiyat aralığı üzerinden satılacağına belirlenmesinde kullanılır (Çırak, 2018: 20).

2.2.3. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalar

Küreselleşen dünyada, her yıl şirketler arasındaki rekabetin arttığı gözlemlenmektedir. Şirketler, hem hissedarlarının refahını artırmak hem de pazar paylarını ve karlarını maksimize etmek amacıyla sürdürülebilir büyümeye odaklanmaktadır (Çırak, 2018: 17).



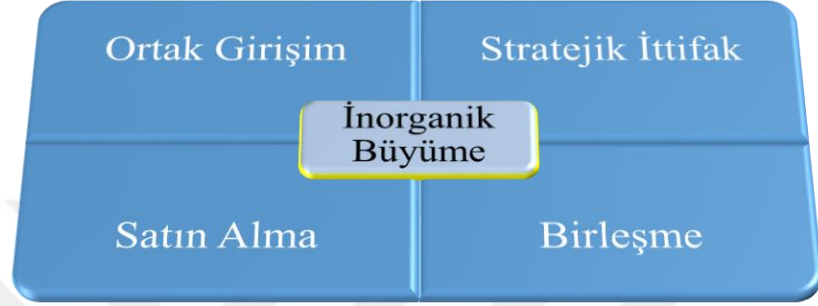
“Kaynak: Çırak (2018: 18).”

Şekil 2.1. Büyüme Stratejileri

Büyüme stratejileri genellikle iki kategoride değerlendirilebilir: organik büyüme ve inorganik büyüme. Organik büyüme, bir şirketin kendi iç faaliyetlerinde büyümesini ifade eder. Şirketler genellikle mevcut kaynaklarına dayanarak iç büyüme yolunu tercih eder. Bu süreçte finansman ihtiyaçları, karların hissedarlara dağıtılmaması, yeniden yatırımlara yönlendirilmesi, dış borçlanma veya yeni sermaye kaynaklarından temin edilme gibi yöntemlerle karşılanabilir.

Organik büyüme, mevcut pazarlardaki pazar payını artırma, yeni pazarlara giriş yapma, yeni pazarlar oluşturma veya yeni dağıtım kanalları oluşturma gibi yöntemlerle gerçekleştirilebilir. Sektördeki rekabet, şirketlerin büyüme hızını sınırlayabilir. Bu nedenle, belirli bir büyüklüğe ulaşmış şirketler, büyümeyi hedefleyerek yeni pazarlara girmektedir. Örneğin, bir yazılım şirketi, organik büyüme stratejisiyle farklı endüstrilere veya coğrafi bölgelere adaptasyon sağlayarak yeni pazarlara açılabilir. Bu şekilde, şirket mevcut yazılım ürünlerini uyarlama yoluyla yeni müşterilere erişebilir. Bu, şirketin gelir kaynaklarını genişletme ve büyüme potansiyelini artırma açısından önemli bir rol oynayabilir. Şirket, müşteri gereksinimlerine uygun çözümler sunarak rekabet avantajını güçlendirebilir ve pazarda daha geniş bir etki yaratabilir.

İnorganik büyüme, şirketin kendi faaliyetlerindeki büyüme yerine birleşme ve satın almalar gibi yöntemlerle büyümesini ifade eder. Bu tür büyüme stratejileri, birleşme, satın alma, ortak girişim oluşturma ve stratejik iş birliği gibi yöntemlerle gerçekleştirilebilir. Örneğin, bir gıda perakende şirketi inorganik büyüme stratejisiyle başka bir gıda perakende şirketini satın alabilir. Bu satın alma, şirketin mevcut pazar payını artırmasına, müşteri tabanını genişletmesine ve operasyonel verimliliği artırmasına yardımcı olabilir.



“Kaynak: Çırak (2018: 18).”

Şekil 2.2. İnorganik Büyüme

- Ortak girişim, iki veya daha fazla şirketin ortaklaşa bir iş geliştirmek amacıyla bir araya gelmesidir. Bu iş birliği genellikle belirli bir projeyi veya hedefi gerçekleştirmek için kurulur. Ortak girişimler, kaynakları birleştirerek maliyetleri azaltmayı, riskleri paylaşmayı ve pazar fırsatlarından yararlanmayı hedefler. Örnek olarak, Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance ortak girişimi verilebilir. Bu ortak girişim, üç otomobil üreticisi olan Renault, Nissan ve Mitsubishi arasında kurulmuştur. Ortaklık, teknoloji paylaşımı, işbirliği ve ortak üretim gibi alanlarda faaliyet göstererek otomotiv sektöründe rekabet avantajı elde etmeyi hedeflemektedir. Bu ortak girişim, şirketlerin birleşik güçlerini kullanarak pazar payını artırma, maliyetleri düşürme ve yenilikçi ürünler geliştirme konularında fayda sağlamayı amaçlamaktadır.
- Stratejik ittifak, farklı şirketlerin stratejik amaçlarına ulaşmak için bir araya gelerek ortaklık oluşturdukları bir iş birliği türüdür. Bu ittifaklar, ortak hedefleri gerçekleştirmek, rekabet avantajı elde etmek, kaynakları paylaşmak veya yeni pazarlara giriş yapmak gibi amaçlarla kurulabilir. Örnek olarak, Starbucks ve Nestle arasındaki stratejik ittifakı verilebilir. Bu ittifak, kahve endüstrisinde güçlü olan Starbucks ile küresel bir gıda ve içecek şirketi olan Nestle arasında kurulmuştur. İttifak, Nespresso kapsül kahve pazarında büyümeyi

hedeflemektedir. Anlaşma gereği, Starbucks, Nestle'nin Nespresso kahve makineleriyle uyumlu kapsül kahvelerini üretmektedir. Böylelikle Starbucks, Nespresso pazarına girerek daha geniş bir müşteri tabanına ulaşmayı hedeflerken, Nestle de Starbucks markasının gücünden faydalanarak kapsül kahve pazarında rekabet avantajı elde etmeyi amaçlamaktadır. Bu stratejik ittifak, her iki şirketin pazar payını artırmak ve küresel ölçekte büyümek için birlikte çalışmalarını sağlamaktadır.

- Birleşme, iki ya da ikiden daha fazla şirketlerin varlıklarını ve operasyonlarını birleştirerek bir tek varlık oluşturdıkları bir inorganik büyüme stratejisidir. Bu strateji, şirketlerin kaynakları, müşteri tabanları, marka değerleri veya teknolojik yetenekleri birleştirerek sinerji oluşturmayı ve rekabet avantajı elde etmeyi hedefler. Örneğin, Disney ve 21st Century Fox'un birleşmesi verebilir. 2019 yılında gerçekleşen bu birleşme, medya ve eğlence sektöründe önemli bir etkiye sahip olmuştur. Disney, dünyanın en büyük eğlence şirketlerinden biri olarak bilinirken, 21st Century Fox'da önemli bir medya ve eğlence şirketi olarak faaliyet gösteriyordu. Birleşme sürecinde, Disney 21st Century Fox'un film stüdyoları, televizyon ağları ve uluslararası varlıkları gibi birçok önemli varlığını devralmıştır. Bu birleşme, Disney'in içerik portföyünü genişletmesine, daha fazla marka ve karaktere sahip olmasına ve uluslararası pazardaki varlığını güçlendirmesine olanak sağlamıştır. Aynı zamanda, Disney'e Fox'un televizyon ağları ve stüdyolarıyla büyük bir rekabet avantajı kazandırmıştır. Disney ve 21st Century Fox'un birleşmesi, sinema, televizyon, yayın ve dijital medya gibi sektörlerdeki rekabeti etkilemiş ve bu birleşme sonucunda, Disney daha da büyük bir eğlence gücü haline gelirken, sektördeki diğer oyuncular da rekabet stratejilerini gözden geçirmek zorunda kalmıştır.
- Satın almalar, bir şirketin başka bir şirketi tamamen veya belirli bir oranda hisse satın alarak büyümesini ifade eder. Bir şirket, hedeflediği büyümeyi sağlamak veya rekabet avantajı elde etmek amacıyla başka bir şirketi satın alabilir. Bir örnek olarak Facebook'un Instagram'ı satın almasını verilebilir. 2012 yılında gerçekleşen bu satın alma, sosyal medya sektöründe önemli bir etkiye sahip olmuştur. Facebook, o dönemde hızla büyüyen bir sosyal medya platformu olarak popülerlik kazanmışken, Instagram da mobil fotoğraf paylaşımı konusunda büyük bir kullanıcı kitlesine sahipti. Facebook, Instagram'ın hızla büyüyen ve genç kullanıcı tabanına erişmek, mobil platformda daha da güçlenmek ve rekabette üstünlük sağlamak amacıyla bu satın almaya karar vermiştir. Satın alma sürecinde, Facebook Instagram'ın tüm hisselerini satın aldı ve Instagram'ı kendi bünyesine katmış ve bu satın alma, Facebook'un kullanıcı tabanını ve sosyal medya pazarındaki etkisini genişletmesini sağlamıştır. Aynı

zamanda, Instagram da Facebook'un teknik altyapısını kullanarak daha hızlı büyüme fırsatı elde etmiştir. Bu satın alma sonucunda, Facebook'un gücü ve etkisi daha da artmış, Instagram ise daha geniş bir kaynak tabanına ve büyük bir küresel ağa erişim sağlamıştır. Hem Facebook hem de Instagram, bu satın alma sayesinde büyümeyi hızlandırmış ve kullanıcılar arasında daha güçlü bir varlık haline gelmiştir.

2.2.4. Hisse Senetlerinin Değerlemesi

Hisse senetlerinin değerlemesi, bir şirketin hisse senedinin gerçek veya adil değerini belirlemek amacıyla yapılan bir süreçtir. Hisse senetlerinin değerlemesi, yatırımcılar, şirket sahipleri, analistler ve finansal uzmanlar tarafından kullanılır. Hisse senedi yatırımcıları, sermaye kazancı elde etmek ve kar payı ödemelerinin düzenli ve artan bir şekilde gerçekleşmesini istemektedir. Bu nedenle, uygun hisse senetlerini belirlemek için hisse senedi değerlemesi yapılması gerekmektedir. Hisse senetlerinin değerini hesaplamak için defter değeri, tasfiye değeri ve piyasa değeri gibi aktif bazlı yöntemler kullanılabilir. Ancak hisse senetlerinin alım satımı sadece defter veya tasfiye değeri gibi hesaplamalara dayanarak yapılamaz. Yatırımcılar, bugün ve gelecekteki kazanç potansiyeli yüksek olan hisse senetlerini satın almayı tercih ederler. Hisse senedinin fiyatını belirleyen temel faktörler, beklenen nakit akışları ve bu nakit akışlarının riskidir. Beklenen nakit akışları, temettü ödemeleri ve hisse senedinin değerinin artışıyla belirlenir (Chambers, 2009: 12).

2.2.5. Stratejik Kararların Alınması ve Stratejik Planlama

Günümüz rekabetçi pazarlarında, karar veren kişilere gerekli bilgilerin sunulması, bu bilgilerin organize edilmesi ve iletilmesi gibi adımlar, karar alma sürecinde büyük önem taşır. Ancak, karar verenlerin bilgi bombardımanına maruz kalmaması da gereklidir, çünkü karar alma ortamı oldukça belirsizdir. Bu nedenle, stratejik kararların alınması ve stratejik planlamanın doğru bir şekilde yapılabilmesi için, karar verenlere doğru bilgilerin sağlanması gerekmektedir. Bu noktada, doğru ve tutarlı bir değerlendirme süreci büyük bir rol oynamaktadır (Göl, 1999: 359).

2.3. Şirket Değerlemesinde Kullanılan Finansal Tablolar

Şirket değerlendirme çalışmalarında, finansal tablolar en temel veri kaynağı olarak kullanılır. Finansal tablolar, şirketlerin mali durumları hakkında tarafsız, doğru, güvenilir,

karşılaştırılabilir ve detaylı bilgiler sunması nedeniyle şirket değerleme sürecinde en önemli kaynaktır. Finansal tablolar, bir şirketin sahip olduğu varlıkların kaynaklarını, faaliyetlerinden elde ettiği karlılık durumunu ve bu unsurların değişim miktarlarını gösteren bilgileri sağlar. Bu nedenle, bir şirketin değerini belirlemek için muhasebe bilgisine sahip olmak ve finansal tabloları anlamak gereklidir. Değerleme uzmanları, finansal tabloları detaylı bir şekilde okuyup analiz ederek yorumlamalıdır. Finansal tablolar geçmişte gerçekleşen faaliyetler hakkında bilgi verirken, değerlendirme geleceğe dönük tahminler içerir. Bu tahminlerin yapılması ve gerçeğe yakın bir öngöründe bulunmak için geçmiş veriler, finansal tablolardan önemli bir başlangıç noktası sağlar. Şirket değerlendirme çalışmalarında, finansal tabloların Türkiye finansal raporlama standartlarına uygun olarak hazırlanması gerekmektedir, bu da uluslararası finansal raporlama standartlarıyla uyumlu olmalıdır (Sipahi vd., 2016: 30).

Finansal Tablolar temel finansal tablolar ve ek finansal tablolar olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Temel finansal tablolar: Bilanço (Finansal Durum Tablosu), Gelir Tablosu (Kar Zarar Tablosu).

Ek finansal tablolar: Satışların Maliyeti Tablosu, Fon Akım Tablosu, Nakit Akım Tablosu, Kar Dağıtım Tablosu, Özkaynaklar Değişim Tablosu.

2.4. Oran Analizi

Finansal analiz yöntemleri içinde oran analizleri en çok kullanılmakta olan analiz yöntemidir. Bu analiz türü, şirketlerin durumlarıyla ilgili en detaylı bilgileri elde etme yeteneği nedeniyle değerlendirme sürecinin doğru olacağı düşünülmektedir. Rasyo analizleri, finansal tablolardaki kalemlerin kullanılmasıyla şirket hakkında daha detaylı bilgilere ulaşmayı sağlar. Ancak, daha yararlı bilgilere ulaşmak için oranlamanın yapılacağı kalemlerin finansal ve muhasebesel açıdan mantıklı bir ilişkiye sahip olmasına dikkat etmek önemlidir. Finansal tablolardaki bu kalemler birbirleriyle oranlanabilir. Ancak, analiz sürecinde standart sonuçlar, sektör ortalamaları, rakip şirketlerin oranları ve şirketin geçmiş verileriyle karşılaştırma yapmak, analizi yapan kişinin hedeflerine katkı sağlamak amacıyla oranların hesaplanması ve yorumlanması aşamasında önem taşır. (Bakır ve Şahin, 2009: 132).

2.4.1. Likidite Oranları

Varlıkların kolaylıkla nakde dönüştürülebilme yeteneği olan likidite, düşük maliyet ve hızlı bir şekilde nakit paraya çevrilebilme özelliğini ifade etmektedir. Kredi verenler için likidite oranları, kaldıraç oranlarından daha önemli bir değerlendirme kriteridir. Bunun nedeni, likidite oranlarının işletmenin kredi verenlere nakit geri ödeme yapabilme gücünü göstermesidir. Aynı zamanda bu oranlar, işletmelerin net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını belirlemede de kullanılmaktadır. Likidite genellikle bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kabiliyetini ifade eden bir terimdir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 48).

Günümüzde tüm şirketler faaliyetlerini sürdürebilmek için öz kaynaklarını ve kredileri bir arada kullanmaktadır. Kredi veren kuruluşların veya krediyle mal veya hizmet satan işletmelerin politikalarını sürdürebilmeleri için kredilerin zamanında geri ödenmesi gerekmektedir. İşletmenin sermayesi, varlıklara bağlı olarak uzun bir süreyle sınırlı kalırken, kullanılan kredilerin geri ödeme süreleri genellikle farklıdır. Bu nedenle, finans yöneticileri, nakit veya belirli tarihlerde nakde çevrilebilen değerlerle borç sürelerinin uyumunu sürekli olarak takip etmelidir. Likidite oranları bazı sorunlar içermektedir. Bunlardan biri, dönen varlıkların ve borçların sık sık değişmesidir. Bu nedenle, bir işletmenin likidite ölçütleri hızla güncelliğini yitirebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 49).

2.4.1.1. Cari oran

Günümüzde, şirketler için olumlu bir gösterge olarak kabul edilen cari oranın ideal seviyesinin 1,5 olmasıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 50).

$$Cari\ Oran = \frac{Dönen\ Varlıklar}{Kısa\ Vadeli\ Yabancı\ Kaynaklar}$$

Oranın payında yer alan dönen varlıklar, nakit ve bir yıl içinde nakde dönüştürülebilecek değerlerin toplamını ifade etmektedir. Bu aktif değerler arasında kasa, banka hesapları, menkul kıymetler, alacak senetleri, akreditifler ve stoklar yer almaktadır. Cari oranın paydasında yer alan kısa vadeli borçlar ise, en fazla bir yıl vadesi olan borçları temsil etmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 49).

Cari oran seviyesini yüksek çıkması, şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini ödeme gücünün fazla oluşunu göstermektedir. Bununla birlikte, çok yüksek bir cari oran, işletme

açısından olumsuz bir durumu ifade etmektedir, çünkü bu durumda işletmede kullanılmayan fonların bulunduğu anlaşılır. Bu durum, işletme yönetiminin başarısız olduğunun bir göstergesidir. İşletmenin gereğinden fazla likiditeye sahip olması, kârlılığını olumsuz etkileyebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 50).

2.4.1.2. Asit test oranı

Asit test (Likidite) oranı, cari oranı tamamlayan ve daha anlamlı bir ölçüm sunan bir orandır. Asit test oranı aşağıdaki formülle ifade edilebilir.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Formülden anlaşılacağı gibi, bu oranın cari orandan tek farkı, stoklara yer verilmemesidir. Bunun sebebi, stokların nakde dönüştürülmesinin zor olmasıdır. Yani stokların satılması ve işletmeye geri dönüş sağlanması, borçların vadesine göre daha uzun bir süre gerektirebilir. İşletmenin vadesi gelen veya gelecek borçlarını ödeyebilme yeteneği değerlendirildiği için, stoklar gibi nakde dönüşümü daha gecikmeli olacak varlıkların paydadan çıkarılması, mali analiz açısından önemlidir. Asit test oranının 1 veya 1'den büyük olması, işletmenin borçlarını ödeme gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Eğer oran 1'in altına düşerse, bu işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda risk altında olduğu anlamına gelir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 51).

2.4.1.3. Nakit oranı

Nakit veya nakit benzeri varlıkların yanı sıra, hazır değerlerin ve geçici yatırımlarla elde edilen veya her zaman pazarlanma potansiyeline sahip olan menkul kıymetlerin kısa vadeli borçları ne kadar karşılayabildiğini gösteren orana nakit oran denir.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Nakit ve Nakit Benzerleri}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Nakit oran, likiditenin ölçülmesi bakımından en güvenilir ve en hassas orandır. Teorik olarak, bu oranın yaklaşık 0,20 seviyesinde çıkması beklenir (Gülbüz ve Ergincan, 2004: 96).

2.4.2. Kârlılık (Verimlilik) Oranları

Şirketlerin kârlılık durumlarının değerlendirilmesinde, enflasyon durumunun varsa dikkate alınması önemlidir. Enflasyon durumu, stok değerlemesi ve duran varlıklara ayrılan amortisman gibi durumlarda yetersiz kalması nedeniyle şirketlerin kârlılığını gerçekte olduğundan daha yüksek bir seviyede hesaplanmasına neden olabilir. Ayrıca, enflasyon bazen şirket kârlılığında reel artışlara yol açabilir. Genel olarak, enflasyon, sermaye ihtiyacının olgunlaşma evresinde süre bakımından uzun ve yeni yatırım faaliyetlerinin üzerinde olumsuz etkiler yaratır. Şirketlerin kâr analizi için kullandıkları oranlar dört başlık altında toplanabilir (Akgüç, 2002: 428):

2.4.2.1. Aktif kârlılık oranı

Aktif kârlılık oranı (ROA), bir şirketin sahip olduğu tüm bilanço varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir. Bu oran, aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Elmas, 2019: 38).

$$\text{Aktif Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Ortalama Varlıklar}}$$

2.4.2.2. Net kâr marjı

Bu oran, şirketin finansal politikalarının sonuçlarını yansıtır ve her bir lira satış başına elde edilen kârı gösterir. Ancak, bu oran geçici veya olağan dışı gelirlerle zararları da içerdiğinden, şirketin geçmiş dönemlerdeki oranları veya diğer şirketlerin oranlarıyla karşılaştırılırken dikkatli olunması gerekmektedir. Tatmin edici bir net kâr oranı, tatmin edici bir üretkenlikle birlikte olmalıdır. (Çömlekçi vd, 2008: 243).

$$\text{Net Kâr Marjı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Net kâr marjı formülünde yer alan pay kısmı, şirketin faaliyetlerinin sonucunda vergi sonrası olarak elde edilen kârı ifade eder.

2.4.2.3. Öz sermaye kârlılık oranı

Öz sermaye kârlılık oranı (ROE), şirketin ortakları veya sahiplerince sağlanan sermayenin her bir birimi için elde edilen kâr payını ifade eder. Bu oran, hem kâr marjlarını

hem de varlık devir hızlarını etkiler. Ayrıca, varlıkların sabit tutulması ve devir hızının artırılmasıyla bu oran yükseltilebilir. Yüksek bir ROE olumlu olarak değerlendirilirken, düşük bir oran ise olumsuz olarak kabul edilir. Bu oran, birim öz kaynak başına düşen net dönem kârını ifade eder (Damodaran, 2014: 191).

$$\text{Öz Sermaye Kârlılığı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Ortalama Öz Kaynaklar}}$$

Öz sermaye kârlılığı, yukarıdaki formülle hesaplanır.

2.4.3. Mali Yapı (Kaldıraç) Oranları

Bu oranlar, şirketlerin sermaye yapısının ne tür bileşenlerden oluştuğunu gösteren oranlardır. Mali yapı oranları, şirketlerin mali risk düzeyi hakkında sağgörü sağlar. Bu sebeple, değer odaklı yatırımcılar için, bir şirkete yatırım yapmayı ve elinde tutmayı planlayanlar için bu oranlar önemlidir (Monks ve Lajoux, 2011: 89).

2.4.3.1. Duran varlıkların öz sermayeye oranı

Bu oran aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$\text{Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı} = \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Öz Sermaye}}$$

Bu oranın sonucu en fazla 1 seviyesinde olması istenir. Sonuç istenen seviyede olursa, şirketin varlıkları ve kaynakları arasındaki eşleşmenin doğru yapıldığı söylenebilmektedir (Kaderli, 2021: 20).

2.4.3.2. Mali borç oranı

Toplam borç oranı, finansal nitelikte gider üretmeyen borçlar da dâhil edilerek hesaplanır. Bu nedenle, finansal risk seviyesini kesin olarak değerlendirebilmek için mali borç oranı gereklidir. Mali borç oranına toplam varlıklarla oranlayarak ulaşmak mümkün olsa da toplam borçlar içindeki payını bulmak amacıyla aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır. (Varol, 2021: 35).

$$\text{Mali Borç Oranı} = \frac{\text{Finansal Borçlar}}{\text{Toplam Borçlar}}$$

2.4.4. Faaliyet (Aktivite) Oranları

Bu grupta bulunan oranlar şirketin faaliyetlerini hangi ölçüde verimli bir biçimde gerçekleştirdiğini bulmak için hesaplanır. Bu oranlar aşağıdaki gibidir.

2.4.4.1. Aktif devir hızı

Aktif devir hızı, şirketlerin toplam varlıklarının aktifliğinin hesaplanmasında kullanılır. Aktif devir hızı, bir şirketin aktiflerindeki duran varlık kalemlerinin göreceli önemini belirleyerek yüksek bir oranda olması durumunda işaret etmektedir.

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Varlıklar}}$$

Aktif devir hızı, satış tutarının bilanço toplamına bölünerek hesaplanır. Eğer aktif devir hızı düşükse, bu şirketin bilanço büyüklüğüne rağmen yeterli satış yapamadığı anlamına gelir. Bu durumda şirketin kullanılmayan varlıklara sahip olduğu sonucuna varılabilir (Brigham ve Houston, 2019: 113).

2.4.4.2. Alacak devir hızı ve alacak tahsil süresi

Alacak devir hızı, bir şirketin ticari alacaklarını ne sıklıkla tahsil ettiğini ifade etmektedir. Alacak devir hızı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Kaderli, 2021: 20):

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Kısa Vadeli Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızı oranının Türkiye’de 3 ve üzeri seviyelerinde olmasının iyi olacağı söylenebilir. Bu oranı hesapladıktan sonra alacak tahsil süresini gün olarak aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Kaderli, 2021: 20):

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{365}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Alacak tahsil süresi ne kadar düşük seviyedeysse şirketi tahsil yeteneği o kadar fazladır.

2.4.4.3. Stok devir hızı ve stok dönüşüm süresi

Stok devir hızı, satılan malın maliyetinin ortalama stoklara oranlanmasıdır. Şirketlerin, geçmiş yıllardaki stok devir hızını gösteren verilere ve özellikle sektör ortalamalarıyla

karşılaştırmaya ihtiyaç duymaları gerekmektedir (Ercan ve Ban, 2016: 41). Bu oran şöyle formüle edilmektedir:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Stok devir hızının Türkiye’de en az 2-3 seviyelerinde olması idealdir. Bu oranı hesapladıktan sonra stok dönüşüm süresi gün olarak şöyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Stok Dönüşüm Süresi} = \frac{365}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

Stok dönüşüm süresi ne kadar düşük seviyedeysse şirketi stoklarını eritebilme yeteneği o kadar fazladır.

2.4.4.4. Ticari borç devir hızı

Ticari borç devir hızı, bir faaliyet yılı içinde kredili alımlardan kaynaklanan ticari borçların ne sıklıkla ödendiğini gösterir. Bu oran, şirketlerin tedarikçileri açısından önemlidir ve şirketlerin kredibilitesini etkileyebilmektedir (Varol, 2021: 30).

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

2.5. Temel Analiz

Temel analiz, yatırım yapmayı düşündüğümüz menkul kıymetlerin değerini etkileyen çeşitli faktörleri inceleyerek, bu menkul kıymetlerin gerçek değerini belirlemek amacıyla yapılan bir yöntemdir. Bu yöntemde, temel faktörlerin etkisiyle menkul kıymetin gerçek değerini bulmak ve mümkünse piyasa değeriyle karşılaştırarak yatırım kararını vermek temel amaçtır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 573).

2.5.1. Ekonomik Analiz

Yatırım analizine başlarken, makroekonomik koşulların analizi temel bir adımdır. Ekonomik durumun sağlıklı bir şekilde analiz edilmesi ve geleceğe dair tahminler, yatırımların yönünü belirler. Temel analizde ulusal ekonomiler, Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) bağlı olarak incelenir ve bu nedenle öncelikli bir konumdur. Bir ülkenin ulusal kaynaklarıyla bir yıl içinde üretilen tüm mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarıyla toplam değerini

ifade eden terim “GSYİH” olarak adlandırılır. GSYİH’deki artış, ekonomideki genişleme veya büyümeyi ifade ederken, daralmalar ise küçülme olarak adlandırılır ve gelecek dönemde ekonomide ortaya çıkabilecek genişleme veya küçülmeyi belirtir. Büyüme ve küçülmeler, tüm sektörleri etkileyerek yatırım kararlarımızı da etkiler. Ayrıca, makroekonomik analiz yapılırken istihdam, enflasyon, faiz oranı, bütçe açığı, döviz kuru gibi değişkenlerin incelenmesi gereklidir (Apak ve Demirel, 2013).

2.5.2. Sektör Analizi

Yatırımcı, ekonomik analiz ile yolunu belirledikten sonra, analizin sonuçlarına dayanarak uygun sektörleri seçecektir. Makroekonomik değişkenlerdeki değişimler, tüm ekonomiyi etkilese de, bu değişimler tüm endüstri kollarını eşit oranda etkilemeyecektir. Her sektör kendi içinde farklı dinamiklere sahiptir ve ekonomideki değişikliklerden farklı derecelerde etkilenebilir. Ekonomi durgunluk dönemlerinde bazı sektörler etkilenebilirken, ekonomik göstergeler büyümeyi gösterdiğinde bazı sektörler bu büyümeden yararlanamayabilir (Konuralp, 2001: 96).

Genel ekonomik performansın değerlendirilmesinden sonra, şirketin bulunduğu sektörün incelenmesi gerekmektedir; çünkü sektörler genel ekonomik gelişmelerden etkilanmemek kaçınılmazdır. Şirketlerin karının ekonomik döngüye olan duyarlılığını belirleyen üç faktör aşağıda belirtilmiştir (Tekbaş vd., 2019: 103):

- Satışların duyarlılığı, gıda, ilaç vb. ihtiyaç maddelerinin duyarlılığıdır.
- Faaliyet kaldırıcı, sabit ve değişken giderlerin bileşiminden oluşan kaldırıcının duyarlılığıdır.

Finansal kaldıraç, şirketin finansman tercihi olan borç ve öz kaynakların bileşimiyle ilgili olarak şirketin genel ekonomik duyarlılığının bir ölçüsüdür.

2.5.3. Şirket Analizi

Ekonomi ve sektör analizinden sonra, değerlendirme öncesi şirketin kendi analizine de önem verilmelidir. Bu analizde, şirketin yönetimi, mevcut ortaklık yapısı, hukuki durumu, finansal yapısı, üretim ve pazarlama koşulları ve insan kaynaklarının kalitesi gibi önemli faktörler üzerinde çalışmalar yapılır. Bu aşamada, SWOT analizi yöntemi de yaygın olarak kullanılarak kapsamlı bir çalışma yapılır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 579).

2.6. Teknik Analiz

Teknik analiz, geçmiş fiyat hareketlerinden yararlanarak gelecekteki hareketleri tahmin etme yöntemidir. Piyasa aktörleri, teknik analizde birçok farklı yöntem kullanarak fiyatların hangi seviyelere geleceğini tahmin edip kararlar almaya çalışırlar. Teknik analiz, mevcut koşullara göre incelenen varlığın durumunu analiz eder ve yön tayininde yardımcı olur. Bu nedenle, teknik analiz sermaye piyasasındaki fiyatların önceden takip edilebilir bir trende sahip olduğunu varsayar. Bu temel varsayımdan yola çıkarak, bir yatırımcı işletmenin hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini inceleyerek, fiyatların gelecekte hangi yönde ilerleyeceği konusunda teknik bilgilere sahip olabilir ve tahminlere dayalı yatırım kararları alabilir.

Teknik analiz, temel analizden farklı olarak ekonomi ve sektör analizi yapmadan, yalnızca işletmenin hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketleri ve işlem hacmine dayanarak fiyatların gelecekte hangi yönde değişeceği konusunda tahminler yapmaya odaklanır. Bu yöntem genellikle borsaya kote edilmiş şirketlerin hisse senetleri için yaygın olarak kullanılırken, halka arz edilmemiş şirketler için uygulanması tercih edilmez. Çünkü halka arz edilmemiş şirketlerin kapsamlı verilerini elde etmek zor olduğundan, herhangi bir trendi belirlemek zor olabilir. Teknik analizin başarısı, hisse senedi fiyatlarının arz ve talep faktörlerine tepkisinin yavaş olmasından kaynaklanır ve sermaye piyasasındaki fiyatların önceden izlenebilir bir trende sahip olduğu teorisi üzerine dayanır (Bolak, 1991: 166).

Teknik analiz yönteminin temel dayanakları aşağıdaki üç faktöre dayanır:

- Piyasa fiyatları yalnızca arz ve talebe bağlı olarak belirlenir.
- Fiyatlar uzun süreli olarak belirli bir trend içinde hareket eder.

Fiyat hareketleri zaman içinde tekrarlanma eğilimi gösterir.

2.7. Şirket Değerlemede Risk

Risk, hesapta olmayan bir olayın meydana gelme olasılığı, zarar görme ihtimali veya istenmeyen bir olay veya etkinin gerçekleşme olasılığıdır. Bu tanımda olumsuz bir nitelikten bahsedilmektedir. Finansal bakımdan risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapması ihtimalidir. Risk kavramı, zaman içinde yeni bakış açılarıyla tanımlanmıştır. Bu durum, aşağıdaki tabloda gösterilmiştir (Demir, 2013: 19).

Tablo 2.1. Risk Tablosu

Geleneksel Bakış	Modern Bakış
Risk, kontrol altında tutulması gereken negatif özellikte bir etkidir.	Riske fırsat olarak bakılmalıdır.
Risk, kurumsal bölümlerde yönetilir.	Risk, kuruluşun tümü üzerinde bütünsel olarak yönetilir.
Risk yönetimi sorumluluğu, daha alt seviyelere devredilir.	Risk yönetiminin sorumluluğunu üst yönetim ve departman yöneticileri üstlenir..
Riskin ölçümü subjektiftir.	Risk ölçümlenebilir.
Yapılandırılmamış ve uyumsuz risk yönetimi işlevleri mevcuttur.	Bir risk komitesi, yönetim kurulunun etkili risk yönetim yapısını sağlar.

Şirketlerin gelecekte etkileyebilecekleri çeşitli risk faktörleri bulunmaktadır. Bu riskler kısmen veya tamamen kontrol edilebilen riskler olan sermaye yapısından kaynaklanan finansal risk, yönetim yapısından kaynaklanan yönetim riski ve faaliyetlerinden kaynaklanan faaliyet riski gibi içsel faktörlerden kaynaklanabileceği gibi, enflasyon riski gibi kontrol edilemeyen dışsal faktörlerden kaynaklanan piyasa riski, faiz oranı riski gibi riskler de içermektedir. Bu riskler finansal literatürde sistemik ve sistemik olmayan risk olarak iki kategoride incelenmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 177).

2.7.1. Sistematik Risk

Sistematik risk, ekonomik, politik ve diğer çevresel değişikliklerin şirketlere veya menkul kıymet yatırım araçlarına getirdiği risklerdir. Ana kaynakları şunlardır:

- **Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski:** Fiyat değişikliklerinden kaynaklanan satın alma gücündeki potansiyel kayıpları ifade eden bir risktir.
- **Faiz Oranı Riski:** Yatırımcının piyasa faiz oranlarındaki değişikliklere bağlı olarak önceki faiz oranlarına göre finansal varlıklarında değer kaybını ifade eder (Konuralp, 2001: 16).
- **Pazar Riski:** Pazardaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan bir risktir. Piyasadaki fiyat dalgalanmaları çoğu zaman açıklanabilir bir nedenle oluşurken bazen geçerli bir neden olmaksızın da gerçekleşebilir.

- **Politik Risk:** Siyasi istikrarsızlıkların veya ekonomik kararların piyasaları etkilemesi veya yatırımcı beklentilerine ters sonuçlar doğurması nedeniyle ortaya çıkan risktir.
- **Kur Riski:** Kur değerindeki değişiklikler sonucunda varlıklar ve yükümlülüklerde olumlu veya olumsuz değişimlere neden olan bir risktir.

2.7.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, bir şirket veya sektöre özgü olan ve şirketin kendisinden kaynaklanan, kontrol edilebilir olan ve portföy çeşitlendirmesiyle azaltılabilen bir risktir. Bu risk, toplam riskin bir alt kategorisidir (Bolak,1991: 104). Aşağıda belirtilen riskler, sistematik olmayan risklerin önemli örneklerini oluşturmaktadır:

- **Faaliyet Riski:** Şirketin faaliyet alanıyla ilgili beklenmedik olumsuz değişiklikler, faaliyet riskinin temelini oluşturur. Şirket, bu riskleri görmezden gelerek risklerden kaçınma stratejileri uygulamazsa, hem kendi hisse senetlerini hem de şirket değerini olumsuz etkileyebilir (Ercan ve Ban, 2005: 180).
- **Finansal Risk:** İşletmelerin finansmanında kullanılan borçlar ve öz sermaye miktarı, finansal riskin temelini oluşturur. Şirket, yükümlülüklerini yerine getiremez duruma düştüğünde finansal risk daha belirgin hale gelir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 42).
- **Yönetim Riski:** Şirketin yönetim kadrosunun hatalarından kaynaklanabilecek ve şirket değerini doğrudan etkileyen risklerdir. Yöneticilerin sigorta yaptırma, maliyet yönetimini doğru kontrol etme, rekabet ortamında şirketi doğru bir şekilde konumlandırma gibi konularda yanlış kararlar alması, şirketi ve şirket değerini olumsuz etkileyebilir (Akgüç, 2010: 839).

2.7.3. BETA Kavramı

Sistematik riskin temel ölçütü betadır. Beta, toplam riskten ziyade çeşitlendirilmiş portföylerdeki spesifik riski ölçmektedir. Beta katsayısı, piyasa portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişmelere bağlı olarak, hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişiklikler arasındaki ilişkiyi göstermektedir (Hitchner, 2010: 135). Bir menkul kıymetin piyasadaki değişimlere karşı duyarlılığı ne kadar yüksek ise, menkul kıymetin betası da o kadar yüksektir. Beta katsayısının kavramsal olarak daha iyi anlaşılması için tabloda farklı beta katsayılarına göre piyasa hareketleri gösterilmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 79).

Beta, yatırım aracının çeşitlendirme ile azaltılamayan riskini (sistemik risk) değerlendiren bir ölçüdür. Hisse senedinin betası, piyasa hareketlerine olan eğilimini ve piyasaya duyarlılığını yansıtır. Eğer bir hisse senedi piyasa ile aynı yönde hareket ediyorsa, betası 1 olarak kabul edilir. Eğer beta değeri 1'den yüksekse, hisse senedi piyasa getirisindeki değişikliklere karşı daha hassas bir şekilde tepki verir ve piyasaya göre daha yüksek bir getiri potansiyeli sunarken aynı zamanda daha yüksek bir risk taşır. Beta değeri 1'den düşükse, hisse senedinin getirisi piyasa endeksinin getirisinden daha düşük olur ve piyasaya göre daha az riskli bir yatırım olarak değerlendirilir. Roll (1977), hisse senedi piyasasının getirisi için piyasanın en iyi temsil eden endekslerin kullanılmasını eleştirmiştir. Bu eleştiriyle birlikte Roll, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM) teorisinin bugüne kadar doğru bir şekilde test edilemediğini ve gelecekte de pratik olarak doğru bir şekilde başarılmasının mümkün olmadığını iddia etmiştir. Bunun nedeni, CAPM teorisinde gerçek piyasa portföyünün küresel bir portföy olduğu ve dünyadaki tüm varlıkları kapsaması gerektiğidir. Yapılan deneysel çalışmalarda, CAPM teorisine tezat oluşturan bir durum olarak, piyasa endeksi global piyasa portföyü yerine kullanılmıştır. CAPM teorisinde, küresel piyasa portföyü için dünya genelindeki tüm varlıkları kapsayan bir portföyün kullanılması gerektiği belirtilir. Ancak, pratikte böyle bir portföy oluşturmak imkansız olduğundan, uygulamada Almanya'da DAX, İngiltere'de FTSE, Japonya'da Nikkei, Amerika'da NYSE Composite veya S&P500, Türkiye'de ise İMKB100 endeksleri gibi göstergeler kullanılmaktadır (Öztürk, 2009: 45).

Piyasayı temsil eden endekslerle hesaplanan betalar zamanla değişir ve sabit kalmazlar. Bu değişimin nedeni, kullanılan zaman periyodunun genişliğidir. Beta değerleri haftalık, aylık, üç aylık gibi farklı zaman dilimlerinde hesaplanabilir. Genellikle beş yıllık aylık veriler kullanılmaktadır. Beta değerlerini tahmin etmek için üç yaklaşım bulunmaktadır (Damodaran, 2002: 182):

- Tarihsel Piyasa Betaları
- Temel Betalar
- Muhasebe Betaları

2.8. Şirket Değerleme Süreci

Şirket değerlemenin süreci aşağıdaki gibidir (Pinto vd., 2010: 6).

- Şirketin faaliyetleri hakkında genel bir anlayış geliştirme: Bu aşama, sektörün geleceğini değerlendirmek, şirketin rekabet stratejisine dair bilgi toplamak için yapılır.
- Şirketin performansını tahmin etme: Satışlar, kazançlar ve finansal durum tahminleri, şirket değerini bulmak için temel verilerdir.
- Değerleme yaklaşımını seçmek: En uygun yöntemi seçmek için değerlendirme yöntemleri özellikleri, avantajları ve dezavantajlarıyla karşılaştırılır. Ayrıca değerlemenin amacı, kimin için yapıldığı ve şirket hakkındaki genel bilgiler göz önünde bulundurulur. Yöntemlerin karmaşıklığı arttıkça, bir şirketi değerlemek için gereken girdi sayısı da artar ve bu durum hem yöntemin anlaşılabilirliğini azaltır hem de olası girdi hatalarını artırır.
- Tahminleri değerlemeye dönüştürme: Seçilen yönteme göre tahminler uygulanır ve değerlendirme sonucuna ulaşılır.
- Yatırım kararı alma: Değerleme sonuçlarına dayanarak yatırım kararı verilir.

3. BÖLÜM

3. ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Şirket değerinin belirlenmesinde, şirketlerin genel işlevlerinin saptanması, çeşitli işlemlerin gelişmesini gerektirir. Bu süreçte, çalışmaların gelişme gösterdiği alan, farklı yöntemlerin geliştirilmesini zorunlu kılar. Şirketler, en uygun yöntemi belirleyerek ve muhasebe işlemlerinde geliştirmeler yaparak bu sürece yaklaşmalıdır. Bu tutum, özellikle etkili çalışma düzeylerini elde etmek için geleneksel veya ileri düzey yöntemleri tercih etme konusunda şirketlerin hangi yönetime dayalı olarak netlik kazanmalarını sağlamaktadır (Koyuncu, 2010: 32).

Finans literatüründe ve uygulamasında basit ve karışık birçok yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler çeşitli varsayımlara dayanmasının yanında yöntemlerden bazıları birçok ortak özellikler taşıyan değerlendirme yöntemlerinin bir arada sınıflandırılmasıyla birlikte daha geniş bir kavram olan değerlendirme yaklaşımını da meydana getirmektedir. Değerleme yöntem ve yaklaşımlarını birçok çeşitte sınıflandırabilmek mümkündür. Tablo 3.1.'de şirket değerlemesinde kullanılan yaklaşımların tarihsel olarak gelişme süreci verilmektedir.

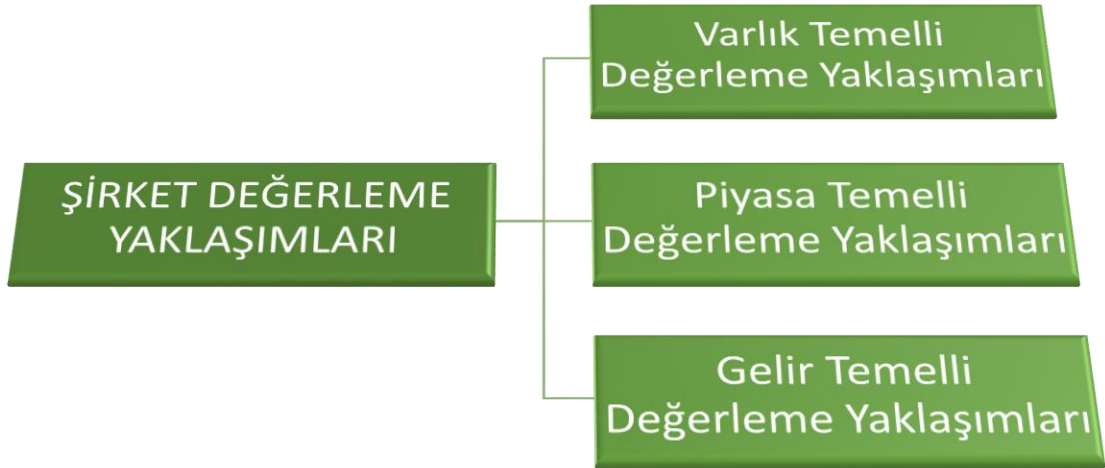
Tablo 3.1. Şirket Değerlemede Kullanılan Yöntemler

1920'ler	- Du Pont Modeli - Yatırımın Getirisi
1970'ler	- Hisse Başına Kazanç - Fiyat / Kazanç Oranı
1980'ler	- Piyasa Değeri / Defter Değeri - Öz Kaynak Getirisi - Net Aktif Getirisi - Nakit Akışı
1990'lar	- Ekonomik Katma Değer - Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr - Dengelenmiş Performans Kartı - Toplam Hissedar Getirisi - Yatırımın Nakit Akış Karlılığı
2000'ler	- Koşullu Hak Değeri (Reel Opsiyon Değeri) - Entelektüel Sermaye Değeri - Marka Değeri

“**Kaynak:** Gürbüz ve Engincan (2004: 88).”

Şirket değerleme yaklaşımları genellikle birbirini tamamlayıcı niteliktedir ve bir veya daha fazla değerleme modelinin birleşmesiyle oluşur. Her değerleme yaklaşımının avantajları ve dezavantajları vardır. Değerleme çalışmalarında en önemli nokta, değerleme yapılacak şirket için en uygun yaklaşımı seçmek ve bu yaklaşımın güçlü ve zayıf yönlerini iyi bilmek, yapılan değerleme çalışmasının objektifliği ve doğruluğunu doğrudan etkilemektedir (Şahin, 2017: 63).

Değerleme sürecinde farklı yöntemler ve modeller bulunmaktadır. Bu yöntemler arasında basit ve karmaşık olanlar da dâhil olmak üzere çeşitli seçenekler mevcuttur. Bu modeller ve yaklaşımlar, değeri belirleyen faktörlere yönelik farklı varsayımlar yapmalarına rağmen bazı ortak özellikleri paylaşırlar. Bu ortak özellikler sayesinde değerleme yaklaşımları, geniş bir çerçevede sınıflandırılabilir. Şirket değerleme için birçok yöntem kullanılmaktadır (Chambers, 2009: 199). Şirket değerleme; varlık temelli değerleme yaklaşımları, piyasa temelli değerleme yaklaşımları ve gelir temelli değerleme yaklaşımları şeklinde üçe ayrılır.



Şekil 3.1. Şirket Değerleme Yaklaşımları

3.1. Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımları

Varlık temelli değerleme yaklaşımlarında, Şirket değerlendirmesi sürecinde, şirketin maddi ve maddi olmayan varlıkları ile borçlarının toplam değeri göz önünde bulundurulur. Bu tür yaklaşımlar genellikle değerleme tarihine kadar olan varlıkların ve borçların, yani muhasebe kayıtlarının temel alındığı yöntemlere dayanır (Hitchner, 2010: 309). Varlık temelli değerleme yaklaşımlarında, şirketin değeri bilanço tablosuna dayanarak belirlenir. Varlık temelli değerleme yaklaşımlarında, maddi ve maddi olmayan varlıkların yanı sıra kullanılmayan varlıklar da hesaba katılır, ancak maddi olmayan varlıklar arasında yer alan itibar göz ardı edilir. Bu yaklaşımlar, şirketin gelecekte sağlayacağı gelir projeksiyonları, sözleşmeleri ve organizasyona yönelik değeri etkileyen faktörleri dikkate almadan sonuca varır (Chambers, 2009: 200).

Bu yaklaşım, maliyet odaklı bir değerleme yöntemi olarak bilinir ve değerlendirilen şirketin gelecekteki potansiyel gelişimini, paranın zaman içindeki değerini, sektörün mevcut durumunu, insan kaynaklarını, organizasyon sorunlarını, sözleşmeleri gibi muhasebe tablolarında yer almayan, ancak şirket değerini etkileyen unsurları hesaba katmadığı için sınırlı bir perspektif sunmaktadır (Fernandez, 2007:3).

Varlık temelli yöntemlerde, şirketin gelecekteki stratejisi, paranın zaman değeri, endüstrinin mevcut koşulları gibi faktörler dikkate alınmaz. Bu yöntemler kolay uygulanabilir ve zaman açısından verimlidir, bu nedenle yatırımcılar tarafından sıkça tercih edilir (Bağlama 2017: 43). Varlık temelli değerleme yaklaşımları; defter değeri yaklaşımı, tasfiye değeri yaklaşımı ve net varlık değeri yaklaşımı biçiminde gruplanabilir.

3.1.1. Defter Değeri Yaklaşımı

Defter değeri yaklaşımıyla, şirket değerinin belirlenmesi bilançodan yola çıkılarak gerçekleştirilir. Şirketin defter değeri, bilançoda görünen öz sermayenin değeridir. Öz sermaye değeri ise, toplam varlıkların ve borçların farkıdır (Fernandez, 2002: 24).

Defter değeri aşağıdaki gibi formüle edilir:

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar}$$

Defter değeri, tarihsel muhasebe kayıtlarına dayandığından, muhasebe teknikleri ve yöntemlerinin kullanımı değer farklı şekillerde oluşmasına neden olabilir. Örneğin, kur

farkları defter değeri veya gelir tablosuna bağlı olarak farklılık gösterebilir. Şirketin amortisman ayırma politikası ve stok değerleme yöntemi seçimi de benzer şekilde defter değerini etkileyebilir (Chambers, 2009: 200). Defter değeri, özellikle şirket birleşmelerinde ve şirketlerin toplu olarak satın alındığı durumlarda önem kazanan bir değerleme yöntemi olduğu bilinmektedir. Ancak, bu yöntem daha çok bir muhasebe terimini anımsattığından, bir değerleme standardı olarak kabul edilmemekte ve değerleme çalışmalarında tercih edilmemektedir (Bağlama, 2019: 45).

3.1.2. Tasfiye Değeri Yaklaşımı

Şirketin varlıklarının zorunlu satışından elde edilecek değerden borçların düşülmesi sonucunda kalan değeri ifade eder. Bu yöntem, net aktif değeri yöntemine benzer, ancak farkı varlıkların piyasa değeri yerine zorunlu satış fiyatı üzerinden değerlendirilmesidir. Bu durumda, şirketin varlıklarının zorunlu durumlarda piyasa değerinin altında satılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Tasfiye değeri, gelecekte nakit akışı potansiyeli olmayan şirketler için uygun bir değer hesaplama yöntemi olarak görülürken, faaliyetlerini sürdüren ve gelecekte nakit akışı potansiyeli olan şirketlerde ise geçerli değildir (Öztürk, 2019: 84).

3.1.3. Net Varlık Değeri Yaklaşımı

Bu yaklaşım, şirketin aktiflerinin piyasa değeri üzerinden elde edilebilecek gelirlerin, şirketin borçlarının piyasa değeriyle düşülmesiyle belirlenen bir değerdir. Net varlık değeri, tüm yükümlülükler ödendikten sonra varlıkların nakit olarak elden çıkarılmasıyla elde edilecek değeri ifade eder. Net varlık değeri yöntemi, bir şirketi satın almak isteyen kişinin ödemek zorunda olduğu miktarın, şirketin varlıklarının belirli bir tarihte nakde çevrildiğinde ve tüm borçları ödendiğinde kalan miktar veya varlıkların yenileme değeri olacağı varsayımına dayanır. Diğer bir deyişle, Net varlık değeri, bir şirketin belirli bir tarihteki varlıklarından yükümlülüklerin düşülmesiyle elde edilen öz kaynak toplamını ifade eder (Çırak, 2018: 233).

$$\text{Net Varlık Değeri} = \text{Şirket Varlıklarının Piyasa Değeri} - \text{Şirket Borçlarının Piyasa Değeri}$$

Bu yaklaşım, varlıkların mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek nakitleri ifade etmektedir. Eğer varlıklar elde tutulmadan, tipik koşullar altında satılmak

istenirse, elde edilecek gelirden giderlerin çıkarılmasıyla net aktif değer ortaya çıkar (Yaslıdağ, 2021: 90).

3.2. Piyasa Temelli Değerleme Yaklaşımları

Piyasa temelli değerleme yaklaşımları, aynı zamanda göreceli değerleme yaklaşımları olarak da bilinir ve temelde, şirket değerini belirlemek için piyasa tarafından fiyatlandırılmış benzer varlık veya şirketlerin değerleriyle karşılaştırma yapmayı içeren bir yaklaşım türüdür. Bu yaklaşımlarda, şirket değeri üç aşamada belirlenir. İlk olarak, önceden piyasa değerlemesi yapılmış benzer veya karşılaştırılabilir bir şirketin belirlenmesi gereklidir. İkinci aşamada, piyasa fiyatları ortak bir değişkene ve standart değerlere dönüştürülerek karşılaştırılabilir bir fiyat haline getirilir. Son aşamada ise şirketler veya varlıklar arasındaki farklar göz önünde bulundurularak, standartlaştırılmış değere sahip olan değerlendirilen şirketin değeri ile karşılaştırma yapılacak şirketin standart değeri birlikte değerlendirilir (Damodaran, 2009: 91).

Piyasa temelli değerleme yaklaşımlarının genel hedefi, herhangi bir varlığın pazardaki belirli bir yapıya sahip olduğu değerini belirlemektir. Bu değerleme tekniğinde, temel mantık benzer ürünlerin aynı fiyatlarla satıldığı varsayımına dayanır. Bu şekilde, varlıklar doğru bir şekilde değerlendirildiğinde, alıcılar ve satıcılar ürünleri etkili bir şekilde karşılaştırabilir ve kendi varlıklarının doğru bir şekilde değerini belirleyebilirler. Bu yöntem, borsada işlem görmeyen şirketlerin değerlemesini içerir. Bu bağlamda, ifade edilen model sistemi, diğer işletme değeriyle aynı olacağı varsayımıyla işleyiş yapısının geliştirilmesini kapsar (Masun, 2017: 215).

Manitoba Üniversitesi tarafından 2012 yılında Avrupa'da gerçekleştirilen Değerleme Uygulamaları anketine katılan 416 finans profesyonelinin %80'i, şirket değerlemelerinde İndirgenmiş Nakit Akımları ve Benzer Şirket Çarpanları yöntemlerini kullandıklarını ifade etmiştir. New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından 2013 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan birleşme ve satın alma değerleme yöntemleri araştırmasında ise 100 değerleme raporu incelenmiş ve İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Temelli Değerleme Yaklaşımlarının eşit oranda kullanıldığı görülmüştür. Avustralya Değerleme Uygulamaları Anketi ise 2013 yılında Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG)'nin Avustralya temsilcisi tarafından gerçekleştirilmiş olup toplamda 23 profesyonel şirket katılmıştır. Katılımcıların %65'i her zaman İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemini, %48'i ise her zaman Piyasa Bazlı Değerleme yöntemlerini kullanmaktadır (Çırak, 2018: 181).

Şirketlerin "Göreceli" değerlerini hesaplamak için kullanılan karşılaştırmada, belirli parametrelere indirgenmiş benzer şirketlerin piyasa tarafından fiyatlandırılmış olmaları gerekmektedir. Bu benzer şirketler, BIST ve yabancı ülkelerin borsalarında işlem gören veya Türkiye'de veya uluslararası piyasalarda borsada veya borsa dışında satışa sunulan şirketlerdir (Çırak, 2018: 182).

Piyasa temelli değerlendirme yaklaşımları; karşılaştırılabilir şirket değeri yöntemi ve karşılaştırılabilir pazar değeri yöntemi olarak gruplandırılabilir. Karşılaştırılabilir pazar değeri yöntemi de kendi içinde; "fiyat / kazanç oranı", "piyasa değeri / defter değeri oranı", "piyasa değeri / yeniden yerine koyma oranı" ve "piyasa değeri / satışlar oranı" olarak incelenmektedir.

3.2.1. Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi, hisse senetlerinin değerlemesinde yaygın olarak kullanılan bir yaklaşımdır. Bu yöntem, benzer sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerlerini kullanarak hedef şirketin değerini tahmin etmeye odaklanır. Bu yöntem, piyasa verilerini ve benzer şirketlerin performansını analiz ederek, hedef şirketin değerini belirlemek için bir çerçeve sağlamaktadır. Değerlemesi yapılan şirket, nakit akışları, büyüme potansiyelleri ve riski bakımından benzerlik gösteren şirketlerle karşılaştırılarak "karşılaştırılabilir şirket" olarak adlandırılmaktadır. Değerleme analizlerinde genellikle aynı iş sektöründe faaliyet gösteren şirketler, incelenecek şirket olarak kabul edilmektedir. Karşılaştırılabilir şirket yönteminde, değerlemeye tabi tutulan şirketle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler gruplandırılır ve bu şirketlerin piyasa çarpanları hesaplanır. Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi, yatırımcılar, analistler ve finansal uzmanlar tarafından sıklıkla kullanılır. Bu yöntem, şirketin piyasa değerini objektif bir şekilde tahmin etmek ve hisse senedinin gerçek veya adil değerini belirlemek için bir referans noktası sağlar. Ancak, bu yöntemde dikkat edilmesi gereken nokta, karşılaştırma yapılacak şirketlerin gerçekten benzer özelliklere sahip olması ve verilerin doğru ve güvenilir olmasıdır (Öztürk, 2009: 122).

3.2.2. Karşılaştırılabilir Pazar Değeri Yöntemi

Şirket değerlemesinde pazar değeri yaklaşımı, değerlendirme yapılacak şirketi piyasada satılan aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle, bu şirketlerin haklarıyla ve tüm

özellikleriyle karşılaştırmayı temel almaktadır. Değerlemeye tabi tutulan şirketin değeri, benzer faaliyet yapısına sahip şirketlerin piyasada el değiştiren işlem bedelleriyle karşılaştırılarak belirlenir. Bu yaklaşıma göre, değerlemeyi yapabilmek için öncelikle, değerlendirilecek şirketle benzer faaliyetlere sahip diğer şirketlerin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu tespit edilen şirketlerin piyasa değerleri, çarpanlar kullanılarak ifade edilebilecek bir şekilde dönüştürülür ve değerlendirilecek şirketin finansal durumuna göre düzeltmeler yaparak değerlendirme gerçekleştirilir (Ratner vd., 2009: 28).

Bu yaklaşıma göre, bir varlığın değeri, benzer veya karşılaştırılabilir varlıkların piyasa tarafından belirlenen değeri ile karşılaştırılır. Bu nedenle, karşılaştırılabilir bir varlık belirlemek ve bu varlıkla ilgili piyasa değeri hakkında bilgi edinmek önemlidir. Daha sonra, bu piyasa değerleri standart değerlere dönüştürülür. Standartlaştırma işlemi, fiyat çarpanlarının oluşturulmasıyla gerçekleştirilir. Ardından, değerlemesi yapılan varlığın çarpanı, karşılaştırılacak varlığın standart değeriyle karşılaştırılır. Bu karşılaştırma sırasında, şirketler arasındaki farklılıkların çarpanı etkileyebileceği dikkate alınır (Chambers, 2009: 179). Literatürde piyasa temelli değerlendirme yaklaşımları yönteminde şirket değerine, piyasa çarpanları aracılığıyla ulaşılmaktadır. Piyasa çarpanlarının açıklamaları aşağıdaki gibidir.

3.2.2.1. Fiyat / kazanç oranı

Yatırımcıların, şirketin net karının hisse başına düşen miktarına dayanarak ödeyecekleri fiyatı veya bu miktarın kaç katına eşdeğer bir miktarı ödeyeceklerini gösteren bir yöntem olarak bilinir. Başka bir ifadeyle, mevcut koşulların devam etmesi durumunda, yatırımcının yaptığı ödemeyi ne kadar sürede geri alabileceğini ifade eder. Bu yöntem sıklıkla kullanılır ve şirket değeri iki farklı şekilde hesaplanabilir. İlk yöntem, fiyat/kazanç (F/K) oranının toplam net kara çarpılmasıdır. Diğer yöntem ise, F/K oranının hisse başına net karla hisse senedi sayısının çarpılmasıdır. Bu şekilde temelde F/K oranı belirlenir ve bu yöntemle şirket değeri hesaplanır (Cingöz, 2014: 63). F/K oranı ve F/K oranına göre şirket değeri aşağıdaki formüllerle hesaplanır.

$$\text{Hisse Başı Kâr} = \text{Net Kâr} / \text{Ödenmiş Sermaye}$$

$$F/K = \text{Hisse Değeri} / \text{Hisse Başı Kâr}$$

$$\text{Şirketin Değeri} = \text{Sektör F/K Oran Ortalaması} \times \text{Şirketin Kazancı}$$

F/K oranı, bir şirketin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasındaki ilişkiyi gösteren bir ölçüdür. Bu oran, hisse başına düşen net kar ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpanın bulunması gerektiğini ifade eder. Bu çarpan katsayısı, yatırımcıların her bir birim net kara karşılık ne kadar ödemeye istekli olduklarını gösterir. Başka bir deyişle, bu oran, hisse senedinin hisse başına kazanç oranını ifade eder. Örnek olarak, bir şirketin F/K oranının 9 olması, yatırımcıların hisse başına düşen kazancın dokuz katını hisse senedi fiyatı olarak ödemeye razı olduklarını gösterir (Chambers, 2009: 217).

3.2.2.2. Piyasa değeri / defter değeri oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranı, bir şirketin piyasa değerinin defter değerine oranı olarak tanımlanır. Bu oran, hisse senedi piyasa değerinin hisse başına öz kaynak değeriyle karşılaştırılmasıyla hesaplanır. Bu oran, bir şirketin piyasa değerinin öz kaynak değerine kıyasla ne kadar olduğunu gösterir (Toraman ve Körpi, 2015: 44). PD/DD oranı, şirketlerin menkul kıymetler piyasasındaki performansını yansıtan bir orandır ve aynı zamanda şirketlerin değerlendirme çalışmalarında da kullanılır. Bu oran, hisse senedinin piyasada işlem gördüğü değerle şirketin öz sermaye değeri arasındaki ilişkiyi gösterir. PD/DD oranı, yatırımcılar tarafından hisse senedinin değerini değerlendirmek ve hisse senedinin piyasa fiyatının şirketin gerçek değerine göre ne kadar olduğunu anlamak için kullanılır. (Bağlama, 2017: 38). PD/DD oranı ve PD/DD oranına göre şirket değeri aşağıdaki formüllerle hesaplanmaktadır.

$$PD/DD = \text{Piyasa Değeri} / \text{Öz Sermaye}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Sektör PD/DD Oran Ortalaması} \times \text{Öz Sermaye}$$

PD/DD oranı, yatırımcılar için önemli bir değerlendirme aracıdır. Bu oranın yüksek veya düşük olması, şirketin hisse senedinin değerini etkileyebilir ve yatırımcıların kararlarını etkileyebilir. Ancak, bu oranın yorumlanmasında dikkatli olunmalıdır, çünkü sektörel farklılıklar, büyüme potansiyeli, şirketin varlık yapısı gibi faktörler oranı etkileyebilir. Dolayısıyla, yatırımcılar bu oranı diğer finansal göstergeler ve sektör ortalamalarıyla birlikte değerlendirmelidir. Bu oran, şirketlerin piyasa değerini bilançodaki defter değeriyle karşılaştırma işlemidir. Yüksek enflasyon seviyelerinde, şirketlerin açıklanan kar rakamları gerçek kazançlarını yansıtmayabilir, bu nedenle PD/DD yöntemi kullanılır. Oranın uygulanmasında, gerçek değerlerin belirlenmesi için aynı sektörde faaliyet gösteren, benzer

risk seviyesine sahip ve hisse senetlerinin piyasada alınıp satıldığı şirketlerden gözlem setleri oluşturulur (Taner ve Akkaya, 2003: 3).

PD/DD oranı, özellikle yatırımcılar arasında popülerlik kazanmıştır çünkü bu oran sayesinde hızlı bir şekilde hisse senedi fiyatının aşırı değerli mi yoksa ucuz mu olduğunu anlayabilirler. Bu oran, şirketin değerinin piyasa değerinin ne kadar altında veya üzerinde olduğunu belirlemek ve diğer şirketlerle karşılaştırarak değerlendirmek için kullanılır. Bu şekilde, detaylı bir nakit akımları hesaplaması gibi kapsamlı bir araştırmaya ihtiyaç duymadan hızlı bir değerlendirme yapabilirler. Bu nedenle, yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 132).

3.2.2.3. Fiyat / satışlar oranı

Fiyat/Satışlar (F/S) oranının düşük olduğu durumlarda, değeri düşük olan hisse senetlerini seçmek için uygun olduğu düşünülmektedir. Bu oran, olgun, dönemsel olarak zayıf performans gösteren ve kar elde etmeyen şirketlerin hisse senetlerini değerlemek için kullanılan bir ölçüt olarak önerilmektedir (Pinto vd., 2010). F/S oranı, son yıllarda halka açık şirketlerin öz kaynak değerlemesinde sıkça kullanılmakta ve düşük değeriyle hisse senetlerini bulmak için en iyi oran olduğu savunulmaktadır. Bu oran, aynı sektörde faaliyet gösteren benzer firmaların brüt kar marjlarının ve firma etkinliklerinin aynı olduğu varsayımından yola çıkarak bu firmaların karşılaştırılmasında kullanılan bir orandır (Yalçın, 2014). F/S oranı ve F/S oranına göre şirket değeri aşağıdaki formüllerle hesaplanmaktadır.

$$\text{Hisse Başı Satış} = \text{Satışlar} / \text{Ödenmiş Sermaye}$$

$$F/S = \text{Hisse Değeri} / \text{Hisse Başı Satış}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Sektör F / S Oran Ortalaması} \times \text{Satışlar}$$

3.2.2.4. Fiyat / nakit akımı oranı

Şirketlerin farklı amortisman uygulamaları nedeniyle, şirket değerlemesinde nakit akımları yönteminin gelirlerden daha objektif bir yaklaşım olduğu düşünülmektedir. Fiyat/Kazanç oranı kullanıldığında, şirketin kazancıyla piyasa değeri arasındaki ilişkiden yola çıkarak şirket değeri hesaplanırken, Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde ise piyasa değeri ile nakit akımları arasında bir ilişki kurularak benzer şirketlerin değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer şirketlerin fiyatları ile nakit akımları oranı belirlenerek, değerlemesi

yapılacak şirketin nakit akımlarıyla bu oranın çarpımı sonucunda şirket değeri hesaplanır (Cebe, 2017: 19). F/NA oranı ve F/NA oranına göre şirket değeri bulunurken aşağıdaki formüller kullanılmaktadır.

$$\text{Nakit Akımı} = \text{Net Kâr} + \text{Amortismanlar}$$

$$\text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı} = \text{Nakit Akımı} / \text{Ödenmiş Sermaye}$$

$$F/NA = \text{Hisse Değeri} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Sektör F/NA ortalaması} \times \text{Şirket Nakit Akımı}$$

F/NA oranı, yatırımcıların bir şirketin nakit akımlarını değerlendirirken hisse senedinin fiyatına oranlamalarını sağlar. Bu oran, hisse senedinin piyasa değeriyle şirketin net nakit akımları arasında bir ilişki kurarak şirketin değerini tahmin etmeyi amaçlar. Yüksek bir F/NA oranı, hisse senedinin piyasa değerinin nakit akımlarına göre yüksek olduğunu gösterirken, düşük bir F/NA oranı hisse senedinin piyasa değerinin nakit akımlarına göre düşük olduğunu işaret eder. F/NA oranı, yatırımcılar için bir değerlendirme aracıdır, ancak tek başına kullanıldığında yetersiz olabilir. Diğer finansal göstergeler, sektör ortalamaları ve şirketin özel koşulları gibi faktörler de dikkate alınmalıdır. F/NA oranı, şirketin nakit performansının değerlemeye dâhil edilmesiyle daha kapsamlı bir değerlendirme sağlar. Ancak, şirketin faaliyetlerinin ve nakit akımlarının detaylı bir analizi yapılmalı ve oranın yorumlanması dikkatlice gerçekleştirilmelidir.

3.2.2.5. Firma değeri / faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr

Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve vergi öncesi kâr (FD/FAVÖK) oranı şirket değerlendirme de fazlaca kullanılan oranlardan biridir.

Dağdelen (2022) çalışmasında “FAVÖK’ün negatif çıkma ihtimalinin düşük olması tercih edilmesinin ilk sebebidir. FAVÖK’de net kâra amortisman, faiz ve vergi giderleri eklenmektedir. Damodaran (2012) FAVÖK’ün genelde pozitif çıktığını ve negatif çıkan şirketlerin analizlerde dikkate alınmadığını belirtmektedir. Diğer yandan yazar firmaların amortisman yöntemlerindeki tercih farklarının net karı etkilediğini ancak FAVÖK’ü etkilemediğini belirtmektedir” demiştir.

$$FAVÖK = Faaliyet Kârı + Amortismanlar$$

$$Hisse Başına Düşen FAVÖK = FAVÖK / Ödenmiş Sermaye$$

$$FD/FAVÖK = Hisse Değeri / Hisse Başına Düşen FAVÖK$$

$$Şirket değeri = Sektör FD/FAVÖK ortalaması \times Şirket FAVÖK$$

3.2.2.6. Piyasa çarpanlarına göre şirketin hisse senetlerinin göreceli tahmini

F/K ve PD/DD oranlarının neticelerine göre bir hisse senedinin pahalı mı yoksa ucuz mu olduğunu anlamak için BIST100 endeksinin şirketlerinin ortalama F/K ve PD/DD oranlarına bakmak gerekmektedir.

- Şirket F/K > bist100 ortalama F/K ise hisse senedi pahalı,
- Şirket F/K < bist100 ortalama F/K ise hisse senedi ucuzdur.
- Şirket PD/DD > bist100 ortalama PD/DD ise hisse senedi pahalı,
- Şirket PD/DD < bist100 ortalama PD/DD ise hisse senedi ucuzdur.

Şirketlerin F/K ve PD/DD oranlarına göre ucuzluk-pahalılık durumu belirlendikten sonra olması gereken fiyatlar hesaplanır. Bu hesaplamaları yapabilmek için aşağıdaki formüllerden yararlanılır (Kaderli, 2021: 23).

$$OGF_{F/K} = \frac{BIST100 \text{ ortalama } F/K}{Şirket F/K} \times Şirketin \text{ Borsadaki Hisse Senedi Fiyatı}$$

$$OGF_{PD/DD} = \frac{BIST100 \text{ ortalama } PD/DD}{Şirket PD/DD} \times Şirketin \text{ Borsadaki Hisse Senedi Fiyatı}$$

Bu sonuçların neticesinde göreceli (içsel) değer hesaplanmaktadır. Göreceli değer formülü aşağıdaki gibidir.

$$Göreceli \ Değer = \frac{(OGF_{F/K}) + (OGF_{PD/DD})}{2}$$

Ulaşılan göreceli değer şirkete ait hisse senedinin fiyatı piyasa fiyatından yüksekse, o hisse senedine yatırım yapılabilir kategorisine alınabilir. Tam tersi durum söz konusu ise o hisseye yatırım yapılmamalı, elde var ise uygun bir zaman içinde elden çıkarılmalıdır (Kaderli, 2021: 24-25).

3.3. Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları

Şirketin gelecekte elde edeceği gelirleri dikkate alan değerleme yöntemleri, gelir odaklı yaklaşımı kullanır. Gelir odaklı yaklaşım, işletmenin faaliyetleriyle oluşacak ve gelecek yıllarda beklenen serbest nakit akımlarını ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi için kullanılan iskonto faktörünü içerir. İşletmenin üreteceği nakit akımları, şirketin büyüme potansiyeline ve riskine bağlıdır (Öztürk, 2009: 84).

Gelir temelli değerleme yaklaşımları, varlık temelli değerleme yaklaşımlarından farklıdır çünkü varlığın edinme maliyeti yerine varlığın elde bulundurulmasıyla sağlanacak kazançları esas alır. Gelir temelli değerleme yaklaşımları, şirket değerlemesinde en yaygın olarak kullanılan yöntemlerdir. Bu yaklaşımların temel yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yöntemidir (Yalçın, 2014: 73).

3.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

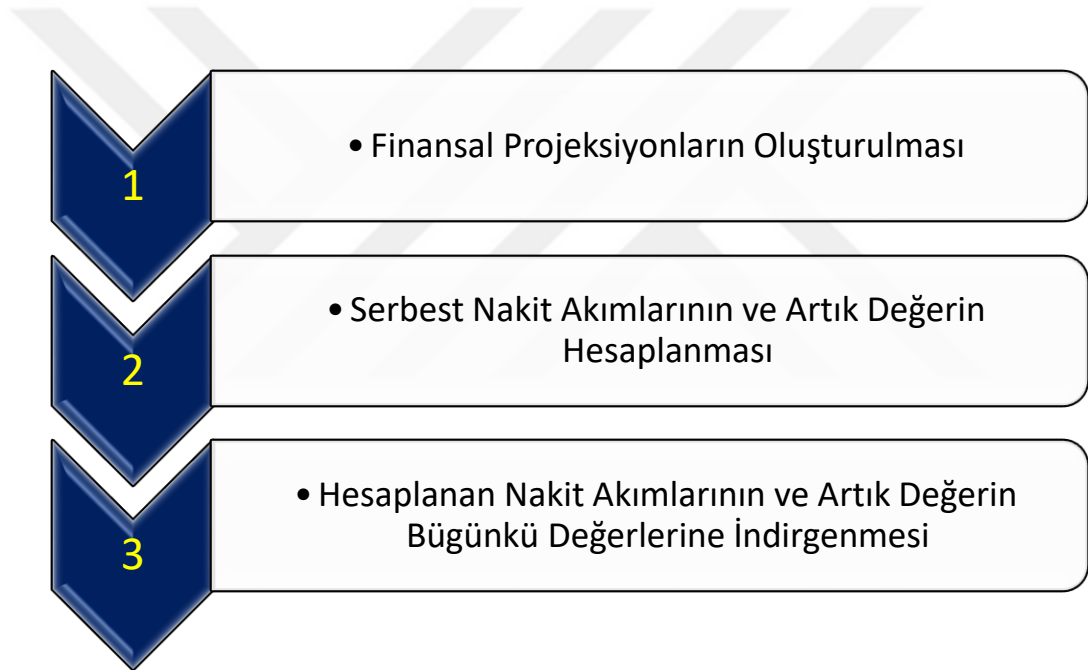
İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi, diğer tüm yaklaşımların temelini oluşturur. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımının temellerini anlamak, doğru bir şekilde göreceli yaklaşımı yapabilmek için önemlidir. Bu yöntem, şirket değerlemede sıkça kullanılan yöntemlerden biridir (Damodaran, 2012: 14).

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi, bir şirketin değerini belirlemek için yapısal özellikleri, müşteri portföyü, Pazar payı, büyüme potansiyeli, organizasyon yapısı ve yönetim kadrosu gibi faktörleri analiz ederek gelecekte beklenen nakit akımlarına dayanır. Bu yöntem, basitçe, şirketin gelecekte üreteceği nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi olarak açıklanabilir. İndirgeme işlemi, nakit akımlarına uygun bir iskonto oranının uygulanmasıyla gerçekleştirilir ve bu oran, şirketin risk profilini yansıtır. İNA yönteminde, şirket değeri, indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıkların toplamından oluşur. Öz sermaye değeri hesaplanırken, ayrıca değerleme tarihindeki banka kredilerinin piyasa değeri de dikkate alınır. İskonto oranının niteliği göz önünde bulundurularak, şirketin hisse değeri belirlenir. İndirgenmiş nakit akımları temelli değerleme yapabilmek için üç önemli öngörüye ihtiyaç vardır (Çırak, 2018: 37).

- Değerlendirilecek şirket için faaliyet süresi, kısıtlı mı yoksa sınırsız mıdır?
- Değerlendirilecek şirketin faaliyet süresi boyunca beklenen nakit akımları nelerdir?

- Öngörülerini bugünkü değere indirmek için kullanılacak iskonto oranı nedir?

Başlangıçta, değerlendirilecek şirketin belirli bir yatırım, proje veya işletme süresiyle ilişkili olup olmadığının değerlendirilmesi gerekmektedir (Çırak, 2018: 37). Sonrasında, şirketin tahmini faaliyet süresi (sınırlı/sınırsız) boyunca elde edeceği nakit akımlarının hesaplanması için finansal projeksiyonlar oluşturulmalıdır. Bu projeksiyonlar, şirketin geçmiş yıllarına ait mali tabloların değerlendirilmesi ve analiziyle temellendirilmelidir, böylece projeksiyonlar sağlam bir temele oturtulabilir. Son aşamada, finansal projeksiyonlardan türetilen nakit akımları, belirli risk faktörlerini içeren bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerlerine indirgenmelidir. İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılarak yapılan değerlendirme çalışması aşağıdaki adımlardan oluşmaktadır (Çırak, 2018: 38).



“Kaynak: Çırak (2018: 38).”

Şekil 3.2. İNA Yöntemine Göre Değerleme Çalışması

İNA yöntemi, iki temel prensibe dayanmaktadır. İlk olarak, her varlığın gerçek değeri, nakit akışları, büyüme potansiyeli ve riskin bilinmesiyle belirlenir. İkinci olarak, piyasanın etkin olmadığı ve varlıkların mükemmel bir şekilde fiyatlandırılmadığı durumlarda, yeni bilgilerin ortaya çıkmasıyla varlığın değeri revize edilebilir. Gelecekteki nakit akımlarını bugünkü değere indirmek, gelecek ile bugün arasındaki zaman farkını hesaba katmayı

gerektirir (Yalçın, 2014: 75). 2014: 41). Bu yöntemde, şirketin gelecekte sağlayacağı net nakit akımları tahmin edilerek, bu nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanır. İNA yönteminin temel bileşenleri, nakit akımları, iskonto oranı ve büyüme oranıdır. Bu yöntem, varlık değerlemesinde de kullanılmaktadır ve finans teorisi ve şirket değerlemesi alanında en yaygın kabul gören ve en sık kullanılan yöntem olarak bilinir (Sayılğan, 2013: 456).

İNA yönteminin şöyle formüle edilir (Damodaran, 2012: 15):

$$Değer = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Nakit Akımı_t}{(1 + r)^t}$$

n = Nakit Akımı Süresi

r = İskonto Oranı

CF_t = t zamandaki nakit akımı

İNA yönteminde, belirleyici bir faktör olan indirgeme oranının (risk) tespiti önemli bir konudur. Finansal literatürde indirgeme oranı fırsat maliyeti, sermaye maliyeti, iskonto oranı, borçlanma maliyeti, borç verme oranı, hisse getirisi, tahvil getirisi gibi terimlerle de ifade edilir. İndirgeme oranı, nakit akımlarının riskini yansıtmak amacıyla kullanılır ve nakit akımlarının riski ve niteliğiyle uyumlu olmalıdır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin üstün ve zayıf yönleri aşağıdaki gibidir (Chambers, 2009: 210-211):

Üstün Yönler:

- Bu yöntem, şirketin gerçek değerini belirlemek için önemli ve bilimsel bir yaklaşımdır.
- Şirketin gelecekteki performansını en iyi şekilde yansıtan bir değerlendirme yöntemidir.
- Odak noktası, şirketin nakit yaratma potansiyelidir.
- Birleşme ve satın almalarda sinerjilerin değerlendirilmesine olanak sağlar.
- Şirketin şerefinessini içerir.

Zayıf Yönler:

- Uygulanmasında karmaşık bir yöntemdir,
- Temel aldığı varsayımlar sübjektiftir.

- Geleceğe dair belirsizlikler değeri etkiler.
- Diğer yaklaşımlardan daha fazla girdi ve bilgi gerektirir.

3.3.1.1. Nakit akımlarının tahmin edilmesi

Nakit akışı, bir şirketin belirli bir zaman diliminde tüm kaynaklarından elde ettiği nakit miktarını ifade eder. Başka bir tanıma göre, nakit akışı, bir şirketin bir muhasebe dönemi boyunca elde ettiği nakit ile harcadığı nakit arasındaki farktır. Şirketin nakit akışı, nakit girişleri ve çıkışları ayrı ayrı dikkate alınmalıdır. Genellikle faaliyetler, yatırımlar ve finansman unsurları olarak sıralanan nakit akışı bileşenleri, birbirleriyle uyumlu bir şekilde çalışmalıdır. Uzun vadeli sürdürülebilirliği hedefleyen bir şirket, borç ödemeleri ve kar payı gibi nakit ihtiyaçlarını kendi faaliyetlerinden karşılamayı hedeflemektedir (Chambers, 2009: 150).

Nakit akımlarını tahmin etmek için genellikle başlangıç noktası, kazanç ölçümüdür. Örneğin, bir şirkete gelen serbest nakit akımı, vergi sonrası faaliyet kazançlarına dayanmaktadır. Tam tersi durumda ise öz sermayeye gelen serbest nakit akımı, net gelirle başlar. Faaliyet ve net gelir ölçüleri, muhasebe tablosundan elde edilmekte ve kullanılmaktadır. Bu nedenle, değerlemeler için daha uygun hale gelmesi için muhasebeciler tarafından ölçülen şirket kazançlarının düzeltilmesi gerekebilir. Özellikle gerçek finansal harcamaları temsil eden faaliyet kiralalamaları ve araştırma ve geliştirme harcamalarının masraflarını oluşturan unsurlar gözden geçirilmelidir (Damodaran, 2012: 226).

3.3.1.2. İskonto oranının belirlenmesi

İskonto oranı, senetlerin indirgenmesinde kullanılan faiz oranı olarak tanımlanır ve banka ve benzeri kuruluşlar tarafından sunulan senetlerin kalan vadeye göre iskonto edilmesini hesaplamak için kullanılır. Bu oran, şirket değerlemesi veya ticari senet değerlemesi kadar, sermaye bütçelemesi ve yatırım kararlarının alınmasında da önemli bir rol oynamaktadır. Sermaye bütçelemesinde, iskonto oranı, projenin kaynaklarının sermaye maliyeti veya yatırımcının projeden beklediği getiri oranı olarak ifade edilir (Seyidoğlu, 2002: 297).

3.3.1.3. Öz sermaye maliyeti

Şirketin hissedarlarının şirkete yaptıkları sermaye yatırımlarının maliyetini belirlemek için kullanılan bir kavramdır. Şirketin öz sermaye maliyeti, hissedarların şirkete yatırım yaparken bekledikleri en düşük getiri olarak tanımlanır (Öztürk, 2009: 39). Bir şirket tek başına öz sermaye maliyetini belirleyemez, çünkü bu maliyet piyasa koşullarında şekillenir. Piyasa koşulları her sektör ve her ülke için farklılık gösterir. Şirketler, öz sermaye maliyetini belirlemek için Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM) veya Arbitraj Fiyatlama Modeli gibi yöntemlerden yararlanır (İvgen, 2003: 73).

CAPM'ye göre, bir varlığın sistemik riskiyle beklenen getirisi arasında basit ve doğrusal bir ilişki olduğu gösterilmektedir. Bu ilişkinin iki temel işlevi bulunmaktadır. İlk olarak, belirli bir risk seviyesinde hissedarların talep ettiği getiri oranını hesaplayarak, gerçekleşen getiri ile teorik olarak beklenen getiri arasındaki karşılaştırmayı mümkün kılar. İkinci olarak, henüz piyasada fiyatı belirlenmemiş bir varlığın fiyatını tahmin etmeye yardımcı olur. Bu nedenle, CAPM, riskli varlıkların fiyatlandırılmasını açıklamada faydalı bir modeldir (Sipahi vd., 2016: 46).

Bu model çeşitli varsayımlara dayanmaktadır. İlk varsayım, yatırımcıların aynı beklentilere sahip olduğudur. İkinci varsayım, işlem maliyetlerinin olmadığıdır. Üçüncü varsayım, yatırımcıların özel bilgilere erişemediğidir. Dördüncü olarak, CAPM tüm varlıkların takas edildiğini ve yatırımların sonsuz çeşitlilikte olduğunu varsayar. Beşinci varsayım, risk ölçüsünü hesaplamak için fiyat değişimlerini geçmiş verilere dayanarak hesaplamayı gerektirir, hatta teorik olarak geleceğe yönelik baksa bile. Son varsayım, yatırımcıların yatırımlarını ve borçlanmalarını risksiz oran üzerinden gerçekleştirebildiği şeklindedir (Kepez, 2006: 154).

CAPM, bir portföyün riskini piyasa riski ve şirkete özgü risk (spesifik risk) olarak iki bölüme ayırır. Sistemik risk aynı zamanda piyasa riski olarak da bilinir ve şirket dışı faktörlerin neden olduğu değişikliklerden kaynaklanır. Bu faktörler arasında faiz oranı değişiklikleri, enflasyon oranları ve genel ekonomik durum gibi genel piyasa unsurları yer alır. Spesifik risk ise şirkete özgü risktir ve şirketin üretim, pazarlama, finans gibi alanlardaki değişikliklerin hisse senedi fiyatlarına etkisini tanımlar. CAPM, finansal varlıkların fiyatlandırılmasında kullanılan bir modeldir ve finansal varlığın riski ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışır. Bu şekilde, beta, sistemik riski ifade eder. Beta,

regresyon analizi kullanılarak hesaplanır ve bir hisse senedinin getirisinin, piyasa hareketlerine olan tepkisini yansıttığı düşünülür. Beta değeri 1 olan bir hisse senedi, piyasa ile aynı yönde hareket etme eğilimindedir. Beta değeri 1'den büyük olan varlıklar daha riskli olarak kabul edilirken, beta değeri 1'den küçük olan varlıklar daha güvenli olarak kabul edilir. Risksiz bir varlığın beta değeri ise 0'dır (Ercan vd., 2006: 20).

Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan bir başka yöntem Arbitraj Fiyatlama Teorisi (Arbitrage Pricing Theory-APT)'dir. APT, temel olarak CAPM'de olduğu gibi varlıkların beklenen getiri oranlarındaki değişkenliği açıklayan teorik bir çerçeve sunar. Bu yeni yaklaşımın temel ilkesi, birden çok sistemik risk faktörünün varlık getiri oranları üzerinde etkisi olduğudur (Altay, 2012: 135).

Arbitraj, aynı varlığın farklı piyasalarda farklı fiyatlardan alınıp satılmasıyla sağlanan karı ifade eder. APT modeli ise aynı iki varlığın farklı fiyatlarla işlem göremeyeceğini belirten bir modele dayanır. APT, CAPM'ın işlem maliyetleri ve özel bilgi edinme hakkıyla ilgili varsayımlarını genişletmeyi amaçlamaktadır. Bu modelin en önemli özelliği, finansal varlıkları etkileyen temel faktörleri modele dâhil etmektir. Model, varlıkların tahmin edilen getirilerini makroekonomik değişkenlerin dalgalanmalarına bağlı olarak belirler ve faktör riskinin varlık fiyatlamasında daha büyük bir öneme sahip olduğunu vurgular (İvgen, 2003: 94).

APT ile yatırımcıların tercihleri hakkında varsayım yapmak veya varlık getirileri için özel bir olasılık dağılımı oluşturmak gerekmemektedir. Bu modele göre, yatırımcılar risksiz bir yatırım yapabilir ve risksiz getiri oranına göre daha yüksek getiri elde edebilirlerse, arbitraj fırsatı bulmuş olurlar. Model, yatırımcıların arbitraj fırsatlarını yakalayarak bundan faydalanmalarını ve arbitraj imkânı ortadan kalkana kadar yatırımlarına devam etmelerini varsayar (Apak ve Demirel, 2013: 294).

3.3.1.4. Borç maliyeti

Borç maliyeti, bir şirketin borçlanma faaliyetlerini gerçekleştirirken ödediği faiz oranını ifade eder. Şirketler, genellikle finansal hedeflerini karşılamak ve projelerini finanse etmek için borç alırken, bu borcun maliyeti önemli bir faktördür. Bu maliyet, şirketin kredi riski, faiz oranları, piyasa koşulları ve kredi değerliliği gibi bir dizi faktöre bağlı olarak belirlenir. Bir şirketin borç maliyeti, genellikle faiz oranı veya getiri oranı olarak ifade edilir.

Yatırımcılar, şirketin risk profilini değerlendirerek ve kredi derecelendirme ajanslarının notlarını takip ederek şirketin borçlanma maliyetini belirlerler. Daha yüksek bir risk profiline sahip olan şirketler, genellikle daha yüksek faiz oranlarıyla borçlanırken, daha düşük risk profiline sahip olan şirketler daha düşük faiz oranlarına sahip olabilir.

Şirketler, borç ve öz sermaye düzeylerini belirlerken, elde edecekleri faydaları ve karşılaşacakları maliyetleri dengelemek için borçlanma oranlarını belirli bir seviyede tutmayı amaçlamaktadır. Borçlanma, şirketin finansman ihtiyaçlarını hissedarlarının dışında harici kaynaklardan karşılaması anlamına gelir. Şirketin finansman ihtiyacı, çeşitli nedenlere dayanabilir ve tahvil, finansman bonusu ve banka kredileri gibi farklı borçlanma araçlarına başvurulabilir. Borç maliyeti, bir şirketin borç kaynaklarından elde ettiği finansmanın maliyetini ölçer. Bu maliyet, faiz giderlerinin yanı sıra öz sermaye dışı kaynakların sağlanması sırasında ortaya çıkan diğer maliyetleri içermelidir. Borç maliyetini belirleyen temel faktörlerden biri temerrüt riskidir. Ayrıca, cari faiz oranı seviyesi ve borçla ilişkili vergi avantajı da borç maliyetini etkileyen diğer faktörler arasında yer alır. Cari faiz oranı yükseldikçe, şirketlerin borç maliyeti de artacaktır (Gürbüz ve Engincan, 2004: 78).

Borç maliyeti, şirketin mali yapısını etkiler ve finansal performans üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Yüksek borç maliyeti, şirketin nakit akışlarını etkileyebilir, kârlılığını azaltabilir ve finansal sürdürülebilirlik üzerinde baskı yaratabilir. Şirketler genellikle, borçlanma maliyetini düşürmek ve maliyet etkinliğini artırmak için faiz oranlarını düşürme veya kredi değerliliğini yükseltme gibi stratejileri kullanır.

3.3.1.5. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Bir şirketin fon sağladığı üç kaynak olan öz sermaye, borç ve imtiyazlı hisse senetleri göz önüne alındığında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, bu kaynakların maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ağırlıklar, piyasa değerlerini yansıtacak şekilde belirlenmelidir. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital - WACC), benzer risk düzeyindeki farklı yatırım seçenekleri kullanılarak belirli bir yatırım veya varlık üzerinden beklenen ekonomik getiri oranını ifade eder. WACC, şirketin serbest nakit akımlarını indirgemedeki bir araç olarak kullanılır. WACC, İndirgenmiş Nakit Akımları metodu içerisindeki önemli adımlardan biridir ve WACC'da meydana gelebilecek küçük bir değişiklik, şirket değerinde büyük değişimlere neden olabilir. WACC'ı başarılı bir şekilde

uygulamak için, yöntemin kullanım süresi ve risk gibi girdilerin dikkatlice belirlenmesi gerekmektedir (Koller, 2010: 297). WACC aşağıdaki formülle hesaplanır (Öztürk, 2009: 56).

$$WACC = k_e \times \left[1 - \left(\frac{E}{D + E} \right) \right] + k_d \times \left[\frac{E}{D + E} \right]$$

$$k_e = R_f + \beta \times R_p$$

$$k_d = i \times (1 - T)$$

Burada;

E = Öz sermayenin piyasa değerini

D = Borcun piyasa değerini

k_e = Öz sermaye maliyetini

k_d = Borçlanma maliyetini

R_f = Risksiz faiz oranı.

R_p = Risk Primi

T = Vergi Oranı

WACC'ın hesaplanmasında defter değeri ağırlıklarının mı yoksa piyasa değeri ağırlıklarının mı kullanılması gerektiği konusunda çeşitli tartışmalar bulunmaktadır. Defter değeri ağırlıklarının kullanılmasını savunanların üç temel argümanı vardır. İlk olarak, defter değeri ağırlıklarının piyasa değeri kadar hızlı değişmediği ve daha az oynak olduğudur. Bu doğru olsa da, defter değerinin şirketin gerçek değerini tam olarak yansıtmadığına dikkat çeker. Çünkü şirketin değeri, zamanla hem şirkete özgü bilgilere hem de piyasaya özgü bilgilere göre değişmektedir. İkinci olarak, defter değeri ağırlıklarının kullanılmasının borç oranlarının hesaplanmasında daha muhafazakâr bir yaklaşım olduğu iddiasıdır. Bu yaklaşımın temelinde, piyasa değerli borç oranlarının defter değerli borç oranlarından daha düşük olduğu varsayımı yatar. Ancak bu varsayım gerçeği yansıtmamaktadır. Üçüncü olarak, kreditorlerin borç verirken piyasa değeri yerine defter değerlerine dayandığı savunulmaktadır (Damodaran, 2002: 216). Aynı zamanda birçok analist, şirketin uzun vadeli hedeflediği borç/öz sermaye oranlarını belirlerken hedef borç/öz sermaye oranı olarak şirketin sektöründeki ortalama borç/öz sermaye oranlarını kullanır. Bu yaklaşımda, şirketin sektördeki ortalama borç/öz

sermaye oranlarına yaklaşacağı varsayılır. Ayrıca, WACC'ı minimize eden en uygun borç/öz sermaye oranları da dikkate alınabilir (Pereiro, 2002: 130).

Hedef sermaye yapısı belirlenirken, şirketin mevcut piyasa değerlerine göre sermaye yapısı ve sektördeki diğer şirketlerin ortalaması göz önünde bulundurulur. Bu durumda, şirket yönetiminin hedef sermaye yapısı konusundaki yaklaşımları da önem taşır (Öztürk, 2009: 58).

3.4. Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri

Bu bölümde, geleneksel yöntemler dışında kullanılabilecek alternatif değerlendirme yöntemlerinden; Ekonomik Katma Değer Modeli, Piyasa Katma Değeri ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli olmak üzere üç yöntemin temel özellikleri yer almaktadır.

3.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Vergi sonrası net faaliyet kârı, öz kaynaklar ve yabancı kaynakların toplamı ile kabul edilen zaman ve risk maliyeti arasındaki farktır. Ekonomik katma değer (Economic Value Added-EVA) yöntemi, şirketin yaratacağı değeri ölçmek için kullanılan bir yöntemdir ve kullanılacak kaynakların fırsat maliyetini değerlendirir. Bu yönleme göre, bir şirkete yatırım yapabilmek için en azından şirketin sermaye maliyeti kadar bir kâr üretmesi gerekmektedir. Yatırımcılar, sermaye maliyetinden daha yüksek kâr sağlayan şirketlere ortak olmayı tercih edeceklerdir. Aynı şekilde, sermaye maliyetinin altında ekonomik değer yaratan şirketlere ortak olmak, yatırımcıların sermayelerinin azalmasına neden olabilir. Bir şirketin hedefi, şirket değerini en üst düzeye çıkarmaktır.

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı} - \text{Yatırılan Sermayenin Maliyeti}$$

EVA'nın kullanılması, her şirketin kendi özel özellikleriyle ilgilidir ve şirketin yapısına göre uyarlanır. EVA ve değer odaklı yönetim uygulamaları, şirketlerin mevcut tutum ve davranışlarının bir kısmının değişmesini gerektirebileceğinden, öncelikle yönetim tarafından kabul edilmelidir. Değer yönetimi ve EVA uygulaması, üst düzey yöneticilerin karar vermesini gerektirdiği için finansal yöneticiler tarafından önerilmeli ve uygulama süreci üst düzey yönetim kademesi tarafından başlatılmalıdır (Gürbüz ve Engincan, 2004: 249).

EVA, geleneksel muhasebe yaklaşımlarından ayıran bir nokta, kâr rakamlarında bazı düzenlemelerin yapılmasıdır. Bu düzenlemeler arasında belirli karşılıklar, araştırma ve geliştirme giderleri, ertelenmiş vergiler ve şerefiye kalemleri bulunmaktadır. Ayrıca, sermaye maliyetinin hesaplanmasında WACC kullanılmaktadır ve bu hesaplama geleneksel muhasebe yöntemlerinden farklılık gösterir. (Akbaş, 2011: 120).

3.4.2. Piyasa Katma Değeri

Performansta elde edilen katma değer, şirketlerin piyasa değerini olumlu yönde etkileyen bir gösterge olan piyasa katma değerini (Market Value Added - MVA) etkiler. Bu durumda, MVA, öz sermaye sahipleri ve borç verenlerden sağlanan sermayeye bir prim eklenip eklenmediğini ölçen ve yatırılan sermayenin etkin bir şekilde kullanılıp kullanılmadığını belirlemeye yönelik bir performans ölçütüdür (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 295). MVA, bir şirketin performansını değerlendirmek ve yatırımcıların şirketin değer yaratma yeteneğini anlamak için kullanılır. Pozitif bir MVA, şirketin varlıklarının toplam değerinden daha fazla bir değer yarattığını gösterir. Bu durum, şirketin başarıyla yönetildiğini ve hissedarlara sağladığı getirinin beklentileri karşıladığını gösterebilir. Negatif bir MVA ise, şirketin varlıklarının toplam değerinden daha az bir değer yarattığını gösterir ve hissedarlar için bir kaynak tüketimi olduğunu ifade edebilir. MVA, bir şirketin değer yaratma yeteneğini anlamak için önemli bir ölçüttür. Şirketler, MVA'yı artırmak için stratejiler geliştirebilir, varlık portföylerini optimize edebilir, maliyetleri düşürebilir ve gelirlerini artırabilir. MVA'nın yanı sıra, diğer finansal göstergeler ve performans ölçütleri de dikkate alınmalıdır. MVA, hissedarların şirketin performansını değerlendirmesi ve kararlarını verirken hisse senedinin gerçek değerini anlamaları için bir araç sağlamaktadır.

MVA'yı firmanın piyasa değeri ile toplam yatırılan sermaye arasındaki fark olarak ifade etmek mümkündür:

$$MVA = [\text{Firmanın Piyasa Değeri (Borcun Piyasa Değeri + Öz sermayenin Piyasa Değeri)} - \text{Yatırılan Sermaye}]$$

Bu sayede, şirket değerini artırmak için, firmanın öz sermayesinin piyasa değeri ile yatırımcılar tarafından sağlanan sermaye arasındaki farkın en üst düzeye çıkarılması mümkün olur (Alp vd., 2009: 60).

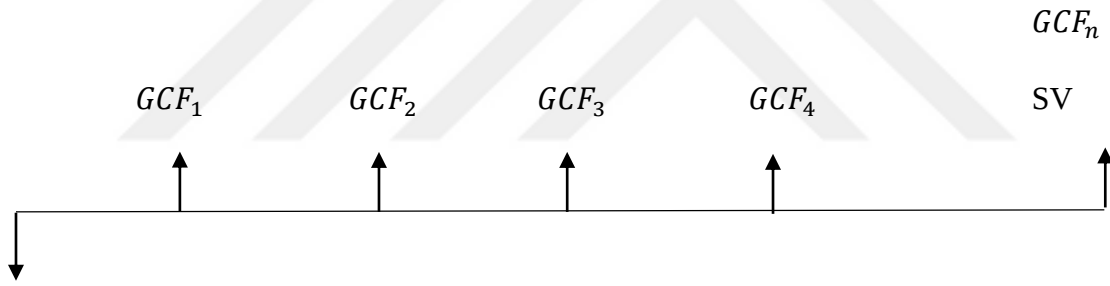
MVA aşağıdaki iki şekilde ifade edilebilir (Gapenski, 1996: 56):

$$MVA = \text{Gelecek EVA'ların Şimdiki Değeri}$$

$$MVA = \text{Piyasa Değeri} - \text{Yatırılan Sermaye}$$

3.4.3. Nakit Akımı Kârlılığı Modeli

Nakit akımı karlılığı modeli (Cash Flow Return on Investment - CFROI), mevcut yatırımlardaki reel nakit akışlarının iç getiri oranını temsil eder. CFROI, genellikle sermaye maliyeti ile karşılaştırılırken dört ana bilgi gerektirir. İlk olarak, mevcut varlıklardaki brüt yatırım değeri hesaplanır, bu değere birikmiş amortisman ve enflasyon düzeltmeleri eklenir. İkinci olarak, varlıklardan elde edilen brüt nakit akışı dikkate alınır, genellikle bir şirketin vergi sonrası faaliyet karına amortisman ve itfa gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler eklenerek bulunur. Üçüncü olarak, varlıkların beklenen yararlı ömrü bilgisi kullanılır. Son olarak, varlıkların beklenen ömrünün sonunda hurda değeri hesaplanır. Hurda değeri, yatırıma konu olan varlıkların beklenen ömrü sonunda sahip oldukları değer bugünkü değerine indirgenerek elde edilir (Damodaran, 2012: 887).



“Kaynak: Ekici (2019: 67).”

Şekil 3.3. CFROI ve Brüt Nakit Akımlar

Şekil 3.3.’de, n = Varlık ömrü,

GI (Gross Investment) = Brüt yatırım ve

GCF = Brüt nakit akışını ifade etmektedir.

CFROI, bir şirketin yatırımlarından elde ettiği nakit akımlarının maliyetine oranını değerlendiren bir finansal performans ölçütüdür. Bu model, bir şirketin gerçekten yaratıcı bir şekilde değer üretip üretmediğini değerlendirmek amacıyla kullanılır. CFROI, şirketin yatırımlarından elde edilen nakit akımlarının maliyeti karşılama yeteneğini gösterir ve pozitif bir CFROI, şirketin yatırımlarından olumlu bir getiri elde ettiğini göstermektedir. Yüksek bir

CFROI, şirketin yatırımlarından beklenen getiriye aşan bir karlılık sağladığını gösterir. Bu durum, şirketin varlık yönetimi ve yatırım stratejileri açısından başarılı olduğunu gösterir. CFROI, şirketlerin performansını ölçmek, yatırımlarını yönetmek ve hissedarlara gerçekçi bir değerlendirme sunmak için kullanılır.



4. BÖLÜM

4. ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI İLE BIST ULAŞTIRMA SEKTÖRÜNDE UYGULAMA

4.1. Çalışmanın Kapsamı

Çalışmada, Borsa İstanbul’da işlem gören Türk Hava Yolları şirketinin değerlemesi yapılmıştır. Şirkete ait mali tablolar ve veriler Kamuyu Aydınlatma Platformundan elde edilmiştir. Elde edilen verileri kullanılarak uygun piyasa değerini tespit etmek için farklı şirket değerlendirme yaklaşımlarına bağlı yöntemler kullanılmıştır. Bu çalışma varlık temelli değerlendirme yaklaşımları, piyasa temelli değerlendirme yaklaşımları ve gelir temelli değerlendirme yaklaşımlarını olmak üzere üç farklı değerlendirme yaklaşımına odaklanmaktadır.

4.2. Çalışmanın Amacı

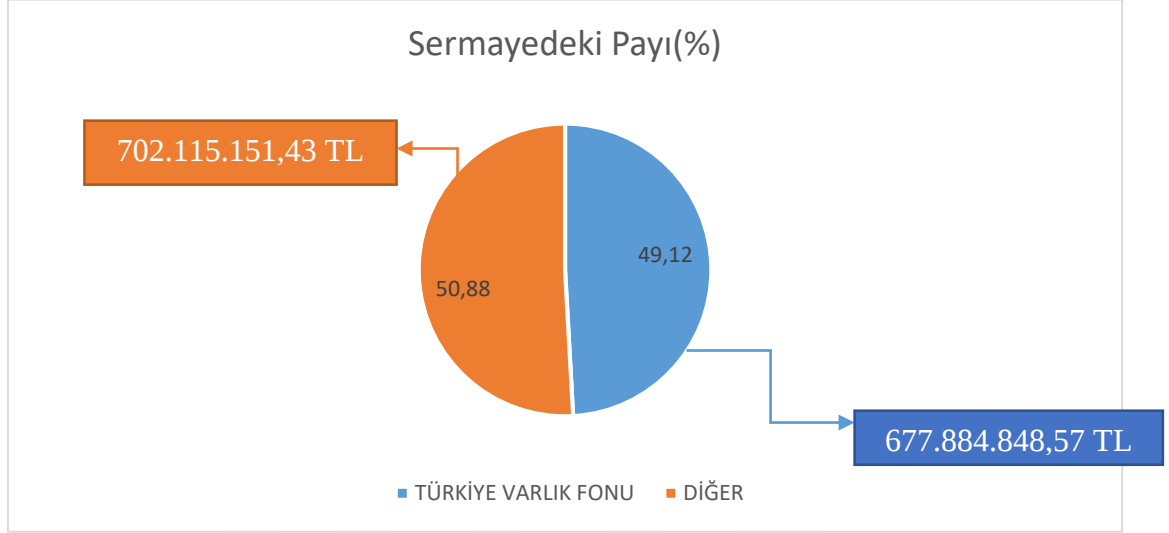
Bu çalışmadaki amaç şirket değerlemesi yapılacak olan şirketin en uygun piyasa değerinin elde edilmesidir. Diğer yandan oran analizi yapılarak, şirket değerlendirme yaklaşımlarından varlık temelli, piyasa temelli ve gelir temelli yaklaşımlarıyla Türk Hava Yolları şirketinin değerlemesi yapılması amaçlanmış ve yapılan değerlemeler sonucunda şirketlerin geçmiş 10 yıldaki (2013-2022) verilerinden yararlanılarak gelecekte olması muhtemel verileri hesaplanmıştır. Şirket değerlendirme yaklaşımları konusunda var olan literatür boşluğunun giderilmesi ve çalışmaya konu olan şirketin kendi sektöründeki rekabet ortamında faaliyetlerini verimli hâlde devam ettirmesi açısından bu çalışma önem arz etmektedir.

4.3. Değerlemesi Yapılacak Şirketin Tanıtımı

20 Mayıs 1933'te 5 uçak ve 30'dan az çalışanla başlayan ve şu anda dünyanın en fazla ülkesine uçan Türk Hava Yolları A.O (THYAO) ismi 1955'te ortaya çıktı ve bu isim Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği'nin üyeleri arasında yerini almıştır. 1998 yılında internet sitesini yolcularla buluşturan THYAO, 2001 yılında da çağrı merkezi üzerinde rezervasyon yapmaya başladı. 2003 yılında ise e-bilet ve online check-in uygulamasıyla bilet almayı daha da kolaylaştırdı. Günümüzde birçok dilde hizmet veren THYAO tüm dünyada

tanınan bir hava yolu şirketidir. 2023 yılında İstanbul’da finali oynanan UEFA Şampiyonlar Ligi’ne de sponsorluk yapan THYAO kişilere, takımlara ve turnuvalara da sponsorluk yapmaktadır.

Grafik 4.1. THYAO Sermaye ve Ortaklık Yapısı



Ulaştırma endeksinde bulunan THYAO yıldız pazar grubunda işlem görmektedir. Halka arz tarihi 20.12.1990 olan THYAO’nun ödenmiş sermayesi 1.380.000.000 TL’dir.

4.4. Oran Analizi

THYAO şirketinin 2013-2022 yıllarına ait finansal tablolarından alınan bilgilere göre oran analizi aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir.

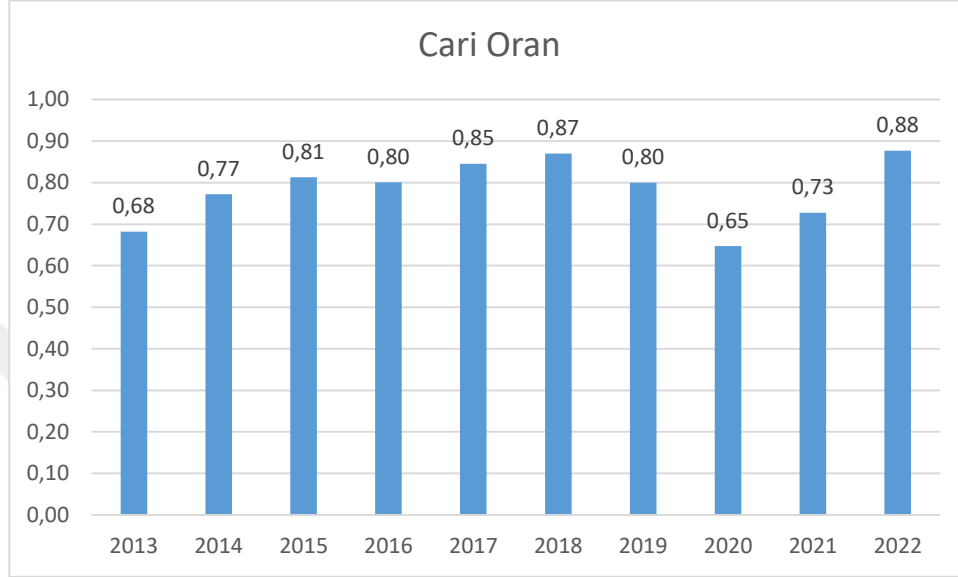
Tablo 4.1. Oran Analizi Kapsamında Analizi Yapılan Oranlar

Likidite Oranları	Cari Oran
	Asit Test Oranı
	Nakit Oran
Mali Yapı Oranları	Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı
	Kaldıraç Oranı
Faaliyet Oranları	Alacak Devir Hızı ve Alacak Tahsil Süresi
	Stok Devir Hızı ve Stok Dönüşüm Süresi
	Ticari Borç Devir Hızı ve Ticari Borç Devir Süresi
Kârlılık Oranları	Aktif Kârlılık Oranı
	Net Kâr Marjı
	Öz Sermaye Kârlılığı

4.4.1. Likidite Oranlarının Yorumlanması

Cari Oran: Literatüre bakıldığında cari oranın 1,5 seviyelerinde olması beklenir. Bu oran şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösterir.

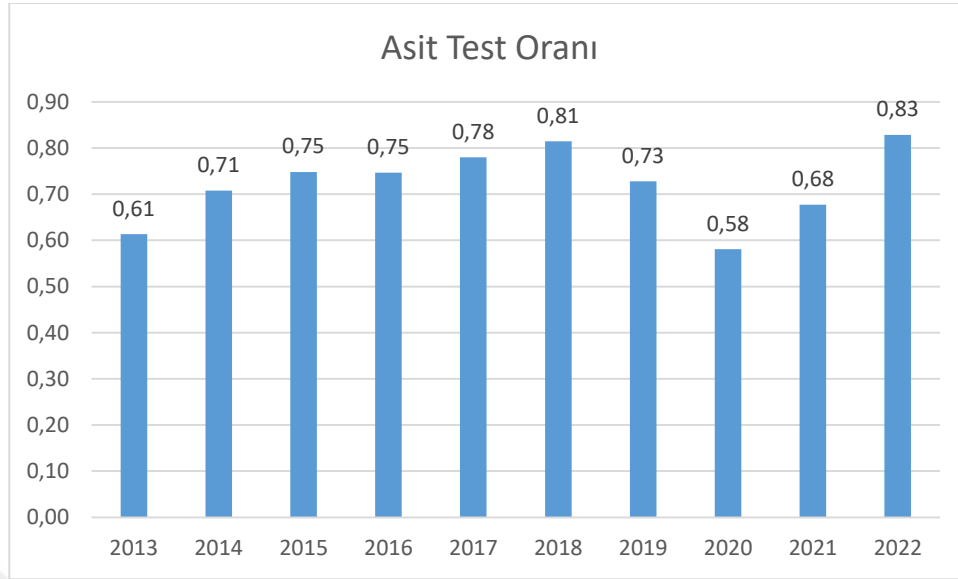
Grafik 4.2. THYAO Cari Oran



THYAO şirketinin 2013-2022 yılları arasındaki cari oranları Grafik 4.2.'de verilmiştir. Oranlar incelendiğinde şirketin 2020 yılında cari oranlarının en düşük seviyede olduğu görülmektedir. THYAO'nun son üç yılda cari oranı artış göstermiştir. THYAO'nun son üç yılda dönen varlıklarındaki artış oranı kısa vadeli yabancı kaynaklarındaki artış oranından yüksek olması bu oranı artırmıştır.

Asit Test Oranı: Asit test oranının trendine baktığımız zaman, tıpkı cari orandaki gibi artış trendi her zaman pozitif olarak değerlendirilmelidir. Bu oranın 1 seviyesinde olması idealdir. Ancak Türkiye'de asit test oranının 0,90 ile 1,5 arasında olması kabul görmektedir (Kaderli, 2021: 19). Grafik 4.3.'de THYAO şirketine ait asit test oranları yer almaktadır.

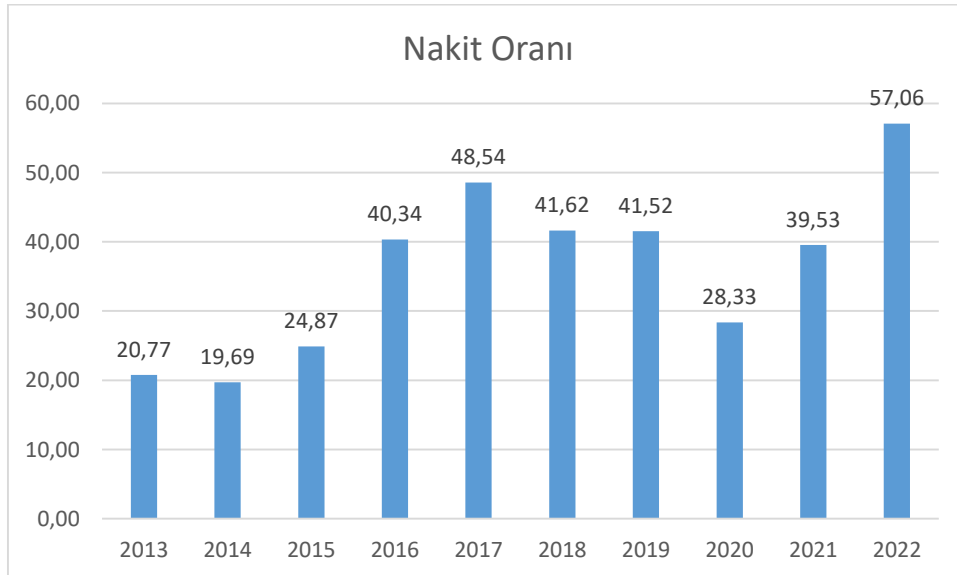
Grafik 4.3. THYAO Asit Test Oranı



THYAO şirketinin asit test oranları 2013 yılından 2022 yılına kadar olan sürede 1 seviyesinden aşağıda seyir göstermiştir. Burada şirketin stoklara olan bağımlılığı gözlenmiş ve THYAO'nun stoklara olan bağımlılık seviyesi düşüktür.

Şirkete ait nakit oranlar aşağıda Grafik 4.4.'de verilmiştir. Veriler değerlendirildiğinde THYAO şirketinin en yüksek nakit oranı 57,06 ile 2022 yılı, en düşük nakit oran ise 19,69 ile 2014 yılında gerçekleşmiştir.

Grafik 4.4. THYAO Nakit Oranı

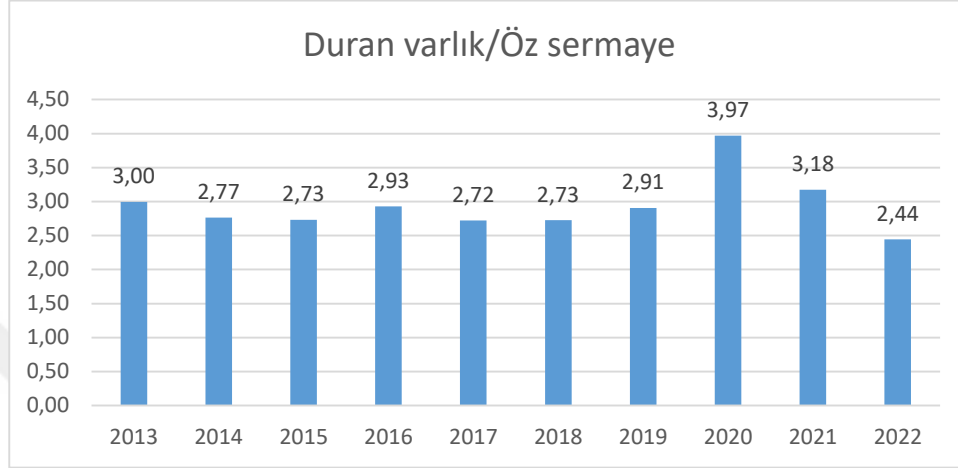


Şirketin nakit oranları son 10 yılda yüksek seviyede denilebilir. Bu durum şirketin nakit yeterliliğinin fazla olduğu portföyünde atıl fonların bulunduğu işaretlerdir.

4.4.2. Mali Yapı Oranlarının Yorumlanması

Grafik 4.5.'de THYAO'ya duran varlıkların öz sermayeye oranı verilmiştir. Bu oranın en fazla 1 olması istenilir.

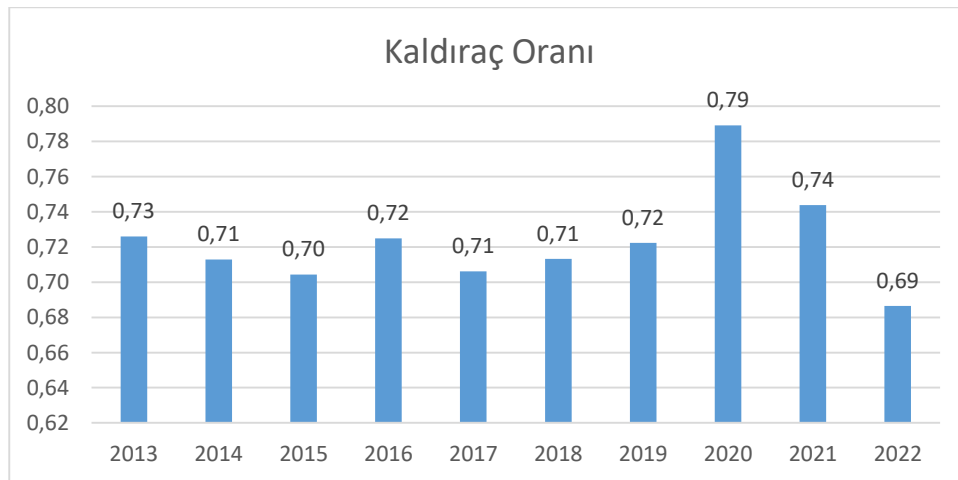
Grafik 4.5. THYAO Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı



2013-2022 yıllarına bakıldığında bu oran istenilen seviyenin üzerinde seyir göstermiştir. İlgili yıllarda THYAO şirketinin varlıkları ve kaynakları arasındaki eşleştirmenin daha ideal seviyeye çekilmesi gerekmektedir.

Mali yapı oranlarındaki diğer oran kaldıraç oranıdır. Kaldıraç oranının ideal seviyesinin %50'nin üzerinde olması şirketin finansal anlamda riskinin yüksek olduğunu göstermektedir. Türkiye'de bu oranın büyük şirketler için %65 seviyelerinde olması da kabul edilebilir. Bu oranın 2013-2022 yıllarındaki sonuçları Grafik 4.6.'de verilmiştir.

Grafik 4.6. THYAO Kaldıraç Oranı

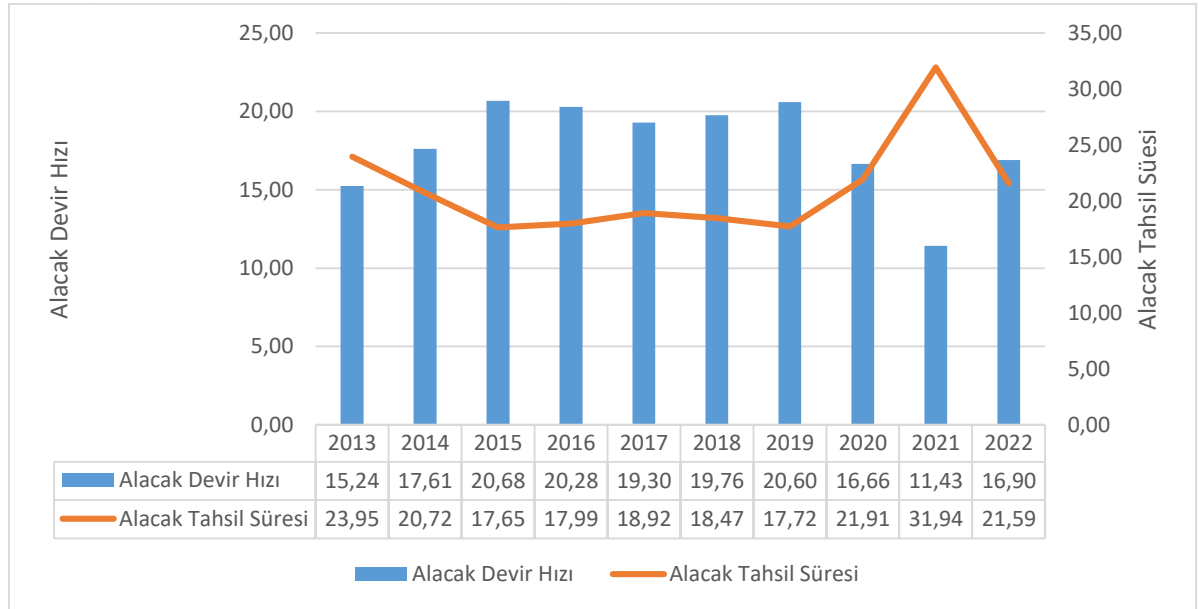


Grafik 4.6'deki 10 yıllık verilere bakıldığında, kaldıraç oranı hep %50'nin üzerindedir. Bu oranın sonuçlarına bakıldığında THYAO şirketinin finansal olarak riskinin bulunduğu söz konusudur ve bu oranı düzeltici hamlelerin yapılması gerekmektedir.

4.4.3. Faaliyet Oranlarının Yorumlanması

Grafik 4.7.'da THYAO'ya ait alacak devir hızı ve alacak tahsil süresi sonuçları verilmiştir. Alacak devir hızını gösteren oranlar kümelenmiş sütun olarak verilmiştir ve oran göstergeleri sol taraftadır. Alacak tahsil süresini gösteren oranlar ise yığılmış çizgi olarak verilmiştir ve oran göstergeleri sağ taraftadır.

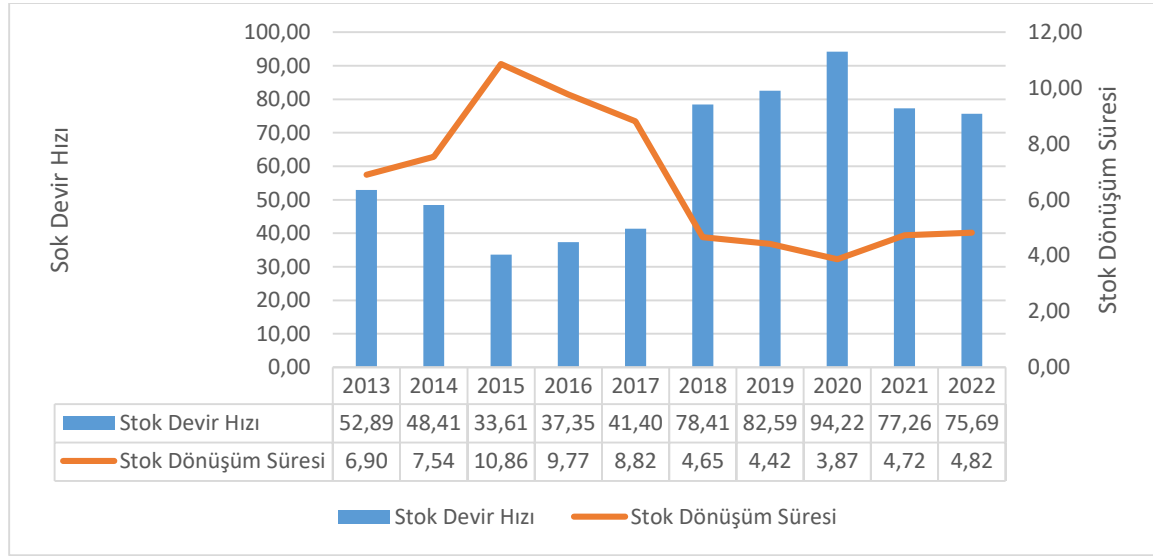
Grafik 4.7. THYAO Alacak Devir Hızı ve Alacak Tahsil Süresi



Oranların sonuçları incelendiğinde sektör ortalaması 92,27 olduğu görülmektedir. Sektördeki bir şirket ortalamayı oldukça yükseltmektedir. THYAO şirketinin alacak devir hızına bakıldığında sektörü için uygun bir seviyede olduğunu söylemek mümkündür. Aynı yorum Alacak tahsil sürelerine bakıldığında da tutarlılığını sağlamıştır.

Grafik 4.8.'da THYAO'ya ait stok devir hızı ve stok dönüşüm süresi sonuçları verilmiştir. Stok devir hızını gösteren oranlar kümelenmiş sütun olarak verilmiştir ve oran göstergeleri sol taraftadır. Stok dönüşüm süresini gösteren oranlar ise yığılmış çizgi olarak verilmiştir ve oran göstergeleri sağ taraftadır.

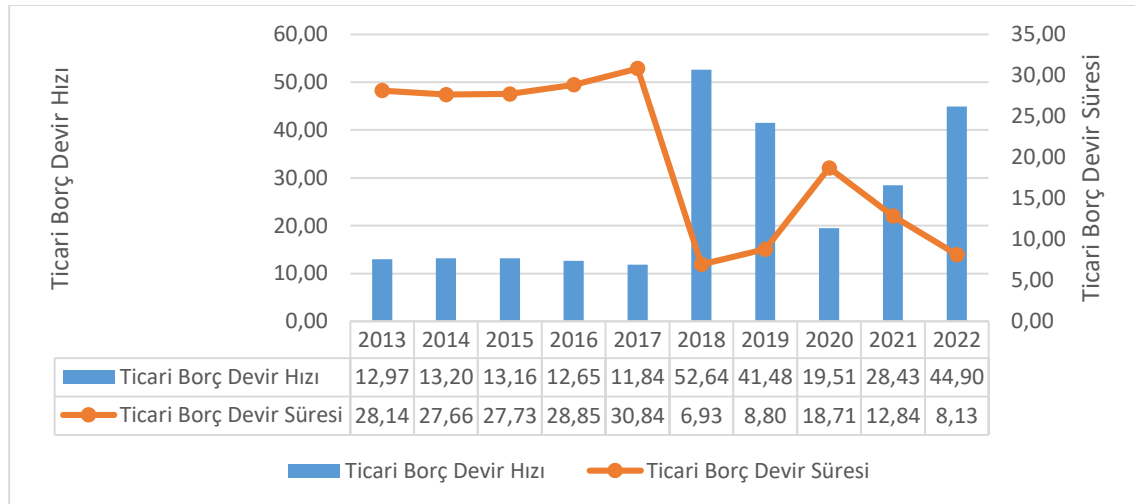
Grafik 4.8. THYAO Stok Devir Hızı ve Stok Dönüşüm Süresi



Sonuçlar incelendiğinde THYAO şirketinin stok devir hızının 2022 yılında 75,69 olduğu görülmektedir. Sektör ortalaması 85,74'dür. THYAO stok devir hızı oranı sektör ortalamasına göre düşüktür buradan stokları eritme kabiliyeti sektöre göre düşüktür yorumu yapmak mümkündür. Şirketin stok eritebilme kabiliyeti de son 10 yıllık dönemde ortalama 6,64 seviyesindedir.

Grafik 4.9.'da THYAO'ya ait ticari devir borç hızı ve ticari borç devir süresi sonuçları verilmiştir. Ticari borç devir hızını gösteren oranlar kümelenmiş sütun olarak verilmiştir ve oran göstergeleri sol taraftadır. Ticari borç devir süresini gösteren oranlar ise işaretçileri olan yığılmış çizgi olarak verilmiştir ve oran göstergeleri sağ taraftadır.

Grafik 4.9. THYAO Ticari Borç Devir Hızı ve Ticari Borç Devir Süresi

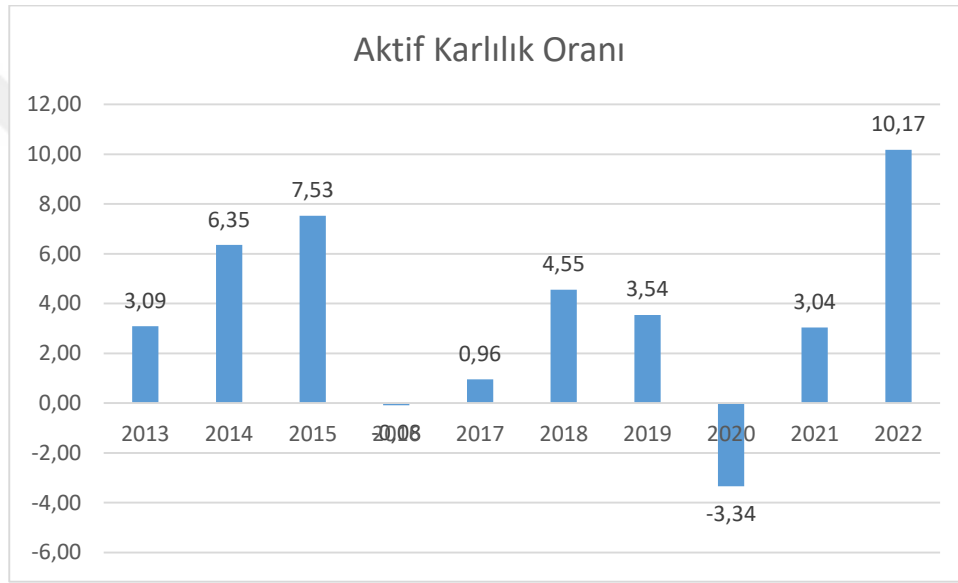


THYAO şirketinin ticari borç devir hızı oranlarına bakıldığında 10 yıllık dönemin ilk 5 yılında 10 seviyelerinde seyretmiş daha sonraki 5 yıllık dönemde ise büyük bir artış göstermiştir. Bununla birlikte ticari borç devir süresi de 2018 yılında sonra düşüş göstermiş ve THYAO'nun borçlarını ödeme süresi 8 gün seviyelerine kadar gerilemiştir. Şirket bu olumlu seyrin etkisiyle kredibilitesini yükseltmiştir.

4.4.4. Kârlılık Oranlarının Yorumlanması

Şirkete ait ROA Grafik 4.10.'da verilmiştir.

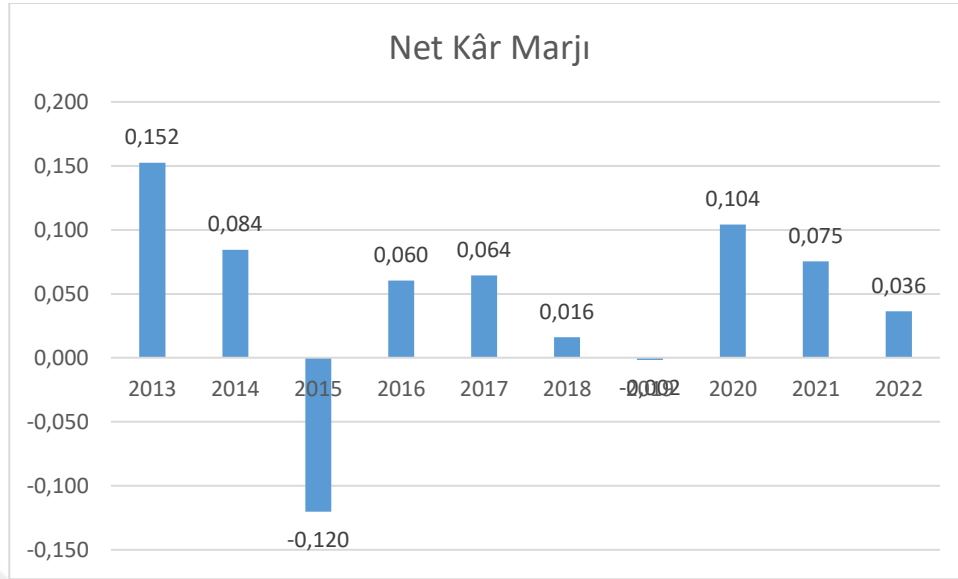
Grafik 4.10. THYAO Aktif Kârlılık Oranı



Şirketin aktif kârlılığı yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir göstermiştir. 2020 yılında Covid19 pandemisinin etkisiyle bu oran eksi seviyeye inmiştir. 2022 yılında ROA en yüksek seviyededir. Şirketin kar elde etmek için elinde bulundurduğu aktiflerini özellikle 2022 yılında verimli bir biçimde kullandığı görülmektedir.

Net kâr marjı için ideal bir seviye yoktur. Bazı kaynaklarda 0,10 ve üzerinde olması iyi olarak yorumlanmıştır. Sektör ortalamalarına bakılması daha uygun olacaktır. Şirkete ait net kâr marjı Grafik 4.11.'de verilmiştir.

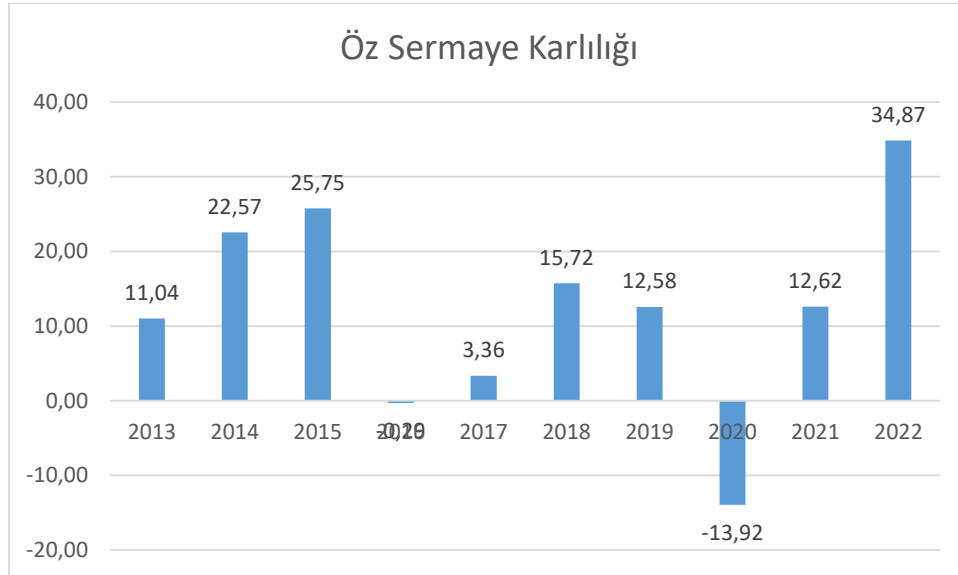
Grafik 4.11. THYAO Net Kâr Marjı



THYAO şirketinin net kâr marjı 2015 ve 2019 yıllarında eksi seviyelerdedir. 2022 yılına baktığımızda bu oran 0,036 seviyelerindedir. Sektör ortalaması 0,25 seviyelerindedir ve THYAO net kar marjı sektöre göre düşük kalmıştır.

Öz sermaye karlılığı ortakların koyduğu sermayenin hangi ölçüde verimli olarak değerlendirildiğini gösterir. THYAO'ya ait ROE Grafik 4.12.'de verilmiştir.

Grafik 4.12. THYAO Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Grafik 4.12.'den elde edilen sonuçlara bakıldığında ROA ve net kâr marjında olduğu gibi 2016 ve 2020 yıllarındaki oranlar eksi seviyededir. 2022 yılında ise ROE 34,87 seviyesindedir. Bu 34,87'lik oranın piyasadaki risksiz faiz oranında yüksek olması arzu edilir.

Türkiye 10 yıllık devlet tahvilleri göz önüne alındığında risksiz faiz oran % 18 olarak baz alınmıştır ve 2022 yılındaki oran risksiz faiz oranından fazla olduğu için istenilen seviyededir ve ortakların sermayelerinin verimli değerlendirildiği söylenebilir.

4.5. Varlık Temelli Yaklaşımlar İle Değerleme

Defter Değeri = Toplam Varlıklar – Toplam Borçlar

Defter Değeri = 578.571.000.000 – (154.040.000.000 + 243.104.000.000)

= 181.427.000.000 TL

4.6. Piyasa Temelli Yaklaşımlar İle Değerleme

Tablo 4.2.'de THYAO'nun mali tablolarından bazı veriler yer almaktadır. Bu verilerden yararlanılarak şirketin piyasa temelli yaklaşımlar ile değeri bulunmuştur.

Tablo 4.2. THYAO Piyasa Temelli Yaklaşımlar İle İlgili Oranlar

Hisse değeri	140,9
Ödenmiş Sermaye	1.380.000.000 TL
Öz Sermaye	181.427.000.000 TL
Net Kâr	47.432.000.000 TL
Satışlar	311.169.000.000 TL
Faaliyet Kârı	47.731.000.000 TL
Piyasa Değeri	194.442.000.000 TL
Amortismanlar	30.953.000.000 TL

F/K Hesaplanması:

Hisse Başı Kâr = Net Kâr / Ödenmiş Sermaye

Hisse Başı Kâr = 47.432.000.000 / 1.380.000.000

= 34,37

F/K = Hisse Değeri / Hisse Başı Kâr

F/K = 140,9 / 34,37 = 4,10

Tablo 4.3. THYAO ve Ulaştırma Sektörü F/K Oranları

	2022
THYAO	4,10
Sektör	6,76

Şirketin Değeri = Sektör F/K Oran Ortalaması × Şirketin Kazancı

Şirketin Değeri = 6,76 × 47.432.000.000

= 320.460.620.000

Piyasanın geçmiş veri dayanarak şirketlerin ortalama 10 katına işlem gördüğü ve sektöründe 6,76 gibi bir seviyede olduğuna bakarsak THYAO şirketinin FK sonucuna bakıldığında bir hisse senedi fiyatının ucuz olduğunu söylemek mümkündür.

PD/DD Hesaplanması:

PD/DD = Piyasa Değeri / Öz Sermaye

PD/DD = 194.442.000.000 / 181.427.000.000 = 1.07

Tablo 4.4. THYAO ve Ulaştırma Sektörü PD/DD Oranları

	2022
THYAO	1,07
Sektör	1,53

Şirket Değeri = Sektör PD/DD Oran Ortalaması × Öz Sermaye

Şirketin Değeri = 1,53×181.427.000.000

= 277.575.660.000 TL

PD/DD yorumlaması: geçmiş verilere dayanarak piyasada işlem gören hisse senetleri ortalama defter değerlerinin 2 katına işlem görmüştür. Sektör ortalaması 1,53 seviyesinde olduğu ve THYAO şirketinin 1,07 PD/DD oranına sahip olduğu görülmektedir. Bu sonuçlardan hareketle THYAO şirketinin hisse senedi fiyatı PD/DD oranına göre de ucuz olduğunu söylemek mümkündür.

F/S Hesaplaması:

Hisse Başı Satış = Satışlar / Ödenmiş Sermaye

Hisse Başı Satış = 311.169.000.000 / 1.380.000.000

= 225,48

F/S = Hisse Değeri / Hisse Başı Satış

F/S = 140,9/225,48

= 0,62

Tablo 4.5. THYAO ve Ulaştırma Sektörü F/S Oranları

	2022
THYAO	0,62
Sektör	0,95

Şirket Değeri = Sektör F / S Oran Ortalaması × Satışlar

Şirketin Değeri = 0,95×311.169.000.000

= 295.610.550.000 TL

Piyasa göz önünde bulundurulduğunda burada referans alınacak değer 1'dir. Yani firma yaptığı satış kadar değere sahip olmalıdır. THYAO şirketinin F / S oranı 0,62 olarak hesaplanmıştır. Bu oran 1 referans değerinin ve sektör ortalamasının altında olduğu için hisse senedi fiyatının ucuz olduğunu söylemek mümkündür.

F/NA Hesaplanması:

Nakit Akımı = Net Kâr + Amortismanlar

Nakit Akımı = 47.432.000.000 + 30.953.000.000

= 74.385.000.000

Hisse Başına Düşen Nakit Akımı = Nakit Akımı/Ödenmiş Sermaye

Hisse Başına Düşen Nakit Akımı = 74.385.000.000/1.380.000.000

=53,90

$F/NA = \text{Hisse Değeri} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}$

$$F/NA = 140,9/53,9 = 2,61$$

Tablo 4.6. THYAO ve Ulaştırma Sektörü F/NA Oranları

	2022
THYAO	2,61
Sektör	10,30

$\text{Şirket Değeri} = \text{Sektör F/NA ortalaması} \times \text{Şirket Nakit Akımı}$

$$\text{Şirket Değeri} = 10,30 \times 74.385.000.000$$

$$= 766.165.500.000 \text{ TL}$$

FD / FAVÖK hesaplanması:

$\text{FAVÖK} = \text{Faaliyet Kârı} + \text{Amortismanlar}$

$$\text{FAVÖK} = 47.731.000.000 + 30.953.000.000$$

$$= 78.684.000.000$$

$\text{Hisse Başına Düşen FAVÖK} = \text{FAVÖK} / \text{Ödenmiş Sermaye}$

$$\text{Hisse Başına Düşen FAVÖK} = 78.684.000.000 / 1.380.000.000$$

$$= 57,02$$

$\text{FD} / \text{FAVÖK} = \text{Hisse Değeri} / \text{Hisse Başına Düşen FAVÖK}$

$$\text{FD} / \text{FAVÖK} = 140,9 / 57,02$$

$$= 2,47$$

Tablo 4.7. THYAO ve Ulaştırma Sektörü FD / FAVÖK Oranları

	2022
THYAO	2,47
Sektör	5,86

Şirket değeri = Sektör FD/FAVÖK ortalaması × Şirket FAVÖK

Şirket Değeri = 5,86 × 78.684.000.000

= 461.088.240.000 TL

Tablo 4.8. THYAO Çarpanlarına Göre Sonuçlar

Çarpanlar	THYAO	Sektör Ortalaması	Şirket Değeri
F/K	4,10	6,76	320.460.620.000 TL
PD/DD	1,07	1,53	277.575.660.000 TL
F/S	0,62	0,95	295.610.550.000 TL
F/NA	2,61	10,30	766.165.500.000 TL
FD/FAVÖK	2,47	5,86	461.088.240.000 TL
Şirket Değeri			424.180.114.000 TL

Buradaki hesaplamaların neticesinde THYAO şirketinin oranları sektör ortalaması ve piyasa ortalama oranlarının altında olduğu için hisse senedi fiyatının ucuz olduğunu söylemek mümkündür. Bu hesaplamalar yapılırken şirket değeri de çarpanlara göre bulunmuştur ve ortalaması alınarak piyasa temelli değerlendirme yaklaşımlarına göre şirket değeri 424.180.114.000 TL olarak hesaplanmıştır.

4.6.1. Piyasa Çarpanlarına Göre Hisse Senedinin Değeri Tahmini

THYAO şirketinin 03.07.2023 tarihindeki kapanış verilerinden hareketle aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

$$OGF_{F/K} = \frac{BIST100 \text{ ortalama } F/K}{\text{Şirket } F/K} \times \text{Şirketin Borsadaki Hisse Senedi Fiyatı}$$

$$OGF_{F/K} = \frac{6,73}{5,81} \times 210,50 = 243,83$$

$$OGF_{PD/DD} = \frac{BIST100 \text{ ortalama } PD/DD}{\text{Şirket } PD/DD} \times \text{Şirketin Borsadaki Hisse Senedi Fiyatı}$$

$$OGF_{PD/DD} = \frac{2,13}{1,51} \times 210,50 = 296,93$$

Bu sonuçların neticesinde göreceli değer hesaplanır. Göreceli değer formülü aşağıdaki gibidir.

$$\text{Göreceli Değer} = \frac{(OGF_{F/K}) + (OGF_{PD/DD})}{2}$$
$$\text{Göreceli Değer} = \frac{243,83 + 296,93}{2} = 270,38$$

Elde edilen göreceli değer 270,38'dir. Bu sonuçtan hareketle THYAO hisse senedi yatırım yapılabilir kategorisine alınabilir. Burada belirtilen öneri yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır.

4.7. Gelir Temelli Yaklaşımlar İle Değerleme

Bu bölümde uygulamaya konu olan şirketin İNA yöntemi ile değerlemesi yapılmıştır. Değerleme sonucu ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki gibidir.

İNA hesaplanırken öncelikle WACC hesaplanmaktadır. 2023-2027 tahmini dönemleri için şirkete ait WACC Tablo 4.9.'da gösterilmektedir.

Tablo 4.9. THYAO Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Öz sermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	%18
Beta	1,083
Piyasa Risk Primi	%5
K_e	%23,41
Borçlanma Maliyeti	
Borç Maliyeti	%22
Vergi Oranı	%20
K_d	%17,6
Borç / (Borç + Öz Sermaye)	%59,2
WACC	%19,97

THYAO değerleme çalışmasında, 2013-2022 yıllarına ait mali tablolar analiz edilerek 2023-2027 yılları için tahminleme yapılmıştır.

- Vergi oranı %20'dir
- Türkiye 10 yıllık devlet tahvilleri baz alınarak risksiz faiz oran % 18 olarak alınmıştır.

- Piyasa riski olarak ise Türkiye CDS (Credit Default Swap) 5 yıllık oranı olan % 5 alınmıştır.

THYAO şirketinin son on yıllık bilanço, gelir ve nakit akım tablosu gelirlerine dayanarak elde edilen varsayımlar şöyledir;

- Satışların maliyeti / satışlar 10 yıllık ortalama baz alındığında % 81 olması öngörülmektedir.
- Satışlardaki büyümenin % 50'dir.
- Yatırımların satışlara oranı % 7'dir.
- Faaliyet giderlerinin satışlara oranı % 13'tür.
- Amortisman tutarlarının satışlara oranı %11'dir
- Borç maliyeti ve Öz Sermaye oranının 2022 yılı verilerinin birbirleriyle oranlanması sonucunda, borç maliyeti oranı % 59 ve öz sermaye oranı ise % 41 olarak bulunmuştur.
- Net işletme sermayesi stok devir süresi + ticari alacak tahsil süresi – ticari borç devir süresi işlemi sonucunda 22 gün olarak bulunmuştur.

Tablo 4.10. THYAO İndirgenmiş Nakit Akımları Sonuçları (milyon TL)

	2022/12	2023/12T	2024/12T	2025/12T	2026/12T	2027/12T	
Net Satışlar	311.169,00	466.753,50	700.130,25	1.050.195,38	1.575.293,06	2.362.939,59	
Yıllık Değişim	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	
SMM	235.528,00	378.070,34	567.105,50	850.658,25	1.275.987,38	1.913.981,07	
SMM/Net Satışlar	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	
Brüt Kar	75.641,00	88.683,17	133.024,75	199.537,12	299.305,68	448.958,52	
Faaliyet Giderleri	40.451,97	60.677,96	91.016,93	136.525,40	204.788,10	307.182,15	
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	
Esas Faaliyet Karı	35.189,03	28.005,21	42.007,81	63.011,72	94.517,58	141.776,38	
Amortisman Giderleri (%11)	34.228,59	51.342,89	77.014,33	115.521,49	173.282,24	259.923,36	
FAVÖK	69.417,62	79.348,10	119.022,14	178.533,21	267.799,82	401.699,73	
Vergi	0,20	5.601,04	8.401,56	12.602,34	18.903,52	28.355,28	
Yatırım Giderleri	0,07	32.672,75	49.009,12	73.513,68	110.270,51	165.405,77	
Net İşletme Sermayesi İhtiyaç Süresi (gün)	22						
Net İşletme Sermayesi	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12	2026/12	2027/12	Devam Eden Dönem
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	14.571,32	23.350,46	35.025,69	52.538,54	78.807,81	118.211,72	
Net İşletme Sermayesi Değişimi		8.779,15	11.675,23	17.512,85	26.269,27	39.403,91	
Serbest Nakit Akımları		32.295,16	49.936,23	74.904,35	112.356,52	168.534,78	1.022.693,17
İskonto Katsayısı	1,00	0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	0,40
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı		26.918,49	34.693,03	43.375,73	54.231,46	67.804,08	411.444,86
Şirketin Değeri	638.467,65						
Net Borç	175.086,00						
Piyasa Değeri	463.381,65						

Tablo 4.11. THYAO Değerleme Sonuçları

Şirket Değerleme Yaklaşımları	Yaklaşım	Şirket Değeri
Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımları	Defter Değeri Yaklaşımı	181.427.000.000 TL
Piyasa Temelli Değerleme Yaklaşımları	Çarpan Analizi Sonuçlarının Ortalaması	424.180.114.000 TL
Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları	İndirgenmiş Nakit Akımı	463.381.650.191 TL
Ortalama Değer		356.329.588.064 TL

THYAO şirketinin değerlemesi üç farklı yaklaşıma göre yapılmıştır. Tablo 4.11.'de verildiği gibi THYAO şirketinin değerlemesinde kullanılan farklı yaklaşımların sonuçlarını ve ortalama değeri göstermektedir. Şirket Değerleme Yaklaşımları sütunu, değerlemede hangi yöntemlerin kullanıldığını belirtmektedir. Tabloda üç farklı yaklaşım bulunmaktadır: Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımları, Piyasa Temelli Değerleme Yaklaşımları ve Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları. Yaklaşım sütunu, her bir değerleme yaklaşımının spesifik olarak ne olduğunu belirtir. Tabloda kullanılan yaklaşımlar şunlardır: Defter Değeri Yaklaşımı, İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi Sonuçlarının Ortalaması. Şirket Değeri sütunu, her bir değerleme yaklaşımının sonucunda elde edilen şirket değerini göstermektedir. Şirketin değeri, TL cinsinden ifade edilmiştir. Son satırda ise Ortalama Değer sütunu bulunmaktadır.

5. TARTIŞMA VE SONUÇ

Şirket değerlemesi, finansal kararların temelini oluşturan önemli bir süreçtir ve şirketlerin bir dizi amaç için değerlendirme yapması gerekmektedir. Birincil nedenlerden biri, yatırım kararlarını desteklemektir. Şirketler, sınırlı kaynaklarını en etkin şekilde yönlendirmek ve en iyi getiriye elde etmek için değerlendirme analizlerine dayanarak doğru yatırım kararlarını vermeleri gerekmektedir. Değerleme, potansiyel projelerin getirilerini ve risklerini değerlendirmek için kullanılır ve bu da şirketlerin sermayelerini en iyi şekilde dağıtmalarına yardımcı olur. Değerleme ayrıca şirketlerin finansal planlamalarını desteklemek için de kullanılır. Şirketler, stratejik hedeflere ulaşmak ve sürdürülebilir bir büyüme sağlamak için finansal planlarını belirlerler. Değerleme, şirketlerin varlık portföylerini optimize etmelerine, sermaye tahsislerini yönetmelerine ve karlılık beklentilerini karşılamalarına yardımcı olur. Finansal planlama sürecinde yapılan değerlendirme analizleri, şirketlerin gelir projeksiyonları yapmalarına ve riskleri belirlemelerine olanak sağlar. Şirket birleşmeleri ve satın almaları, şirketlerin büyüme stratejilerini destekleyen önemli bir faaliyettir. Değerleme, birleşme veya satın alma işlemlerinde şirketlerin hedef şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemelerine yardımcı olur. Bu, doğru bir fiyat belirlemek ve işlemlerden maksimum değer yaratmak için kritik öneme sahiptir. Değerleme analizleri, şirketlerin birleşme veya satın alma sürecinde stratejik kararlarını desteklemelerine ve işbirlikleri için uygun ortakları seçmelerine yardımcı olur. Değerleme aynı zamanda şirketin finansal performansını izlemek için önemli bir araçtır. Şirketler, değerlendirme analizleri ile mevcut durumlarını değerlendirir, finansal güçlüklerini tanımlar ve stratejik değişiklikler yaparlar. Değerleme, şirketlerin karlılık, büyüme potansiyeli, likidite durumu ve mali yapıları hakkında bilgi sağlar. Bu bilgiler, yöneticilere stratejik kararlar almak, performanslarını izlemek ve gerektiğinde düzeltici eylemler almak için önemli veriler sunar. Bu nedenlerle, şirketlerin değerlendirme yapması önemlidir. Değerleme analizleri, şirketlerin yatırım kararlarını destekler, finansal planlama sürecini yönlendirir, birleşme ve satın alma işlemlerinde stratejik kararları destekler, finansal performansını izler ve hisse senedi değerlemesi yapar. Bu süreç, şirketlerin sürdürülebilir büyüme ve başarı için doğru kararları almasına yardımcı olurken, paydaşlar ve yatırımcılar için de şirketin değeri ve potansiyeli hakkında önemli bir bilgi kaynağı sağlar.

Şirket değerlemesi, bir şirketin finansal durumunu, performansını ve maddi-maddi olmayan varlıklarını objektif bir şekilde değerlendirme amacı taşımaktadır. Farklı yöntemler

kullanılarak bir şirketin değeri belirlenebilir, ancak genellikle gelir tabloları, varlık değerleri ve nakit akışları gibi finansal verilerden yararlanılmaktadır. Şirket değerlemesi, bir şirketin piyasa değerini, büyüme potansiyelini ve risklerini anlama açısından kritik bir araçtır. Şirket değerlemesi, çeşitli durumlarda önemli bir rol oynar. Örneğin, bir şirketin hisse senetlerini halka arz etmek veya özel bir yatırımcıya satmak istediği durumlarda, doğru bir değerlendirme yapılması gerekmektedir. Yatırımcılar ve potansiyel ortaklar, şirketin değerini ve potansiyel getirilerini değerlendirerek yatırım kararlarını verirler. Aynı şekilde, bir şirketin birleşme veya satın alma sürecinde de değerlendirme işlemleri gerçekleştirilir. Bu süreçlerde, tarafların adil bir fiyat belirleme ve etkili müzakereler yürütme ihtiyacı vardır. Bunun için de şirketin değeriyle ilgili sağlam bir temele ihtiyaç duyulur. Şirket değerlemesi ayrıca, şirketin finansal planlama, bütçeleme ve stratejik kararlarında da önemli bir role sahiptir. Şirket yöneticileri, değerlemeleri kullanarak işletmenin mevcut durumunu analiz edebilir, zayıf noktaları belirleyebilir ve geliştirme alanlarına odaklanabilir. Bu nedenle, şirket değerlemesi, yöneticilere verilerle desteklenen kararlar almak ve şirket performansını artırmak için önemli bir araç haline gelmiştir.

Bu tez çalışmasında Türk Hava Yolları A.O. şirketinin, şirket değerlendirme yaklaşımlarıyla değerlendirilmesi yapılmıştır. Şirket değerlendirilmesi, şirketin mali performansını ve gelecekteki potansiyelini tespit etmek için önemli bir konudur. Bu çalışma varlık temelli değerlendirme yaklaşımları, piyasa temelli değerlendirme yaklaşımları ve gelir temelli değerlendirme yaklaşımlarını olmak üzere üç farklı değerlendirme yaklaşımına odaklanmaktadır. Şirket değerlendirme yaklaşımları kapsamında değerlendirilmesi yapılan Türk Hava Yolları A.O. şirketinin, elde edilen verilere dayanarak yorumlanması yapılmıştır.

Şirket değerlendirme yaklaşımının uygulaması yapılmadan önce şirketin 2022 yılındaki mali tablolarından elde edilen verilerle uygulama bölümünde oran analizi yapılmıştır. Uygulama bölümünde daha kapsamlı olarak ele alınan oran analizinin başlıca oranları aşağıdaki tabloda verilmiş ve oranların sonuçlarına göre genel bir yorum yapılmıştır.

Tablo 5.1. THYAO 2022 Yılı Oran Analizi Sonuçlarının Genel Yorumu

Formül	Oran	2022 değerleri	İdeal Seviye
Dönen Varlıklar / KVK	Cari Oran	0,88	1,5-2,5
(Dönen Varlıklar – Stoklar) / KVK	Asit Test Oranı	0,83	0,90-1,5
Duran Varlıklar / Öz Kaynaklar	Duran Varlıkların Öz Sermayeye Oranı	2,44	1 civarı
Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	Kaldıraç Oranı	0,69	0,50 civarı
Hasılat / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	Alacak Devir Hızı	16,90	Sektör ortalaması = 92,27
Satışların maliyeti / Ort. Stoklar	Stok Devir Hızı	75,69	Sektör ortalaması = 85,74
Net Kâr / Hasılat	Net Kâr Marjı	0,036	Sektör ortalaması = 0,25

THYAO şirketinin likidite oranlarına bakıldığında likidite sorunları yaşayabileceğini ve kısa vadeli borçlarını karşılamakta zorluk çekebileceğini söyleyebiliriz. Mali yapı oranlarına baktığımızda, şirketin öz sermayesine kıyasla duran varlıklarının yüksek olduğunu gösterir. Bu durum, şirketin uzun vadeli yatırımlara daha fazla odaklandığını ve bu varlıkları finanse etmek için öz sermayesini kullanmış olabileceğini işaret eder. Kaldıraç oranının sonucuna bakıldığında THYAO şirketinin finansal olarak riskinin bulunduğu söz konusudur ve bu oranı düzeltici hamlelerin yapılması gerekmektedir. Faaliyet oranlarından alacak devir hızına bakıldığında 16,90 seviyesi mevcuttur. Sektör ortalaması 92,27'dir bu oranı yükselten GSD denizcilik şirketi çıkarıldığında ortalama 11,74 seviyelerine gelmektedir. Buradan da THYAO'nun alacak tahsil kabiliyetinin iyi olduğu görülmektedir. Stok devir hızı ise oldukça yüksek bir seviyededir ve şirketin stoklarını hızlı bir şekilde sattığını gösterir. Net kâr marjına bakıldığında 0,036 gibi bir oran elde edilmiştir ve bu oran sektör ortalamasının oldukça altında kalmıştır. Net kâr marjına göre THYAO şirketinin operasyonlarının veriminin düşük olduğu ve bu oranı iyileştirici hamleler yapılması gerektiği söylenebilir.

Oran analizinde sonra şirketin değeri, şirket değerlendirme yaklaşımlarıyla hesaplanmıştır. Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı, şirketin defter değeri üzerinden değerlendirme yapmayı sağlar. Bu yöntemde, şirketin fiziksel varlıkları, mülkiyetleri ve finansal kaynakları dikkate alınır. Hesaplamaların sonuçlarına göre, Türk Hava Yolları A.O. şirketinin defter değeri yaklaşımıyla değeri 181.427.000.000 TL olarak hesaplanmıştır. Piyasa temelli değerlendirme yaklaşımıyla yapılan çarpan analizi sonuçlarının ortalamasıyla şirketin değeri belirlenmiştir. Bu yaklaşım, şirketin gelirlerini ve karlılığını değerlendirirken benzer sektördeki diğer şirketlerin çarpanlarını kullanılmaktadır. Çarpan analizlerinin sonuçlarına göre, hava yolu

şirketinin gelir temelli değerleme yaklaşımıyla belirlenen değeri 424.180.114.000 TL olarak tespit edilmiştir.

Gelir temelli değerleme yaklaşımı ise, şirketin piyasa koşulları ve benzer şirketlerin performansıyla ilişkilendirilerek değerleme yapar. İndirgenmiş nakit akımı, bu yaklaşımın temelini oluşturmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, şirket değerleme yöntemleri arasında öne çıkan bir yöntemdir. Bu yöntem, varlıkların değerini tahmin etmek için nakit akımlarını dikkate alır. Özellikle paranın zaman değerini göz önünde bulundurduğu için, yöntem gelecekte elde edilecek nakit akımlarının bugünkü değerlerine odaklanır. Bu şekilde, varlıkların gerçek değerleri belirlenmeye çalışılır. Genel bir değerlendirme yapıldığında, indirgenmiş nakit akımları yöntemi, birçok değişkeni göz önünde bulundurduğu için güvenilir bir değerleme yöntemi olarak kabul edilmektedir. İndirgenmiş nakit akımına göre değerleme yapılmadan önce şirketin 2013-2022 yıllarındaki mali tablolarından ve piyasadaki bir takım oranlardan yararlanılarak öncelikle taminlemeler yapılmıştır. Bu 10 yıllık verilerin ortalamasıyla 2023-2027 yıllarının tahminlemesi yapılmıştır. Bu tahminlemeler neticesinde ortaya Tablo 4.10.'daki sonuçlar çıkmıştır. Bu sonuçlara bakıldığında 2023-2027 yıllarının ve devam eden dönem için Türk Hava Yolları A.O. şirketinin net işletme sermayesine, net işletme sermayesi ihtiyacına ve değişimine, serbest nakit akımlarına ve indirgenmiş serbest nakit akımlarına ulaşılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı analizinden elde edilen verilere göre, şirketin indirgenmiş nakit akımı yaklaşımıyla değeri 463.381.650.191 TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca Türk Hava Yolları A.O şirketinin değerinin mevcut defter değerinden daha yüksek bir değerde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın sonuçlarına göre, şirketin değeri varlık temelli, piyasa temelli ve gelir temelli yaklaşımların kombinasyonuyla ortalama olarak 356.329.588.064 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer, şirketin mali durumu ve gelecekteki potansiyeli hakkında bilgi vermektedir. Bununla birlikte, değerleme sürecinde dikkate alınması gereken birden çok faktör olduğunu ve bu sonucun tek başına yeterli olmadığını unutmamak önemlidir.

Gelecekte şirket değerleme ile ilgili çalışma yapacaklar kişi ve kurumlar için aşağıdaki önerileri sıralamak mümkündür.

- Şirket değerlemesi sürecinde, güncel düzenlemelere ve uluslararası finansal raporlama standartlarına uyum sağlamak önemlidir. Bu, değerleme raporunun kabul edilebilirlik ve güvenilirlik düzeyini artıracaktır.

- Şirketin risk profili daha iyi anlaşılmalı ve değerlemeye dâhil edilmelidir. Bunun için, sektörel riskler, piyasa koşulları, operasyonel riskler ve finansal riskler gibi faktörler dikkate alınmalıdır.
- Değerleme sürecinde, piyasa koşullarının ve ekonomik trendlerin gelecekteki etkileri de göz önünde bulundurulmalıdır. Sektördeki gelişmeler, tüketici talebi ve rekabet durumu gibi faktörlerin analizi yapılmalıdır.
- İleri seviyede finansal analiz araçlarını kullanarak şirket değerlemesi yapılmalı ve bunlar şirketin finansal performansını daha iyi anlamak için düzenli olarak güncellenmelidir.
- Değerleme sürecinde gelecekteki nakit akışlarının tahminleri için daha kapsamlı ve sağlam bir yöntem benimsenmelidir. Bu tahminler, mevcut ve gelecekteki pazar koşullarını, rekabeti ve şirketin stratejik hedeflerini dikkate almalıdır.
- Şirket değerlemede sadece finansal verilere dayanmak yerine, şirketin rekabet avantajları, yenilik yeteneği, yönetim kalitesi ve varlık portföyü gibi önemli faktörler de dikkate alınmalıdır.

6. KAYNAKLAR

- Akbaşı, H. E. (2011). Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Hissedar Değeri. *Mali Çözüm Dergisi*, 106, 115-132.
- Akdoğan, N., ve Aydın, H. (1987). *Muhasebe Teorileri*. Ankara Üniversitesi.
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetimi* (Sekizinci baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayım.
- Akıncı, S. (2022). *Şirket değerlemesi: bankacılık ve üretim sektöründe bir uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aksoy, A., ve Tanrı Öven, C. (2007). *Sermaye Piyasası Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Altay, E. (2012). *Sermaye Piyasasında Varlık Fiyatlama Teorileri*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Apak, S., ve Demirel, E. (2013). *Finansal Yönetim Sermaye Piyasaları* (İkinci baskı). İstanbul: Papatya Yayıncılık
- Aydın, N., Başar, M., ve Coşkun, M. (2009). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ayrıçay, Y., ve Türk, V. E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BIST’de Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64) 53-70.
- Bağlama M.S. (2017). *Şirket değerlendirme yöntemlerinden indirgenmiş nakit akımları yöntemi lojistik sektöründe bir uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Bakır, H., ve Şahin, C. (2009). *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Bal, H. (2008). *Sigorta Firmalarının Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti ve İMKB Uygulaması*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bilir H., ve Kulalı İ. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 39-55.
- Birgili, E., ve Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46): 74- 83.

- Bolak, M. (1991). *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Borsa İstanbul. (2012). Halka Arz ve Borsada İşlem Görme. *Borsa İstanbul Web Sitesi*. 19.05.2023 tarihinde saat 17:03'de https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_Arz_ve_Islem_gorme.pdf adresinden alınmıştır.
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management: Concise*. Cengage Learning.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H., ve Düzakın, H. (2004). Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57-74.
- Capiński, M., & Patena, W. (2008). *Company valuation: Value, structure, risk*. Hochschule Hof.
- Cebe, Ö. (2017). *Firma değerlemesi ve sanayi sektöründe bir örnek uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, KTO Karatay Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Konya.
- Ceylan, A., Korkmaz, T. (2013). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (13.baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi* (İkinci Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- Cingöz, A. (2014). *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Cornell, B. (1993). *Corporate valuation: Tools for effective appraisal and decision making*. (No Title).
- Çetiner, M., Özöğüt, A., ve Kendir, H. A. (2018). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği. *Journal Of Institute Of Economic Development And Social Researches*, 4(9), 346-356.

- Çırak, R. (2018). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Dağdelen, O. (2022). *Marka değerinin şirket değerlemedeki etkisi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tekirdağ.
- Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*, New York: Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2006). *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: Wiley Finance.
- Damodaran, A. (2009). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. Ft Press.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques For Determining The Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2022). *Değerleme İçin Küçük Kitap* (İkinci baskı). İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Damodaran, A. (2023). Country default spreads and risk premiums. *New York University Ağ Sitesi*. 15.06.2023
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Deloitte (2015). Annual Turkish Mareiview. *Mergers and Acquisition*. 20 Mayıs 2023 tarihinde 2014 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu (deloitte.com) adresinden alınmıştır.
- Demir, O. (2013). *Firma değerlendirme yöntemleri ve bir borsa İstanbul uygulaması*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Duğral, İ. (2013). *A proposed emprical model for firm valuation*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir Ekonomi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Ekici, H. (2019). *Şirket değerlemesinde karşılaşılan özel durumların analizi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa
- Ercan, M. K. & Ban Ü. (2005). *Değere Dayalı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E. S., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması*, İstanbul: Literatür Yayınları.

- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholders Value Creation*. San Diego: Academic Press.
- Gordon, L. A., & Myers, M. D. (1998). Tobin's Q And Overinvestment. *Applied Economics Letters*, 5(1), 1-4.
- Gough, L. (2002). *Valuation*. Capstone.
- Gökalp, N. K. (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz*. İstanbul: Beta Kitabevi.
- Göl, M. (1999). Stratejik Karar Alma Ortamında Üst Yönetim Bilgi Sistemi ve Uzman Sistemler. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (3), 357-364.
- Gözen, M. (2019). Değer ve Değerleme Hakkında Kavramsal ve Kuramsal Bir Çalışma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 22(2), 374-382.
- Gündoğdu, A. (2017). *Finansal Yönetim, Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler*. Ankara: Seçkin Kitabevi.
- Gündoğdu, A. (2017). *Finansal Yönetim*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Gürbüz, A. O., ve Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gürsoy, C. T. (2007). *Finansal Yönetimin İlkeleri*. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları.
- Hausman, D., McPherson, M., & Satz, D. (2016). *Economic analysis, moral philosophy, and public policy*. Cambridge University Press.
- Hitchner, J. R. (2010). *Financial Valuation, + Website: Applications and Models* (Vol. 545). John Wiley & Sons.
- IVSC (2003). *International Valuation Standards*. London. 35-36.
- İçke, B. T. (2007). *Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*, İstanbul: Derin Yayınevi.
- İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayınları.

- Johnson, R. (2015). *Ethical Theory: Classical and Contemporary Readings*.
- Jones, C. P. (2014). *Investments: Principles and Concepts*.(International student version.). Wiley.
- Kaderli, Y. (2021). *Temel Borsa Eğitimi* (İkinci baskı). Aydın: Aydın Tuna Matbaacılık.
- Karaa, G. (2019). *Şirket değerlemesi ve start-up firma uygulaması*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Karapınar, A., ve Zaif, A. F. (2018). *Finansal Analiz: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile Uyumlu* (Altıncı baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- KAP (2023, Haziran). Şirket Bilgileri. Türk Hava Yolları A.O. Şirket Bilgileri. 16 Haziran 2023 tarihinde <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/1107-turk-hava-yollari-a-o> adresinden alınmıştır.
- Karyağdı, N. (2008). *Kâr Dağıtımı*. Ankara: Oluş Yayıncılık.
- Kaygusuz, S., ve Dokur, Ş. (2009). *İşletmelerde Stratejik Planlama ve Büyüme*. Bursa: Dora Yayınları.
- Kepez, M. (2006). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım. Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Kızıl, A., C., Fidan, Kızıl, M. M., ve Keskin, A. İ. (2013). *TMS-TFRS Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları*. İstanbul: Der Yayınları.
- Kissin, W., & Zulli, R. (1988). Valuation of A Closely Held Business. *Journal of Accountancy*, 165(6), 38.
- Koç, İ. Ö. (1998). *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*. Sermaye Piyasası Kurulu.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 499). John Wiley and sons.
- Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Koyuncu, B. (2010). *Değere Dayalı ve Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerinin Karşılaştırmalı Analizi: İMKB’de Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Köktürk, E., ve Köktürk, E. (2016). *Taşınmaz Değerlemesi* (Üçüncü baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Köroğlu, Ç. (2019). *Stratejik Maliyet Yönetimi Kapsamında Sürece Dayalı Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönetiminin Analizi*. Ankara: Alter Yayıncılık.
- Küçük, A. (2012). Firma değerlemesi ve bir IMKB uygulaması. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- Masun, A. (2017). Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(1), 213-222.
- Monks, R. A., & Lajoux, A. R. (2011). *Corporate Valuation For Portfolio Investment: Analyzing Assets, Earnings, Cash Flow, Stock Price, Governance and Special Situations*. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım
- Okka, O. (2021). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler* (Sekizinci baskı). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Öztürk H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları, Teorik ve Pratik Yaklaşımlar*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*. John Wiley & Sons.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Cohen, A. (2010). *Equity Asset Valuation*. CFA Investment Series.
- Ratner I., Stein, G., & Weitnauer, J. C. (2009). *Business Valuation and Bankruptcy* (Vol. 521). John Wiley & Sons.
- Sarıoğlu, S. E. (2012). Şirket Değerleme. *Vergi Sorunları Dergisi*, 281, 63-71.
- Sayılgan, G. (2013). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitabevi
- Seyidoğlu, H. (2002). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, İstanbul: Güzem Can Yayınları.

- Smith, G. V. (1988). Corporate valuation: A business and professional guide. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Sipahi, B., Yanık, S., ve Aytürk, Y. (2016). *Şirket Değerleme Yaklaşımları* (İkinci baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Syzdykova, A. (2016). Türkiye'de TFRS'ye Göre Şerefiye Değer Düşüklüğü Testi: BIST 100 Şirketleri Tarafından Kullanılan İskonto Oranlarının Analizi. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(2), 23-40.
- Şahin, M. (2017). *Şirket değerleme yaklaşımları ve borsa İstanbul'da iletişim endeksinde bir uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Şamiloğlu, F. (2002). *Entellektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Taner, B., ve Akkaya, G. C. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 3(1), 1-7.
- Tekbaş, M. Ş., Seval, B., Köse, A., Kıyılar, M., ve Sarıkovanlık, V. (2019). Finansal Yönetim ve Mali Analiz Ders Notu. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. Web Sayfaları. 21 Mayıs 2023 tarihinde saat 12:37'de <https://www.spl.com.tr/docs/other/2e0af6ab-a545-4a.pdf> adresinden alınmıştır.
- Tevfik, A.T. (2005). *Hisse Senedi Değerlemesi*. İstanbul: Literatür Yayınevi.
- Toraman, C., ve Körpi, M. (2015). Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (66), 41-56.
- Ünkaya, G., ve Dabbağöğlu K. (2016). Yerel Finansal Raporlama Çerçevesi Taslağında Önerilen Satış Geliri Ve Ticarî Alacak Muhasebesi Üzerine Bir Eleştiri. *Öneri Dergisi*, 12(46), 121-136
- Üreten, A., ve Ercan, M. K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi
- Varol, O. (2021). *Firma değerlemesi ve değer sürücülerinin analizi: Borsa İstanbul otomotiv üretim firmaları üzerine bir uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Yalçın, H. (2014). *Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama* (İkinci baskı). İstanbul: Yalın Yayıncılık.
- Yaslıdağ, B. (2021). *Şirket Değerleme*. Ankara. Seçkin Kitabevi.

- Yener, E., ve Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(2),75-98.
- Yobaş, M. Ş. (2006). *Halka açık anonim şirketlerde finansal duran varlık satışında firma değeri tespiti ve bir uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.



7. EKLER

Ek 1. Türk Hava Yolları A.O. Bilanço

Milyon TL	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12	2017/12	2016/12	2015/12	2014/12	2013/12
Varlıklar										
Dönen Varlıklar	135.095	65.797	30.659	28.339	23.706	13.699	12.673	9.148	6.565	4.536
Nakit ve Nakit Benzerleri	76.192	35.679	13.293	12.328	8.606	7.132	5.159	2.617	1.474	1.339
Finansal Yatırımlar	11.705	69	131	2.377	2.733	736	1.228	180	201	43
Ticari Alacaklar	18.618	12.323	4.672	3.205	3.002	2.233	1.334	1.052	1.057	1.148
Diğer Alacaklar	16.387	10.617	8.082	6.424	6.217	1.204	2.977	4.026	2.780	1.381
Stoklar	6.196	3.481	2.236	1.723	1.000	728	763	628	452	342
Diğer Dönen Varlıklar	5.997	3.628	2.245	2.282	2.148	1.666	1.212	645	601	283
(Ara Toplam)	135.095	65.797	30.659	28.339	23.706	13.699	12.673	9.148	6.565	4.536
Duran Varlıklar	443.476	287.911	156.743	118.532	85.370	54.948	52.401	38.490	25.311	20.867
Diğer Alacaklar	17.887	11.544	8.809	7.577	5.280	2.336	1.815	3.078	2.455	2.681
Finansal Yatırımlar	3.079	1.171	548	532	454	193	165	3	3	2
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	5.179	3.164	1.881	2.191	1.884	1.209	869	715	526	390
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.290	0	0	0	2	2	2	2	83	76
Kullanım Hakkı Varlıkları	309.943	201.381	108.465	80.894	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	87.045	58.195	30.431	21.640	73.219	49.040	47.422	33.191	21.336	17.166
Şerefiye	500	166	91	74	65	47	44	36	29	27
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.432	1.088	653	489	429	249	259	258	165	113
Ertelenmiş Vergi Varlığı	32	14	3	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	17.089	11.188	5.862	5.135	4.037	1.872	1.825	1.207	715	412
TOPLAM VARLIKLAR	578.571	353.708	187.402	146.871	109.076	68.647	65.074	47.638	31.876	25.402
KAYNAKLAR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	154.040	90.443	47.379	35.417	27.246	16.209	15.832	11.248	8.505	6.653
Finansal Borçlar	70.184	53.361	32.600	18.450	12.460	6.514	8.522	2.945	1.421	34
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	103	126	113	32	61	13	44	44	1.188
Ticari Borçlar	22.482	11.896	6.322	6.708	5.375	3.229	2.169	1.949	1.539	1.451
Diğer Borçlar	2.341	2.327	645	580	412	270	326	245	166	114

Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Söz. Doğan Yük. Dış.Kal.)	44.840	16.877	4.511	6.361	5.507	0	0	0	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	58	211	0	0	0	47	8	29	2	0
Borç Karşılıkları	837	339	193	309	287	237	215	194	170	95
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.298	5.329	2.982	2.896	3.173	5.851	4.579	5.842	5.164	3.771
(Ara Toplam)	154.040	90.443	47.379	35.417	27.246	16.209	15.832	11.248	8.505	6.653
Uzun Vadeli Yükümlülükler	243.104	172.615	100.512	70.659	50.546	32.267	31.343	22.300	14.216	11.787
Finansal Borçlar	192.799	145.647	89.994	60.976	43.342	27.684	27.526	19.294	12.334	10.364
Diğer Borçlar	441	730	162	223	188	314	39	34	33	31
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Söz.Doğan Yük. Dış.Kal.)	2.022	1.224	799	713	342	0	0	0	0	0
Uzun vadeli karşılıklar	6.258	2.125	1.343	1.069	685	482	397	348	294	250
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	41.584	22.889	8.214	7.678	5.989	3.628	3.361	2.578	1.518	1.107
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0	0	159	20	46	33	31
Özkaynaklar	181.427	90.650	39.511	40.795	31.284	20.171	17.899	14.090	9.154	6.962
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	181.422	90.640	39.502	40.792	31.281	20.171	17.899	14.090	9.154	6.962
Ödenmiş Sermaye	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	29.483	20.757	16.687	9.171	7.685	4.836	2.367	1.659
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59	59	211	184	59	59	59	59	59	59
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	19.311	11.097	16.533	12.024	8.206	7.619	7.666	4.673	2.854	2.171
Dönem Net Kar/Zararı	47.432	8.214	-5.588	4.536	4.045	639	-47	2.993	1.819	683
Diğer Özsermaye Kalemleri	113.240	69.890	-2.517	1.911	904	1.303	1.156	149	675	1.010
Azınlık Payları	5	10	9	3	3	0	0	0	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR	578.571	353.708	187.402	146.871	109.076	68.647	65.074	47.638	31.876	25.402

Ek 2. Türk Hava Yolları A.O. Gelir Tablosu

Milyon TL	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12	2017/12	2016/12	2015/12	2014/12	2013/12
Satış Gelirleri	311.169	97.378	46.448	75.118	62.853	39.779	29.468	28.752	24.158	18.777
Satışların Maliyeti (-)	-235.528	-75.233	-43.765	-62.039	-49.284	-31.943	-26.051	-22.959	-19.729	-15.305
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	75.641	22.145	2.683	13.079	13.569	7.836	3.417	5.793	4.429	3.472
Brüt Kar (Zarar)	75.641	22.145	2.683	13.079	13.569	7.836	3.417	5.793	4.429	3.472
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-23.209	-7.573	-4.542	-8.015	-6.185	-4.101	-3.493	-3.129	-2.462	-1.947
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.701	-2.123	-1.518	-1.695	-1.238	-1.002	-948	-740	-599	-435
Diğer Faaliyet Gelirleri	2.407	1.386	2.391	2.043	799	961	439	646	176	219
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-1.327	-288	-396	-370	-753	-126	-280	-84	-101	-83
Faaliyet Karı (Zararı)	48.811	13.547	-1.382	5.042	6.192	3.568	-865	2.486	1.443	1.226
Net Faaliyet Kar/Zararı	47.731	12.449	-3.377	3.369	6.146	2.733	-1.024	1.924	1.368	1.090
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5.509	1.823	1.344	963	493	640	420	0	210	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-333	-52	-83	-452	-7	-5	-59	0	-52	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	2.180	743	-578	469	656	357	130	226	161	109
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	56.167	16.061	-699	6.022	7.334	0	0	0	1.762	0
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	6.317	790	504	780	753	204	1.074	1.450	927	50
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	-11.081	-7.660	-5.906	-1.746	-2.853	-3.951	-698	-534	-428	-563
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	5.176	1.771	1.261	511	486	635	361	283	158	143
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	51.403	9.191	-6.101	5.056	5.234	813	2	3.911	2.261	965
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-3.971	-977	513	-520	-1.189	-174	-49	-918	-442	-283
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-570	-242	-1	-1	-182	-179	-65	-34	-10	0
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-3.401	-735	514	-519	-1.007	5	16	-884	-432	-283
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	47.432	8.214	-5.588	4.536	4.045	639	-47	2.993	1.819	683
Dönem Karı (Zararı)	47.432	8.214	-5.588	4.536	4.045	639	-47	2.993	1.819	683