

**TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BORSA İSTANBUL YATIRIMLARI:
ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

MEHMET BÜYÜKGÜMÜŞ

AĞUSTOS/2022

**TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BORSA İSTANBUL YATIRIMLARI:
ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

**BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

MEHMET BÜYÜKGÜMÜŞ

**İŞLETME YÜKSEK LİSANS/DOKTORA DERECEİ İÇİN GEREKLİ
ÇALIŞMALAR YERİNE GETİRİLMİŞTİR**

AĞUSTOS/2022



**BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

YÜKSEK LİSANS TEZ ONAY FORMU

Program Adı:	İŞLETME (TÜRKÇE, TEZLİ)
Öğrencinin Adı Soyadı:	MEHMET BÜYÜKGÜMÜŞ
Tezin Adı:	TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BORSA İSTANBUL YATIRIMLARI: ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA
Tez Savunma Tarihi:	06.09.2022

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları yerine getirmiş olduğu Lisansüstü Eğitim Enstitüsü tarafından onaylanmıştır.

Prof. Dr. Ahmet Öncü
Enstitü Müdürü

Bu Tez tarafımızca okunmuş, nitelik ve içerik açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak yeterli görülmüş ve kabul edilmiştir.

	Ünvanı, Adı Soyadı	İmza
Tez Danışmanı:	Dr. Armağan Canan	
2. Üye :	Prof. Dr. Yavuz Günelay	
3. Üye :	Dr. Hakan Arslan	

Bu tezdeki tüm bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak elde edildiğini ve sunulduğunu; ayrıca bu kuralların ve ilkelerin gerektirdiği şekilde, bu çalışmadan kaynaklanmayan bütün atıfları yaptığımı beyan ederim.

Ad, Soyad :
İmza :

ÖZ

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BORSA İSTANBUL YATIRIMLARI: ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Mehmet Büyükgümüş

İşletme Yüksek Lisans Programı

Tez Danışmanı: Dr. Armağan Canan

Ağustos 2022, 71 sayfa

Bu çalışma; Borsa İstanbul’da, temel analiz yöntemiyle orman ürünleri ve mobilya sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden iki örnek seçilerek, bu şirketlerin gelecek dönemlerdeki hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesini amaçlamaktadır. Bu kapsamda ekonomi ve sektör analizleriyle birlikte, seçilen örnek şirketlere ait finansal tablolar analiz edilmiş ve alım satım için uygun fiyat düzeyleri tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Piyasası, Finansal Tablolar, Finansal Tablolar Analizi, Temel Analiz

ABSTRACT

BORSA ISTANBUL INVESTMENTS BY FUNDAMENTAL ANALYSIS: AN APPLICATION IN THE FOREST PRODUCTS AND FURNITURE SECTOR

Büyükgümüş Mehmet

MBA Master's Program

Supervisor: Dr. Armağan Canan

August 2022, 71 pages

By selecting two examples from companies operating in the forest products and furniture sector and by using the fundamental analysis method, this study aims to estimate the future stock prices of these companies. In this context, the financial statements of the selected sample companies were analyzed through the economic and sector analyses, and the appropriate price levels for trading were determined.

Keywords: Capital Market, Financial Statements, Financial Statement Analysis, Fundamental Analysis

İTHAF

Hasretini duyduğumuz her şeye

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışmasının en başından beri büyük bir sabır ve anlayışla bana yol gösteren, çalışmalarımı büyük bir dikkatle takip edip bu tez çalışmasının sınırlarını da aşarak bana akademik bir bakış açısı kazandıran hocam Dr. Armağan Canan’a,

Yüksek lisans programı boyunca karşılaştığım her sorunla adeta kendi sorunuymuş gibi ilgilenen, beni hiçbir zaman yalnız bırakmayan İhsan Alpargin’a,

Birlikte çalışma fırsatı yakaladığım için kendimi çok şanslı hissettiğim ve sadece bir iş veren olarak değil, dünya görüşü olarak da kendisinden oldukça etkilendiğim, yüksek lisansa başlamam konusunda benden hiçbir desteğini esirgemeyen Mazars Denge CEO’su ve Sürdürülebilirlik Elçisi İzel Levi Coşkun’a,

Her zorluğa benimle göğüs geren, ümidimi yitirdiğim anlarda bana ümit veren, bugüne kadar bana yol arkadaşlığı eden, ömrümün sonuna dek her ne olacaksa onunla birlikte olmasını istediğim sevgili eşim Şeyma Gümüş’e,

Benim için bir dosttan çok daha fazlası olan, bugün her ne kadar birbirimizden uzakta olsak da kendimden hiçbir zaman uzakta hissetmediğim Abdülkerim Altun’a,

Beni her zaman dinleyen ve koşulsuz bir şekilde yanımda olan sevgili arkadaşlarım Mehmet Akif Güdek’e, Mustafa Yıldız’a, Turgut Kaya’ya, Fatih Uyar’a ve Durmuş Köknel’e,

Benden hiçbir zaman muhabbetini esirgemeyen sevgili arkadaşlarım; Furkan Mutlu Arabacı’ya, İlker Uslu’ya, Celal Emre Satılmış’a, Nesibe Evcin’e, Neslihan Evcin’ye ve Elif Çarsancaklı’ya,

Kendi yoğunluğuna rağmen bana her zaman vakit ayıran, beni dinlemekten ve bana yardım etmekten hiçbir zaman imtina etmeyen Ali Recai Ögcem’e,

Son olarak; beni yetiştiren, benim için her zaman fedakârlıkta bulunan, kendilerinden önce hep beni düşünen, bugünlerde kendilerine oldukça hasret kaldığım sevgili babam Halil İbrahim Büyükgümüş ve annem Semiha Büyükgümüş’e, bana her zaman örnek olan, desteğini her zaman yanımda hissettiğim abim Ahmet Büyükgümüş’e ve yengem değil ablam Reyhan Beyza Büyükgümüş’e sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iv
ABSTRACT	v
İTHAF	vi
TEŞEKKÜR.....	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
BÖLÜM 1 GİRİŞ.....	1
1.1 Araştırmanın Önemi.....	2
1.2 Araştırmanın Amacı	2
BÖLÜM 2 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE YÖNTEMİ.....	4
BÖLÜM 3 TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BORSA İSTANBUL'DA ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA SEKTÖRÜNÜN İNCELENMESİ.....	7
3.1 Araştırmanın Bulguları.....	7
3.1.1 Ekonomi analizi.	7
3.1.2 Sektör analizi.....	12
3.1.3 Şirket Analizi	14
3.1.3.1 Şirketlerin faaliyet alanı ve organizasyon yapısı	14

3.1.4 Rasyolar Analizi.....	15
3.1.4.1 Likidite oranları.....	15
3.1.4.2 Kaldıraç oranları.....	20
3.1.4.3. Faaliyet oranları.	25
3.1.4.4 Karlılık oranları.....	30
3.1.4.5 Karşılaştırmalı tablolar analizi (dikey analiz)	32
3.1.4.5.1 Finansal durum tablosu (bilanço) analizi.	32
3.1.4.5.2 Gelir Tablosu Analizi.....	34
3.1.4.6 Eğilim Yüzdeleri Analizi (Trend Analizi).....	37
3.1.4.6.1 Finansal durum tablosu (bilanço) analizi.	37
3.1.4.6.2 Gelir tablosu analizi.	39
3.1.5 Değerleme analizi.....	41
3.1.5.1 Piyasa değeri/net satışlar oranına göre değerlendirme.	44
3.1.5.2 PD/DD oranına göre değerlendirme.	46
3.1.5.3 FD/FAVÖK oranına göre değerlendirme.	47
SONUÇ	48
KAYNAKÇA.....	50
EKLER.....	53

1.Koleksiyon	Mobilya	Sanayi	A.Ş.	Kâr	Dağıtım
Tablosu.....					54



TABLÖLAR LİSTESİ

TABLÖLAR

Tablo 1: TÜİK TÜFE Değişim Tablosu (TÜİK,2022)	10
Tablo 2: Kurlar Tablosu	11
Tablo 3: Cari Oran Tablosu	16
Tablo 4: Asit-Test Oranı Tablosu	17
Tablo 5: Nakit Oran Tablosu	18
Tablo 6: Stok Bağımlılık Oranı Tablosu	19
Tablo 7: Finansal Kaldıraç Oranı Tablosu	21
Tablo 8: Borçlanma Oranı Tablosu	22
Tablo 9: Kısa Vadeli Borçlanma Oranı Tablosu	23
Tablo 10: Kısa Vadeli Borçlanma Oranı/Net Satışlar Tablosu	25
Tablo 11: Stok Devir Hızı Tablosu	26
Tablo 12: Alacak Devir Hızı Tablosu	27
Tablo 13: Sabit Kıymetler Devir Hızı Tablosu	28
Tablo 14: Ticari Borç Devir Hızı Tablosu	29
Tablo 15: Net Kar Marjı Tablosu	30
Tablo 16: Varlıkların Kazanma Gücü Tablosu	31
Tablo 17: Hisse Başına Kâr Tablosu	32
Tablo 18: Orma Bilanço Dikey Analiz Tablosu	33
Tablo 19: Koleksiyon Dikey Analiz (Bilanço Analizi – Varlıklar) Tablosu	34
Tablo 20: Orma Dikey Analiz (Gelir Tablosu) Tablosu	35
Tablo 21: Koleksiyon Dikey Analiz (Gelir Tablosu) Tablosu	36
Tablo 22: Orma Bilanço Trend Analizi Tablosu	37
Tablo 23: Koleksiyon Bilanço Trend Analizi Tablosu	38
Tablo 24: Orma Gelir Tablosu Trend Analizi Tablosu	40
Tablo 25: Koleksiyon Gelir Tablosu Trend Analizi Tablosu	41
Tablo 26: Orma Finansal Veri Tahmin Tablosu	43
Tablo 27: Koleksiyon Finansal Veri Tahmin Tablosu	44
Tablo 28: Orma PD/NS Değerleme Tablosu	45
Tablo 29: Koleksiyon PD/NS Değerleme Tablosu	45
Tablo 30: Orma PD/DD Değerleme Tablosu	46

Tablo 31: Koleksiyon PD/DD Değerleme Tablosu	47
--	----



ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİLLER

Şekil 1: Gelişmiş Ülkeler TÜFE Grafiği (International Monetary Fund, 2021).....	8
Şekil 2: Gelişmekte Olan Ülkeler TÜFE Grafiği (International	8
Şekil 3: TÜİK 2021 Enflasyon Grafiği	10
Şekil 4: Kurlar Grafiği	12



BÖLÜM 1

Giriş

Borsası olan her ülkede alım satım emirlerini düzenlemek, yatırımcıları bir araya getirmek, verilen ve gerçekleştirilen emirlerin güvenliğini sağlamak, yapılan işlemlerin şeffaflığını sağlamak amacıyla çalışan kurumlar vardır. Türkiye’de ise bu kurum Borsa İstanbul’dur. Borsa İstanbul, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İKSB) adıyla kurulmuştur. 2013 yılında ise Borsa İstanbul (BİST) adını almıştır. Türkiye’de hisse senedi alım satımı yapan her yatırımcı, BİST’te faaliyet göstermektedir.

Hisse senetleri; şirketlerin ortaklarına, ortaklığa sermaye katılım oranınca verilen ve ortaklıklarını temsil eden kıymetli evraktır. Sahip olunan hisse senetleri, ait oldukları şirkete ortaklığı temsil ettiği gibi temettüye sahipliği de temsil eder. Şirketler kaynak sağlamak amacıyla hisse senetlerini BİST aracılığıyla halka arz ederler. Halka arz edilen bu hisse senetleri kanunlar ve Sermaye Piyasası Kurumu’nca yayınlanan genelgeler çerçevesinde arz-talep dengesi içerisinde fiyatlanır. Hisse senetlerinin fiyatlanması serbest piyasa kurallarına göre belirlendiği için sabit bir getirisi yoktur. Bu noktada hisse senetlerinin alım-satım noktalarının belirlenmesi ve geleceğe dönük fiyatların tahmin edilmesi konusu devreye girmektedir. Bu tahminleri gerçekleştirmek için kullanılan yöntemlerden biri de temel analiz yöntemidir.

Temel analiz yöntemi üç ana başlıktan oluşmaktadır. Bunlar; ekonomi analizi, sektör analizi ve şirket analizidir. Ekonomi analiz, yatırım yapılmak istenen şirketin içinde bulunduğu ekonomik koşulların incelenmesini kapsar. Ardından yapılan sektör analizi, şirketin faaliyet gösterdiği sektörü, bu sektörün dinamiklerini anlamayı ve sektörün finansal durumunu belirlemeyi amaçlar. Şirket analizi ise şirketin faaliyet alanını ve finansal tablolarını anlamak için yapılır. Şirketin finansal tabloları rasyolar analizi ile incelenir ve şirketin finansal performansı hakkında analistin veya yatırımcının genel görüşüne sahip olması sağlanır. Son olarak ise rasyolar analizinde yer alan veriler, değerlendirme yöntemleri aracılığıyla şirketin hisse senedinin olması gereken değerinin hesaplanmasında kullanılır. Böylelikle temel analizin birincil amacı olan hisse senetlerinin gerçek değerinin tahmin edilmesi sağlanmış olur.

1.1 Araştırmanın Önemi

Literatürde temel analiz yöntemi, sektörel bazda incelemeler yoluyla çalışılmıştır. Temel analiz yönteminin birçok sektörde, birçok farklı yöntemle uygulaması yapılmıştır. Bu tez çalışmasında ise orman ürünleri ve mobilya sektöründe temel analiz yönteminin uygulaması yapılmıştır. Böylece bu tez çalışması, temel analiz başlığı altında yapılan çalışmalar kapsamında literatürde yer almayan orman ürünleri ve mobilya sektörü hakkında literatüre katkı sağlamıştır.

Çalışma kapsamında Orman ürünleri ve mobilya sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ORMA) ve Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. (KLSYN) seçilmiştir. Temel analiz yönteminin literatürde kullanıldığı çalışmaların büyük bölümünde tercih edilen şirketler dönem sonu finansal tablolarında kâr açıklayan şirketlerdir. Bu çalışma kapsamında, bu iki şirketin tercih edilmesinin nedeni Orma gibi dönem sonu finansal tablolarında zarar açıklayan ve Koleksiyon gibi yasal finansal tablolarında zarar etmesine rağmen UFRS düzeltmeleri sonucunda kâr açıklayan şirketler için de temel analiz yönteminin uygulanabilirliğinin ölçülmesidir.

1.2 Araştırmanın Amacı

Genel bir tanımlama yapmak gerekirse “temel analiz, hisse senedinin gerçek değerinin (intrinsic value) hesaplanması işlemidir” (Gacar, 2009, s. 70). Bu çalışmanın temel amacı çalışmaya konu olan şirketlerin Borsa İstanbul’da işlem gören hisse senetlerinin gerçek değerini tespit edip bu değerlerin gelecekte ne yönde şekilleneceğine dair tahminlerde bulunmaktır.

Temel analiz yönteminin analistler ve yatırımcılar tarafından çokça tercih edilmesinin altında yatan sebeplerden biri de yöntemin analistin veya yatırımcının odak noktasına göre özelleştirilebilmesidir. Örneğin bir holdingin analizi yapılırken, holding diğer şirketlere sermaye katılımı sağladığı için analistin veya yatırımcının odaklanması gereken finansal tablo kalemi özkaynaklardır. Bu noktada da temel analiz yönteminin özkaynakların verimliliğini ölçen kabul görmüş rasyoları olduğu gibi, yatırımcı veya analist kendi finansal tablo okuma becerilerine ve ekonomi perspektifine göre kendince oranlar ve yöntemler de geliştirebilir. Bu çalışma özelinde temel analiz yönteminin akademik çalışmalarca ve piyasa uzmanlarınca kabul görmüş oranları ve yöntemleri kullanılırken, ihtiyaç halinde veya analizlerden daha detaylı bir

çıktı elde edilebilmesi adına geliştirilebilecek yöntemler, başvurulabilecek kaynaklar vurgulanmıştır.

Çok çeşitli araçlara sahip olan temel analiz yöntemi, basit bir matematiksel formül gibi tüm şirketler ve sektörlerde uygulanamaz. Temel analiz yönteminin tüm araçları, üzerine çalışılan sektör ve şirketler için özelleştirilmelidir. Örneğin finans sektöründe faaliyet gösteren bir bankanın finansal tablolarının yapısı ve faaliyetlerinin yürütülmesi hizmet sektöründe faaliyet gösteren bir şirkete kıyasla oldukça farklılık gösterir. Bu sebeple yatırımcı veya analistin temel analiz yöntemini kullanırken şirket ve sektör dinamiklerini göz önünde bulundurması gerekir. Bu çalışma boyunca temel analiz yönteminin araçları kullanılırken orman ürünleri ve mobilya sektörünün gerekliliklerine dikkat çekilmesi amaçlanmıştır.

Yalnızca hisse senetlerinde değil, tüm finansal enstrümanların geleceğe ilişkin değerlerini tahmin etmek için geliştirilmiş çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında en yaygın olarak kullanılan yöntemler temel analiz ve teknik analiz yöntemidir. Bu çalışma temel analiz yönteminin teknik analiz veya diğer analiz yöntemleriyle karşılaştırmasını yapmadan temel analiz yönteminin sonuçlar itibarıyla münferiden verimliliğini ölçmeyi amaçlamaktadır. Bir başka deyişle bu çalışma, temel analiz yönteminin bir şirketin gerek finansal gerekse finansal olmayan tüm yönlerini analiz etmek için gerekli göstergeleri analiste veya yatırımcıya sağlayıp sağlamadığını; şayet sağlıyor ise, bu göstergelerden tatmin edici sonuçlar elde edilip edilemediğini ölçmeyi amaçlamaktadır.

Günümüz dünyasında şirketlerin finansal tabloları özellikle gelişen teknoloji ve finansman araçlarıyla birlikte daha eski dönemlere kıyasla çok daha fazla ve karmaşık veriler içermektedir. Bu çalışmanın amaçlarından bir diğeri de temel analiz yöntemini kullanarak şirketlere ait finansal tabloların amaca uygun bir şekilde bilgi kullanıcıları tarafından kullanılabilmesine dair finansal okur yazarlık literatürüne katkı sağlamaktır.

BÖLÜM 2

Araştırmanın kapsamı ve yöntemi

Araştırmanın kapsamı örnek olarak seçilen şirketlerin 2021 ve 2020 finansal tablo dönemleriyle sınırlandırılmıştır. Yapılan analizleri güçlendirmek ve daha sağlıklı sonuçlar almak adına geçmiş dönem verilerinden de faydalanılmıştır. Araştırmanın kapsamının bir dönem yerine iki dönemle sınırlandırılmasının gerekçesi, kullanılan temel analiz yönteminin hem kısa vadeli (1 yıl ve daha az) yatırımlar için hem de uzun vadeli (1 yıldan daha uzun) yatırımlar için verdiği sonuçların ölçülebilmesidir.

Çalışma boyunca kullanılan veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun web sitesinde yayınlanan, çalışmaya konu olan şirketlere ait finansal tablolar, bağımsız denetim raporları ve şirketlerin kendi web sitelerinde yayınladıkları bilgilerden elde edilmiştir.

Çalışmaya konu olan şirketler Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirketleri sektörlerine göre sınıflandırması sonucunda belirlenen sektörler arasından orman ürünleri ve mobilya sektöründe faaliyet gösteren iki şirket rast gele olarak seçilmiştir. Çalışmanın sonuçları yalnızca seçilen bu sektör ve şirketler için geçerli olup, aynı yöntemle farklı şirketler veya sektör üzerinde çalışıldığında farklı sonuçlara ulaşılabilmesi mümkündür.

Araştırmanın zeminini oluşturan verilerin ve bu verilerden elde edilen sonuçların işlenmesine ilişkin kullanılan yöntem, temel analiz yöntemidir. Bu bağlamda temel analiz yöntemi üç ana başlığa ayrılmıştır. Bunlar sırasıyla; ekonomi analizi, sektör analizi ve şirket analizidir.

Ekonomi analizinde, Türkiye ve dünya ekonomilerinin genel hatlarıyla makro ekonomik dengeleri incelenmiştir. Araştırmanın konusunu oluşturan Borsa İstanbul'da ormancılık ve mobilya sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisse fiyatlarının bu makro ekonomik değişimlerden etkileneceği göz önünde bulundurulmuştur. Büyüme yönünde değişim gösteren ekonomilerde bu durumun pay piyasalarına da yansıtacağı belirlenebilir. Bu bağlamda ekonomi analizi yatırım konusunda karar alıcılar tarafından göz önünde bulundurulur. Özellikle Türkiye'nin 2018'de başlayan döviz kurlarındaki dalgalanmalar şirketlerin finansal tablolarını önemli derecede etkilemiştir. Bu sebeple, ekonomi analizinde döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalara araştırmanın konusu kapsamında ayrıca yer verilmiştir. Ekonomi analizinde Dünya Ticaret Örgütü, Avrupa Merkez Bankası ve OECD (Organisation for Economic Co-

operation and Development) gibi uluslararası kurumların yanı sıra Standard & Poor's ve Fich gibi kredilendirme kuruluşlarının Türkiye'ye ilişkin yayınladığı kredi derecelendirme çalışmalarından ve İş Bankası'nın "Türkiye ve Dünya Ekonomisindeki Gelişmeler" bültenlerinden faydalanılmıştır.

Ekonomi analizinin ardından sektör analizi yapılmıştır. Araştırmanın bu kısmında orman ürünleri ve mobilya sektörünün dünyadaki ve Türkiye'deki genel durumu, global ölçekte yaşanan gelişmelerin Türkiye'deki izdüşümü, sektör dinamikleri, geçmiş dönemlerde sektörde yaşanan gelişmeler ve sektörü gelecekte bekleyen muhtemel değişimler ele alınmıştır. Araştırmanın bu kısmında, Dünya Ticaret Merkezi ve Dünya Ticaret Örgütü'nün sektör raporlarının yanı sıra Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, İstanbul Sanayi Odası ve İstanbul Ticaret Odası'nın yayınladığı sektör raporlarından faydalanılmıştır.

Sektör analizinin ardından inceleme sınırları daha da daraltılarak şirket analizi yapılmıştır. Bu kısımda şirketin organizasyon yapısı, faaliyet konusu ve finansal raporlama çerçevesi incelenmiştir. Finansal raporlama çerçevesi, şirketlerin dönem sonunda açıkladıkları finansal tabloların sonuçlarını doğrudan etkilediği için göz önünde bulundurulmuştur. Şirketlerin finansal tablolarından elde edilen bilgiler doğrultusunda; rasyolar (oranlar) analizi, karşılaştırmalı tablolar analizi, trend analizi yapılarak şirketin genel finansal performansı incelenmiştir. Son olarak değerlendirme analizi ile şirketlerin pay değeri hesaplanarak alım veya satım kararı verilmiştir.

Türkçe literatürde, temel analiz yöntemi aynı alanda çalışan araştırmacılar tarafından sıkça kullanılmaktadır. 2021 yılında Burak Akın'ın Dokuz Eylül Üniversitesi'nde "Temel Analiz Yöntemi ile Hisse Senedi Değerinin Belirlenmesi: İskenderun Demir ve Çelik AŞ. Üzerine Bir İnceleme" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasında aynı yöntem kullanılmıştır. Bahsi geçen yüksek lisans teziyle, yapılan bu çalışma da benzer amacı taşımaktadır. Kullanılan araçlar farklı olsa da her iki çalışma da temelde "tasarruflarını hisse senedinde değerlendirecek olan yatırımcılar için şirketlere nasıl değer biçilmeli sorusuna yanıt vererek finansal okuryazarlığa katkı sağlamaktır."(AKIN, 2021, s. 42) Yazar çalışması kapsamında İskenderun Demir ve Çelik AŞ'nin 2015 ve 2019 yılları arasında yer alan finansal verileri analiz etmiştir. Bu finansal tabloların analizine öncelikli olarak İskenderun Demir ve Çelik AŞ'nin faaliyet gösterdiği ekonomik ortamın analiziyle başlanmıştır. Daha sonrasında bu incelemenin kapsamı daraltılarak İskenderun Demir ve Çelik AŞ'nin faaliyet gösterdiği sektör analiz edilmiştir. Ekonomi ve sektör analizlerinin ardından

İskenderun Demir ve Çelik AŞ'nin kurumsal kimliğine, organizasyon yapısına ve ortaklık yapısına dair bilgiler sunulmuştur. Son olarak finansal tablolarının analizine geçilmiştir. Şirketin finansal tabloları, rasyo analiziyle analiz edilmiştir. Rasyo analiziyle birlikte şirketin finansal performansına dair genel görünüm ortaya konduktan sonra buradan elde edilen veriler ışığında şirketin Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin çeşitli değerlendirme yöntemleriyle gelecek dönemlere ilişkin fiyatları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Sonuç kısmında ise yapılan tahminler neticesinde İskenderun Demir ve Çelik AŞ'ye ait hisse senetlerinin alım-satım noktaları belirlenmiştir.

Aynı şekilde 2012 yılında, Marmara Üniversitesi'nde İlker Ertürk tarafından yapılan “Temel Analiz Yöntemiyle Hisse Senetlerine Yatırım ve Cam Sektörü Üzerine Bir Uygulama” başlıklı yüksek lisans tez çalışması da literatürde temel analiz yönteminin kullanıldığı çalışmalara bir diğer örnektir. Tez çalışması boyunca, finansal verileri analiz edilen şirketlerin isimleri gizli tutulmuştur. İncelemeye tabii tutulan şirketlerin ortak özellik aynı sektörde, faaliyet gösteriyor olmalarıdır. Çalışma kapsamında ekonomik aktiviteleri incelenmiş sonrasında ise sektör incelemesi yapılmıştır. Sonrasında ise “hisse senetlerinin oran analizi ile performansları incelenip, hisse başına değerleri hesaplanarak, hisse senetlerinin hangisine veya hangilerine yatırım yapmanın daha avantajlı olacağına yönelik bir öngörü oluşturmak amaçlanmıştır.”(Ertürk, 2012, s. 74)

Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi'nde yayınlanan, Umut Tolga Gümüş ve Neslihan Bolel tarafından hazırlanan “Rasyo Analizleri İle Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri'nde Bir Uygulama” başlıklı makalede de temel analiz yöntemi kullanılmıştır. Bu çalışma daha dar kapsamlı olmasından dolayı ekonomi ve sektör analizine yer verilmemiştir. Bu çalışma kapsamında “Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren Türk Hava Yolları A.Ş. ile Pegasus Hava Yolları A.Ş'nin 2010-2015 yılları arası mali tablo değerleri ele alınarak Rasyo Tekniği formülleriyle şirketlerin finansal performansı analiz edilmiştir”(Gümüş & Bolel, 2017, s. 87). Çalışmanın sonucunda rasyoları incelenen Türk Hava Yolları AŞ ile Pegasus Hava Yolları AŞ'nin yatırım yapılabilirliği ve iki şirketten hangisinin yatırımcısına daha fazla getiri sağlayabileceği analiz edilmiştir.

Temel analiz yöntemi bünyesinde barındırdığı çeşitli araçlar yapılan çalışmalarda çeşitlilikler gösterse de literatürde kendisine sıkça başvurulmuş bir yöntemdir.

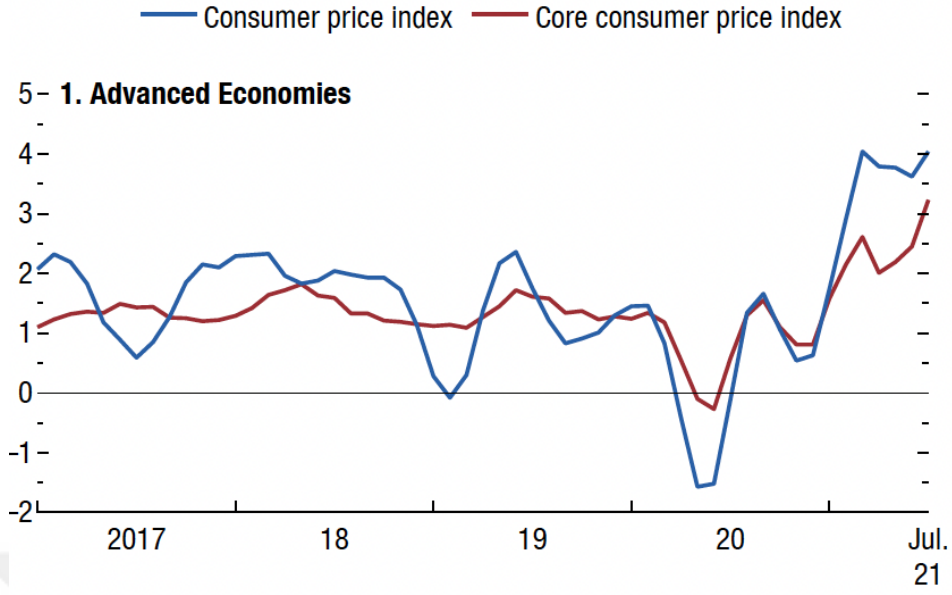
BÖLÜM 3

Temel analiz yöntemiyle Borsa İstanbul’da orman ürünleri ve mobilya sektörünün incelenmesi

3.1 Araştırmanın Bulguları

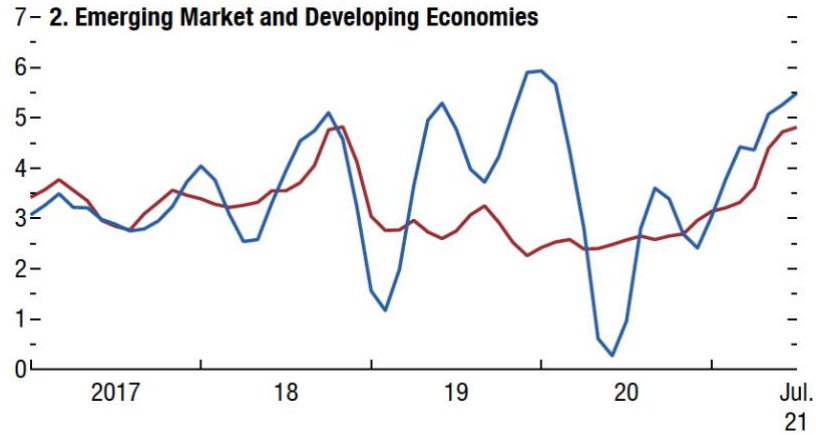
3.1.1 Ekonomi analizi. Çalışmanın bu bölümünde Türkiye ekonomisinde özellikle 2020 ve 2021 yılları olmak üzere son yıllardaki ekonomik gelişmeler ele alınacaktır. “Covid-19 salgınının, ülkeler üzerinde yarattığı tahribatlar neticesinde ekonomiler küçülmüş, şirket iflasları yaşanmış ve neredeyse küresel ekonomi çöküşün eşiğine gelmiştir.”(Sertkaya & Baş, 2021, s. 148) Covid-19 pandemisinin ekonomide tetiklediği diğer değişkenler, özellikle Türkiye için kur dalgalanmaları, faiz ve enflasyon olmuştur. Bu kavramların Türkiye’deki etkileri dünyadaki gelişmelerden bağımsız değildir. Bu sebeple faiz ve enflasyonun küresel ölçekteki görünümüne de bu bölümde yer verilmiştir.

Covid-19 pandemisinin etkisini azaltması, gelişen aşı çalışmalarıyla birlikte aşılama oranında yaşanan ciddi artış birçok ülkeyi Covid-19 sebebiyle koymuş olduğu tedbirleri kaldırmasını sağladı. Covid-19 pandemisinin dünyada yavaş yavaş etkisini yitirmeye başlaması ekonomik göstergeleri de olumlu yönde etkilemiş olsa da dünya ekonomileri enflasyon sorunuyla mücadele etmektedir. “Tüm dünyada alınan karantina tedbirleri, küresel ekonomik büyüme göstergelerinde beliren daralma ve düşüşler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomi politikalarında ileriye dönük tahminleri zorlaştırmıştır”(Küçükoğlu, 2021, s. 1275).



Şekil 1: Gelişmiş Ülkeler TÜFE Grafiği
(International Monetary Fund, 2021)

IMF'in yayınladığı 2021 dünya ekonomik bakış raporuna göre gelişmiş ülkelerin Covid-19 pandemisinin ardından tüketici fiyat endeksinde 2017 yılından bu zaman kadar en yüksek seviyesine ulaşmıştır. “Enflasyondaki artışa büyük ölçüde pandemi kaynaklı arz-talep kombinasyonundaki bozulmalar, artan emtia fiyatları, pandemi kaynaklı politik gelişmeler, düşen üretim kapasitesi ve kur dalgalanmalarından kaynaklanan ithal malların değer kazanması neden olmuştur”(International Monetary Fund, 2021, s. 9)(Çeviri bana ait).



Şekil 2: Gelişmekte Olan Ülkeler TÜFE Grafiği
(International Monetary Fund, 2021)

Enflasyonda yaşanan artış gelişmiş ülkeleri etkilediği gibi görece daha dışa bağımlı olan gelişmekte olan ülkeler için de ciddi oranda artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkeler için enflasyon oranı geçmiş dönemlerde gelişmiş ülkelere kıyasla daha dalgalı bir görünüme sahip olsa da Covid-19 pandemisinden ciddi oranda etkilendiği açıktır.

Küresel ölçekte baş gösteren yüksek enflasyon geleceğe dair beklentileri de olumsuz etkilemektedir. Salgının yarattığı etkiler şiddetini bölgesel olarak farklılık gösterse de gelecek dönemlerde salgının etkilerinin derinleşmesi beklenmektedir. Örneğin “IMF, Küresel Ekonomik Görünüm Raporu’nun temmuz ayı güncellemesinde, küresel büyüme tahminlerini 2022 yılı için %3,2’ye, 2023 yılı için %2,9’a indirdi. Kuruluş Nisan ayındaki raporunda büyümenin her iki yıl için de %3,6 düzeyinde olacağını öngörüyordu.”(Türkiye İş Bankası, 2022, s. 2)

Yüksek enflasyonla mücadele kapsamında başta ABD olmak üzere AB ülkeleri merkez bankaları para politikalarında sıkılaştırma yönelimi göstermektedirler. “Fed Mart ayında başladığı faiz artırım sürecine Temmuz’da da 75 baz puan ile devam ederken, ECB de 2011 yılından bu yana ilk kez artırıma giderek faizleri yükselten merkez bankaları arasına katıldı” (Türkiye İş Bankası, 2022, s. 11). FED (Federal Reserve) ve Avrupa Merkez Bankası’nın açıklamaları, faiz arttırma kararlarının enflasyonun seyrine göre şekilleneceği yönünde olmuştur. Bu durum, dünyadaki merkez bankalarının enflasyonun beklenen seviyelere düşene kadar sıkılaştırma politikalarını sürdüreceği beklentisini doğurmuştur.

Küresel ölçekte yüksek enflasyon ve dünya merkez bankalarının attığı sıkılaştırma adımları dünya ekonomileri için resesyon riskini de ortaya çıkarmıştır. “Varyantlara ilişkin risklerin canlı kalması bazı ülkelerde büyüme görünümünü olumsuz etkilemiş ve büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur” (TCMB, 2021, s. 14). ABD’nin 2021 yılı son çeyreğinde büyümesine rağmen bu büyümenin beklentilerin altında kalması dünya ekonomilerinin resesyona girmesi endişesini tetiklemektedir.

Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler Türkiye ekonomisine de etki etmiştir. 2021 yıl sonu enflasyonu geçmiş dönemlere kıyasla artış göstermiştir. TÜİK’in açıkladığı TÜFE verilerine göre 2021 yıl sonunda “TÜFE’de (2003=100) 2021 yılı Aralık ayında bir önceki aya göre %13,58, bir önceki yılın Aralık ayına göre %36,08, bir önceki yılın aynı ayına göre %36,08 ve on iki aylık ortalamalara göre %19,60 artış gerçekleşti” (Türkiye İstatistik Kurumu, 2022, s. 1).



Şekil 3: TÜİK 2021 Enflasyon Grafiği

Tablo 1: TÜİK TÜFE Değişim Tablosu (TÜİK,2022)

	Aralık 2021	Aralık 2020	Aralık 2019
Bir önceki aya göre değişim oranı	13,58	1,25	0,74
Bir önceki yılın Aralık ayına göre değişim oranı	36,08	14,60	11,84
Bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranı	36,08	14,60	11,84
On iki aylık ortalamalara göre değişim oranı	19,60	12,28	15,18

TÜİK'in yayınladığı değişim tablosu doğrultusunda 2020 yıl sonunda %14,60 olan TÜFE oranı 2021'in Kasım ayında %21,31'e yükselirken aralık ayında ise %36,08 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılından 2021'e geçerken yükseliş trendinde olan enflasyonun 2021'in son çeyreğinde ivmelenmesi yüksek enflasyon sorununun dünyada olduğu gibi Türkiye'de de derinleşebileceği beklentisini oluşturmuştur.

FED ve Avrupa Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele kapsamında sıkılaştırma adımları atması ve faiz artırma yoluna gitmesi TL'nin yabancı paralar (özellikle USD ve EUR) karşısında değer kaybetmesine neden olmuştur. Türkiye'de gerçekleşen üretim hacminin ciddi oranda ithal kalemler içermesi, üretim maliyetlerini arttırmış dolayısıyla enflasyonu da tetiklemiştir. Türkiye'de Ekim 2021 itibariyle "ithalat %12,8 artarak 22 milyar 230 milyon dolar olarak gerçekleşti."(Türkiye İstatistik Kurumu, 2021, s. 1)

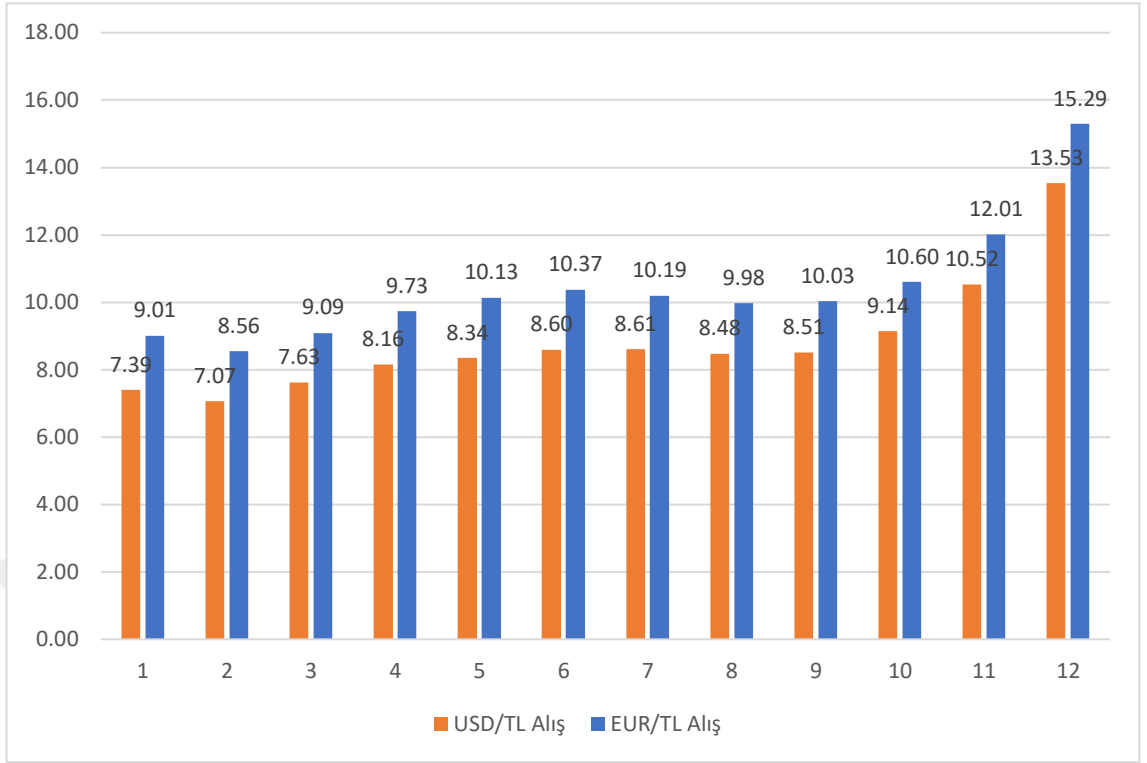
Buna karşılık TCMB, FED ve Avrupa Merkez Bankası gibi faiz arttırma yoluna gitmemiştir. Aksine "TCMB 18 Kasım'da gerçekleştirdiği toplantısında politika faizini 100 baz puan düşürerek %15 seviyesine indirdi"(Türkiye İş Bankası,

2021, s. 1). Bu faiz indirimi kararıyla birlikte 2021 son çeyreğine kadar TCMB toplamda 400 baz puan faiz indirimi yapmış oldu.

Dünya ekonomilerindeki durağan görünüm, dünya ortalamasının üzerinde yer alan Türkiye'nin enflasyonu bu faiz indirim kararlarıyla birlikte TL'nin hızlı bir biçimde yabancı paralar karşısında değer kaybetmesine neden oldu. 2021 yılı içerisinde USD/TL ve EUR/TL aylık ortalamaları tablosu ve grafiği birlikte aşağıdaki gibidir.

Tablo 2: Kurlar Tablosu

Aylar	EUR/TL			
	USD/TL Alış	USD/TL Satış	EUR/TL Alış	Satış
Ocak	7,39	7,41	9,01	9,02
Şubat	7,07	7,09	8,56	8,57
Mart	7,63	7,64	9,09	9,11
Nisan	8,16	8,17	9,73	9,75
Mayıs	8,34	8,36	10,13	10,15
Haziran	8,60	8,61	10,37	10,39
Temmuz	8,61	8,63	10,19	10,21
Ağustos	8,48	8,49	9,98	10,00
Eylül	8,51	8,53	10,03	10,05
Ekim	9,14	9,16	10,60	10,62
Kasım	10,52	10,54	12,01	12,03
Aralık	13,53	13,55	15,29	15,32



Şekil 4: Kurlar Grafiği

Türkiye yüksek enflasyon ve TL'nin hızlı değer kaybına rağmen 2021 yılının son çeyreğinde büyümüştür. Bu büyümeye “ekim ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre %20,1 artarak 20 milyar 792 milyon dolar”(Türkiye İstatistik Kurumu, 2022, s. 1) olan ihracat rakamları ciddi anlamda katkı sunmuştur.

3.1.2 Sektör analizi. Orman ürünleri ve mobilya sektörü Türkiye'nin en eski ve gelişime her zaman açık sektörlerinden biri olmuştur. Sektörde son yıllarda gelişen teknoloji yatırımlarıyla birlikte Avrupa standartlarında üretim tesisleri kurulmuş ve üretim kapasitesi her geçen gün artmaktadır. Yalnızca üretim bakımından değil orman ürünleri ve mobilya sektörü bayilikler aracılığıyla da ülkenin dört bir yanına yaygın bulunmaktadır. “Mobilya sektöründe TÜİK verilerine göre; işyeri sayısı 39.042, çalışan sayısı ise 197.733 olarak görülmektedir. Ayrıca perakende sektöründe de çalışan sayısının 100.000 olduğu tahmin edilmektedir”(Sanayi Genel Müdürlüğü, 2020, s. 10). Sektörün yapısal özelliklerinden bir diğeri de büyük ölçekli şirketlerin yanı sıra KOBİ'leri de bünyesinde barındırmasıyla ülke ekonomisinin hemen hemen tüm kademelerinde faaliyet göstermesidir.

Mobilya sektörü, üretim kapasitesi ve sağladığı istihdama rağmen Türkiye'nin toplam ihracatında sınırlı düzeyde yer almaktadır. "Sektörün toplam ihracat içindeki payı 2020'de %2 olarak gerçekleşmiştir. ... Türkiye'nin mobilya ihracatı 2001 yılında 192 milyon dolar olarak gerçekleşirken, 2020 yılında önemli oranda artarak 3 milyar 422 milyon dolara ulaşmıştır. 2020 içerisinde ticarete olumsuz etkileri önemli ölçüde hissedilen pandemi koşullarına rağmen 2020 yılı mobilya ihracatı geçen seneye göre %12 oranında artış kaydetmiştir" (İhracat Genel Müdürlüğü Maden, Metal ve Orman Ürünleri Dairesi, t.y., s. 5). Sektörün ürettiği ürünler hali hazırda yurt dışı pazarlarında kendine sınırlı oranda yer bulmasına karşın yapılan tanıtım ve fuar çalışmaları sonucunda yeni ihracat fırsatlarını doğmaktadır.

Sektörün hem iç piyasaya hem de dış piyasaya dönük işletmelerinde, oturma grupları, sandalye, ofis mobilyaları ve buna benzer mobilya gruplarının üretimi için kullanılan mobilya aksamaları ve parçaları üretilmektedir. Ayrıca bu ürünlere ek olarak, bahçe mobilyaları, mutfak mobilyaları, hastane mobilyaları da sektör tarafından üretilmektedir. Oldukça geniş bir ürün yelpazesine sahip olan mobilya sektörü, bu çalışmaya konu olan Koleksiyon şirketi gibi son tüketiciye sunduğu nihai ürünlerin yanında Orma gibi sanayinin ihtiyaç duyduğu ara malları da üretmektedir. "Mobilya sektörü inşaat, gemi sanayi, metal, plastik, cam sanayi, tasarım, reklamcılık, ambalaj, lojistik gibi birçok sektörle etkileşim halinde olup yirmi alt sektörü desteklemektedir" (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2020, s. 8).

Mobilya sektöründe talebi ciddi oranda inşaat sektörü oluşturmaktadır. Bu sebeple inşaat sektörü, mobilya sektörü için son derece önemli bir belirleyici unsurdur. Mobilya sektöründe kapasite kullanımı ve istihdam konuları da doğal olarak inşaat sektöründen etkilenmektedir. "Mobilya sektöründe son beş yılda ağırlıklı kapasite kullanım oranı %73'ün üzerinde olmuştur" (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2020, s. 9). Sektörün üretim kapasitesi daha fazla olmasına rağmen tam kapasiteyle çalışamamasında talep yetersizliği, Covid-19 salgınının neden olduğu çalışma şartlarındaki zorluklar, son yıllarda yaşanan tedarik zincirlerindeki aksamalardan kaynaklanan hammadde ve üretim ekipmanlarının ihtiyaç duyduğu bakım ve yedek parça eksikliklerinden kaynaklanmaktadır. Sektörün ihracat konusunda söz edildiği gibi ağırlıklı olarak iç piyasa dönük çalışıyor olması, ekonomi analizinde söz edilen yüksek enflasyon nedeniyle talepte yaşanan azalmayla birlikte tam kapasite kullanımında engel teşkil etmektedir.

Mobilya sektöründe; son yıllarda, üretimi ve çalışma biçimini derinden etkileyen yeni bir teknolojik gelişme yaşanmamıştır.

3.1.3 Şirket Analizi

3.1.3.1 Şirketlerin faaliyet alanı ve organizasyon yapısı. Orma (Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayi ve Ticaret A.Ş.), 2.01.1970 tarihinde ticaret hayatına başlamıştır. “Şirketin ana faaliyet konusu orman ve diğer ağaç ürünleriyle artıklarının integre sanayini kurmak ve işletmektir. Şirket merkezi Vişnezade Mahallesi Prof. Dr. Alaeddin Yavaşca Sokak Marmara Apt. No:4 Daire:2 Beşiktaş, İstanbul’dur”(Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayii ve Ticaret A.Ş. 2021 Faaliyet Raporu, 2021, s. 4) Orma’nın üretimini yaptığı ürünler genel anlamda yonga levha ve melamin kaplı yonga levha olarak özetlenebilir.

Orma’nın ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

- Göl Yatırım Holding A.Ş: %67,7
- Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş: %16,8
- Diğer: %15,5 (Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayii ve Ticaret A.Ş. 2021 Faaliyet Raporu, 2021, s. 6)

Şirketin personel yapısı beyaz yaka ve mavi yakalı personellerden oluşmaktadır. 31.12.2021 tarihi itibarıyla toplam 389 çalışanın 309’u üretimde, 27’si pazarlamada, 7’si iç hizmetlerde çalışırken 46’sı ise idari personel olarak görev yapmaktadır.

Koleksiyon (Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş.) ticaret hayatına 1972 yılında başlamıştır. Şirket, Cumhuriyet Mah. Hacıosmanbayırı Cad. No:25 Sarıyer/İstanbul adresinde kayıtlıdır. “Şirket üretim tesisinde tamamı kendisine ait makine ekipmanı ile kültür ve iş merkezleri, konaklama ve dinlenme tesisleri, hastaneler, oteller için ofis, ev ortamları için mobilya üretmektedir” (Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. 2021 Faaliyet Raporu, 2021, s. 1).

Şirketin ortaklık yapısı 31.12.2021 itibarıyla aşağıdaki gibidir:

- Faruk Malhan: %2,98
- Mehmet Koray Malhan: %47,35
- Doruk Malhan: %2,32
- Ayşe Malhan: %47,35

Şirketin hisselerinin %25’lik kısmı 31.03.2022 itibarıyla halka arz olmuştur.

Şirket bünyesinde toplamda 527 kişi çalışmaktadır. Bu çalışanların 349'u mavi yakalı personel olarak üretim tesisinde çalışmaktadır (*Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. 2021 Faaliyet Raporu*, 2021, s. 6).

3.1.4 Rasyolar Analizi

3.1.4.1 Likidite oranları. Likidite, genel anlamda şirketin sahip olduğu varlıklarının nakde döndürebilmesi ve kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ifade etmektedir. Bu çalışmaya konu olan iki şirketin finansal tablolarında yer alan kısa ve uzun vadeli yükümlülük bakiyeleri, her iki şirketi de analiz ederken ellerinde yer alan kısa vadede nakde döndürülebilir varlıklarla kısa vadeli yükümlülüklerini ne derecede karşılayabildiğini analiz etmeyi zorunlu kılmaktadır.

Likiditenin yüksek olması; şirketin varlıklarını kısa süre içerisinde nakde dönüştürebilme gücüne sahip olduğunu, likiditenin düşük olması ise şirketin varlıklarını nakde dönüştürmesinin uzun vadede gerçekleşebileceğini göstermektedir. Likidite oranları bu bağlamda ortaklar için temettü getirisi sağlayabileceği, kredi veren kuruluşlar tarafından risklere karşı korunaklı olduğunu ifade eder. Bu çalışmanın temelini oluşturan yatırımcılar için de aynı şekilde likiditesi yüksek şirketler tercih sebebi oluşturur.

Ancak likidite oranlarını analiz ederken şirketin faaliyet gösterdiği sektörün gerçekliklerinin ve ekonomik koşulların da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bir başka deyişle yüksek likidite her zaman yatırımcı için cazip bir oran değildir. Örneğin perakende sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin satışları ve tahsilatları arasında vade farkı olmadığı için likit oranı yüksektir ancak bu durum inşaat sektöründe faaliyet gösteren bir şirket için farklılık gösterir. Bir inşaat şirketinin varlıklarını büyük ölçüde ürettiği konut stokları oluşturur ve bu konutların satılarak nakde döndürülmesi perakende sektörüne kıyasla daha zordur. Perakende sektörünün likidite gücünün inşaat sektörüne kıyasla daha yüksek olması yatırımcı gözünde perakende sektörünü inşaat sektörüne nazaran daha cazip bir hale getirmez. Aynı şekilde yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde şirketin makul düzeyin üstünde nakit varlığının olması şirket kaynaklarının verimsiz bir şekilde kullanıldığı şeklinde de yorumlanabilir.

Şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerine bölünmesiyle bulunan cari oran, bir şirketin likidite oranları analiz edilirken başvuru başlıca

yöntemlerden biridir. Çünkü cari oran, şirketin her bir birim kısa vadeli borcuna karşılık ne kadar dönen varlığı olduğunu ifade eder. Böylelikle yatırımcıya şirketin borç ve risklere karşı ne ölçüde korunaklı olduğuna dair ipuçları içerir.

Bu çalışma kapsamında finansal tabloları incelenen iki şirketin likidite oranları ve likidite oranlarının hesaplanmasında kullanılan finansal tablo kalemleri aşağıdaki gibidir;

Tablo 3: Cari Oran Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	541.051.209	299.901.617	160.305.941	116.616.346
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.029.337.218	569.552.535	297.205.135	237.220.035
Cari Oran	0,53	0,53	0,54	0,49

Çalışmaya konu olan şirketlerimizden Orma'nın cari oranı 2021 bilanço döneminde 0,53 olarak hesaplanırken bu oran 2020 bilanço döneminde de 0,53 olup iki dönem arasında herhangi bir değişiklik olmamıştır. Koleksiyon'da ise bu durum; 2021 bilanço döneminde 0,54 olarak hesaplanırken 2020 bilanço döneminde 0,49 olarak hesaplanmıştır. Koleksiyonun cari oranında 5 puanlık bir artış gözlemlenmiştir. Cari oranın 1'e 2 olması makul ve güvenli bir seviye olarak kabul görmektedir. Bu bağlamda Orma ve Koleksiyon'un cari oranları riskli seviyede olarak tespit edilmiştir. Buna rağmen "ideal cari oran birçok kişi tarafından 1'e 2 olarak kabul edilse bile bunun yanıltıcı olabilir, analiz yapılırken sektörün durumuna dikkat edilmesi gerekmektedir."(Atrill & McLaney, 2011, s. 207)

Şirkete ait finansal tabloların incelenmesinde likit oranlarının analizinde kullanılan bir diğer oran ise asit-test oranıdır. Asit-test oranı şirkete ait tamamlanan bilanço dönemindeki stoklar bakiyesinin toplam dönen varlıklar bakiyesinden çıkartıldıktan sonra toplam kısa vadeli yükümlülükler bakiyesine bölünmesiyle bulunur. Bu hesaplama yönteminde stokların toplam dönen varlıklardan çıkartılmasının sebebi, yukarıda perakende sektörü ve inşaat sektörü örneklerinde açıklandığı gibi, stokların hızlı bir şekilde nakde döndürülemez riskidir. Asit-test oranı cari orana kıyasla bilgi kullanıcılarına daha geniş perspektiften bir bakış açısı

sunar. Böylelikle şirketin kısa vadede nakde döndürememe riski taşıyan varlıklarını hesaplamadan düşerek kısa vadeli yükümlülüklerini ne ölçüde karşılayabildiğini gösterir. Asit-test oranı cari oranla yapı itibariyle paralellik gösterse de bu durum her zaman için geçerli değildir. Örneğin alacak devir hızı yüksek olan bir şirkette satış yapıldıktan sonra elde edilen gelir hasılat kaydedilerek satılan ürün stoklardan düşecektir. Böylelikle şirketin cari oranı sabit kalırken asit-test oranı ise yükseliş gösterir.

Tablo 4: Asit-Test Oranı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Toplam Dönen Varlıklar	541.051.209	299.901.617	160.305.941	116.616.346
Stoklar	200.738.363	85.038.542	62.352.923	48.149.496
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.029.337.218	569.552.535	297.205.135	237.220.035
Asit Test Oranı	0,33	0,38	0,33	0,29

Bu çalışma kapsamında incelenen Orma ve Koleksiyon şirketlerinin 2021 bilanço döneminde asit-test oranları 0,33 olarak hesaplanırken 2020 bilanço döneminde ise 0,38 ve 0,29 olarak hesaplanmıştır. İki bilanço dönemi arasında Koleksiyon kısa vadeli yükümlülüklerine karşı riskini azaltırken Orma’da ise bu durum tam tersine artış göstermiştir. Orma’nın kısa vadeli yükümlülükleri karşında artan riski kısa vadeli yükümlülüklerinde yaşanan 459.784.683 TL’lik artıştır. Şirketin 2021 bilanço döneminde yeni borçlanmaya gitmesi her ne kadar asit-test oranında düşüşe sebebiyet verse de şirketin yeni borçlanma yoluna gitmesi dönen varlıklarındaki ve stoklarındaki artış da göz önüne alınarak yeni bir yatırım yapmış olabileceğini gösterir. Bu konuda duran varlıklar bakiyesindeki artış ve ilgili bilanço dipnotları incelenmelidir. Her iki şirketin stoklar bakiyesinde yaşanan artışın sebebi ise şirketin stoklarını elden çıkarma hızının yavaşlaması olabilir. Bu konu stok devir hızı başlığı altında detaylıca incelenecektir.

Asit-test oranının 1 olması yatırımcılar ve finansal tablo kullanıcıları tarafından makul seviye olarak kabul görmüştür. Burada her iki şirketin de asit-test oranının riskli seviyede oluşu tespit edilmiştir.

Bir diğer likidite oranı ise nakit orandır. Nakit oranı da diğer tüm likidite oranları gibi şirketin kısa vadeli yükümlülüklerine karşı ne derece korunaklı bir durumda olduğu gösterir. Nakit oranının her zaman için yüksek olması beklenmez. Nakit oran, şirketlerin satışlarının veya üretimlerinin tamamen durması gibi durumlar karşısında şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğine dair bilgi kullanıcılarına fikir verir. Geçmiş yıllarda Covid-19 pandemisi sebebiyle uygulanan sokağa çıkma yasağı gibi tedbirler şirketlerin satışlarının veya üretimlerinin tamamen durması gibi risklerin pek de azımsanmaması gerektiğini gözler önüne sermiştir.

Nakit oranının yüksek olması her zaman şirketler için pozitif bir görünüm vermez. Şirketlerin nakit oranının makul seviyeden yüksek olması şirketin atıl fonlarının olduğu ve bu kaynakların verimli bir şekilde kullanılmadığı anlamına gelir. Atıl fonlar ve verimsiz kullanılan kaynaklar enflasyon karşısında paranın değer kaybetmesiyle birlikte şirket için ileriye dönük kâr beklentilerini de düşürecektir.

Tablo 5: Nakit Oran Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	13.316.780	5.629.944	20.314.425	16.546.322
Finansal Yatırımlar	1.278.905	1.278.905	-	-
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.029.337.218	569.552.535	297.205.135	237.220.035
Nakit Oranı	0,01	0,01	0,07	0,07

2021 ve 2020 bilanço dönemlerinde Orma'nın nakit oranı 0,01 olarak hesaplanırken bu durum Koleksiyon'da 0,07 olarak hesaplanmıştır. Her iki şirketin nakit oranında bilanço dönemleri arasında bir değişiklik olmamasının sebebi nakit varlıklara kıyasla daha fazla artan kısa vadeli yükümlülüklerdir. Şirketler bu iki

bilanço dönemi arasında kısa vadeli yükümlülüklerine karşılık yeni nakit varlıklar üretememişlerdir. Bu durum her iki şirketin de alacaklarını tahsil etme sorunlarıyla karşı karşıya olduğunu gösterebilir. Bu konuya ilişkin detaylar alacak devir hızı başlığı altında analiz edilecektir.

“Oranın ‘1’ olması, işletmenin kısa süreli borçlarını her durumda nakit olarak ödeyebileceğini gösterir. Bu kadar yüksek likidite gerekli olmamakla birlikte gelişmiş ülkelerde bu oranın %20-%25’in, sanayi işletmelerinde ise %10-%15’in altına düşmemesi istenir”(Tuna K , s. 1) Bu çerçevede Orma ve Koleksiyon firmalarının nakit oranlarının riskli düzeyde olduğu tespit edilmiştir.

Şirketlerin likidite oranlarını analiz ederken kullanılan bir diğer oran ise stok bağımlılık oranıdır. Stok bağımlılık oranı; cari oran, asit test oranı ve nakit oranının riskli düzeyde bulunması durumunda ihtiyaç duyulan bir analiz yöntemidir. Stok bağımlılık oranı şirketlerinin varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerini finanse edecek güce sahip olmadıkları durumlarda şirketlerin bu kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmek için stoklarının ne kadarını satmak zorunda olduklarını gösteren orandır. Şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam nakit varlıklarıyla birlikte kısa vadede nakde çevirebileceği finansal yatırımlarının (tahvil ve hisse senetleri gibi) toplamına bölünmesiyle bulunur.

Tablo 6: Stok Bağımlılık Oranı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Kısa Vadeli				
Yükümlülükler	1.029.337.218	569.552.535	297.205.135	237.220.035
Nakit ve Nakit				
Benzerleri	13.316.780	5.629.944	20.314.425	16.546.322
Finansal Yatırımlar	1.278.905	1.278.905	-	-
Stok Bağımlılık				
Oranı	5,06	6,62	4,44	4,58

2021 ve 2020 bilanço dönemlerinde Orma ve Koleksiyon’un stok bağımlılık oranları azalmıştır. Orma’nın 6,62 olarak hesaplanan stok bağımlılık oranı 5,06’ya düşerken Koleksiyon’un 4,58 olarak hesaplanan stok bağımlılık oranı 2021 bilanço döneminde ise 4.44 olarak hesaplanmıştır. Cari oranı, asit-test oranı ve nakit oranı

riskli düzeyde olan bu iki şirketin stok bağımlılık oranının azalması yatırımcı açısından pozitif bir görünüme sahiptir. Gelecek dönemlerde her iki şirketin de yeni nakit varlıklar üreterek kısa vadeli yükümlülüklerini azaltmaları veya daha uzun dönemlere yaygın bir şekilde vadelendirmeleri diğer likidite oranlarındaki görünümü pozitif çevireceği gibi stok bağımlılık oranlarındaki azalmayı da sürdürecektir. Stok bağımlılık oranının azaltılmasına dönük alınabilecek aksiyonlara; şirketin satış fiyatlarında düzenlemeye gitmesi veya uzun süredir çalıştığı, tahsilat güçlüğü çekmediği müşterileri için yeni bir iskonto politikası izlemesi örnek olarak verilebilir.

Stok bağımlılık oranına ilişkin yatırımcılar ve uzmanlar nezdinde kabul görmüş herhangi bir makul seviye bulunmamaktadır. Yatırımcılar yatırım yapacakları şirketlerin finansal tablolarını analiz ederken cari oranın, asit-test oranının ve nakit oranın güvenli seviyelerde olmasını beklerler. Çünkü yatırımcılar, şirketlerin karşılaşacakları herhangi bir risk durumu karşısında stoklarını elden çıkarmak zorunda kalma riskini almak istemezler. Buradan hareketle, stok bağımlılık oranının ne kadar düşük seviyede olursa yatırımcılar için o derece pozitif görünüme sahip olduğu söylenebilir.

3.1.4.2 Kaldıraç oranları. Kaldıraç oranları, bir başka deyişle finansal yapı oranları; şirketlerin faaliyetlerinin yavaşlaması, satışlarının azalmasından kaynaklanan nakit akışının bozulması, yerel veya küresel krizlerden kaynaklanan sebeplerle elinde olan varlıklarının değerinin düşmesi gibi risklerle karşılaşması durumunda kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerini ne ölçüde finanse edebileceğini gösterir. Kaldıraç oranını likidite oranlarından ayıran iki temel özellik vardır. Kaldıraç oranları, likidite oranlarından farklı olarak şirketin yalnızca kısa vadeli yükümlülükleri karşındaki risklerini değil, aynı zamanda uzun vadeli yükümlülüklerini de inceler. Aynı zamanda şirketlerin yükümlülüklerini yalnızca nakit varlıklarıyla değil sermaye yeterliliğiyle de karşılayıp karşılayamadığını da ölçer. Çalışmamıza konu olan Orma ve Koleksiyon firmalarının finansal tablolarında yer alan çeşitli finansal enstrümanlar ve kısa ve uzun vadeli borç çeşitliliği bu şirketlerin finansal tablolarını analiz ederken kaldıraç oranlarına da bakılmasını zorunlu kılmaktadır.

Tüm finansal tablo analiz yöntemlerinde olduğu gibi kaldıraç oranları analiz edilirken de ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar ve sektörün durumu göz önünde bulundurulmalıdır. Türkiye gibi bankacılık sisteminin gelişkin olduğu ülkelerde bankacılık ürünlerine erişimin kolay olmasına karşın geçmiş dönemlere

kıyasla faiz oranlarının artış eğiliminde olması şirketlerin yatırımlarında borçlanma yoluna giderken özkaynak yeterliliğini göz önünde bulundurmaları bir gereksinim halini almıştır. Likidite oranları makul seviyenin altında olan Orma ve Koleksiyon gibi şirketler için yeni borçlanmalar karşısında yatırımcı gözünde pozitif bir görünüme sahip olmak adına kaldıraç oranları oldukça önem arz etmektedir

Kaldıraç oranlarının analizinde kullanılan yöntemlerden biri finansal kaldıraç oranıdır.

Finansal kaldıraç oranı şirketlerin kısa ve uzun dönem yükümlülükler toplamının toplam varlıklarına bölünmesiyle bulunur.

Orma ve Koleksiyon şirketlerinin kaldıraç oranlarına ilişkin yapılan hesaplamalar ve ilgili finansal tablo kalemleri aşağıdaki gibidir.

Tablo 7: Finansal Kaldıraç Oranı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.029.337.218	569.552.535	297.205.135	237.220.035
Uzun Vadeli Yükümlülükler	162.667.865	200.341.754	254.001.099	207.733.379
Toplam Varlıklar	1.869.142.059	1.127.914.008	982.039.066	819.861.361
Finansal				
Kaldıraç Oranı	0,64	0,68	0,56	0,54

Orma'nın 2020 bilanço döneminde 0,68 olarak hesaplanan finansal kaldıraç oranı 2021 bilanço döneminde azalış göstererek 0,64'e düşmüştür. Aynı durum Koleksiyon'da ise 2020 bilanço döneminde 0,54 olarak hesaplanırken 2021 bilanço döneminde artış göstererek 0,56 olarak hesaplanmıştır. Yatırımcılar ve uzmanlar tarafından finansal kaldıraç oranının 0,50 düzeyinde olması iyi bir seviye olarak kabul görmüştür. 2020 ve 2021 bilanço düzeyinde Koleksiyon firmasının varlıkları kısa ve uzun dönem yükümlülüklerini karşılama konusunda makul ve güvenli seviyede aynı bilanço dönemlerinde Orma'nın finansal kaldıraç oranının makul seviyede olduğu tespit edilmiştir. Mevcut kaldıraç oranları her iki şirket için de kredi borçları bakımından riskli durumda olmadığını ve kredi ana para taksitleri ve faiz ödemelerini yapabilecek güçte olduğunu göstermektedir. Bu tablo yalnızca yatırımcılar için pozitif

bir görünüm vermemektedir. Aynı şekilde kredi sağlayıcı kurumlar tarafından da her iki şirketin yeni borçlanmalar için düşük riskli seviyede yer aldığını gösterir.

Kaldıraç oranlarından bir diğeri ise borçlanma oranıdır. Borçlanma oranı finansal kaldıraç oranından yalnızca şekil olarak farklılık gösterir. Toplam yükümlülüklerin öz sermayeye bölünmesiyle bulunur. Yatırımcılar ve analistler tarafından finansal kaldıraç oranı ve borçlanma oranının aynı anda kullanılması pek alışılabilir bir durum değildir. Çünkü finansal kaldıraç oranı şirketin borçlarının varlıklarca ne ölçüde finanse edileceğini ölçerken borçlanma oranı ise özkaynaklarla ne derece finanse edilebileceğini ölçer. Özü itibarıyla her iki oran da benzer sonuçlar verir. Bu durum çoğunlukla yatırımcıların ve diğer finansal tablo kullanıcılarının yatırım stratejisine veya odak noktalarına göre değişiklik gösterir. Bu çalışmada her iki orana da yer verilmesinin sebebi 2020 bilanço döneminde Koleksiyon'un 33.466.130 TL olan ödenmiş sermayesinin 2021 bilanço döneminde 337.046.733 TL'ye yükselmesidir.

Tablo 8: Borçlanma Oranı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Toplam Kısa				
Vadeli	1.029.337.218	569.552.535	297.205.135	237.220.035
Yükümlülükler				
Toplam Uzun				
Vadeli	162.667.865	200.341.754	254.001.099	207.733.379
Yükümlülükler				
Toplam				
Özkaynaklar	677.136.976	358.019.719	430.832.832	374.907.947
Borçlanma				
Oranı	1,76	2,15	1,28	1,19

Borçlanma oranı Orma için 2020 bilanço döneminde 2,15 olarak hesaplanırken aynı oran 2021 bilanço döneminde 1,76 olarak hesaplanarak düşüş göstermiştir. Borçlanma oranı Koleksiyon'da Orma'ya kıyasla tam tersi değişiklik göstermiş, 2020 bilanço döneminde 1,19 olarak hesaplanmasına rağmen 2021 bilanço döneminde artış

göstererek 1,28 olmuştur. Borçlanma oranının 1 ve 4 arasında olması yatırımcılar ve analistler tarafından makul seviye olarak kabul görmüştür. Bu çerçevede her iki şirketin de borçlanma oranları makul seviyededir. Finansal tabloların analizinde kullanılan her yöntem gibi, borçlanma oranını incelenirken de ülke ve sektör şartları göz önünde bulundurulmalıdır. Her ne kadar borçlanma oranının düşük olması şirket için genel anlamda pozitif bir görünüme sebep olsa da, borçlanma maliyetlerinin düşüş eğiliminde olduğu dönemlerde borçlanma oranının yüksek olması da aynı şekilde pozitif bir görünüm sağlar.

Sürdürülebilir bir finansal yapı için ideal olan borçlanma yöntemi mümkün olduğunca uzun vadeli borçlanmadır. Böylelikle şirketler ellerindeki varlıkla kısa vadede borç ödemek yerine yatırım yaparak üretim kapasitelerini arttırarak büyüme yoluna gidebilirler. Ancak genel piyasa koşulları gereği şirketlerin acil finansman ihtiyaçları gibi durumlar sebebiyle yalnızca uzun dönem borçlanmaları pek mümkün değildir. Ayrıca kısa vadeli borçlanmaların faiz oranları daha düşük olduğu için şirketler zaman zaman kısa vadeli borçlanmayı tercih de edebilirler. Böyle bir piyasa gerçekliği karşısında şirketlerin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerini, duran varlıklarının ise uzun vadeli yükümlülüklerini finanse etmesi beklenir. Çalışmaya konu olan şirketlerin kısa vadeli borçlarının toplam varlıkları içindeki oranını hesaplamak için kullanılan oran kısa vadeli borçlanma oranıdır.

Tablo 9: Kısa Vadeli Borçlanma Oranı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Toplam Kısa				
Vadeli	569.552.535	1.029.337.218	237.220.035	297.205.135
Yükümlülükler				
Toplam Varlıklar	1.127.914.008	1.869.142.059	819.861.361	982.039.066
Kısa Vadeli				
Borçlanma				
Oranı	0,50	0,55	0,29	0,30

Kısa vadeli borçlanma oranı cari oran ile paralellik göstermektedir. Cari oranları riskli düzeyde olan Orma ve Koleksiyon şirketlerinin kısa vadeli borçlanma oranının da analiz edilmesi yükümlülükleri karşısında duran varlıklarının da hesaba

katılarak cari orana kıyasla daha geniş bir bakış açısıyla ne derece korunaklı olduğunu tespit etmektedir. Her iki şirketin de kısa vadeli borçlanma oranı 2021 ve 2020 bilanço dönemleri arasında düşüş eğilimindedir. Bunun altında yatan sebep şirketlerin bu iki bilanço dönemi arasında kısa vadeli yükümlülüklerini varlıklarına kıyasla daha fazla miktarda azaltmayı başarabilmiş olmalarıdır. Kısa vadeli borçlanma oranındaki bu düşüş hesaplanan oranın makul düzeyde olmasından veya olmamasından bağımsız olarak ortaklar tarafından temettü beklentisini arttırırken yatırımcı için de pozitif bir görünüm oluşturmuştur.

Her iki şirketin de içinde bulunduğu piyasa koşullarında, ortalama 0,5 seviyesi kısa vadeli borçlanma oranı için makul ve güvenli bir seviye olarak kabul görmüştür. Orma için 0,55'ten 0,50'ye düşen kısa vadeli borçlanma oranı Koleksiyon'da 0,30'dan 0,29'a gerilemiştir. Bu kapsamda kısa vadeli borçlanma oranı Orma için güvenli seviyedeysen Koleksiyon için iyi seviyede denilebilir.

Kısa vadeli borçlanma oranının bir başka hesaplama yöntemi daha vardır. Bu hesaplama yöntemi şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin net satışlarına bölünmesiyle bulunur. Kaldıraç oranları genel anlamda şirketlerin borçlarının yapısını ve şirketlerin bu borçlar karşısındaki ödeme gücünü ölçmektedir. Bu sebeple yatırımcı veya kredi sağlayan kurumların odaklandıkları konulara göre çeşitlilik gösterebilir. Kısa vadeli borçların net satışlar içerisindeki oranı özellikle kredi sağlayıcı kurumlar tarafından oldukça dikkate alınan bir orandır. Zira şirketler bu kurumlardan fon sağlarken varlıklarını ipotek göstermek yerine satışlarından sağladığı güçlü nakit akışıyla kredi sağlayıcı kurumlar nezdinde daha yüksek itibara ve daha fazla borç ödeme gücüne sahip olmak isterler. Şirketlerin finansmana erişiminin kolay olması durumu da yatırımcılar için şirketlerin faaliyetlerinin olası bir risk durumunda sekteye uğramayacağı ve dış faktörlerden daha az etkileneceği anlamını taşır.

Tablo 10: Kısa Vadeli Borçlanma Oranı/Net Satışlar Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Toplam Kısa				
Vadeli	569.552.535	1.029.337.218	237.220.035	297.205.135
Yükümlülükler				
Net Satışlar	957.069.221	508.609.136	278.567.717	212.895.623
Kısa Vadeli				
Borçlanma				
Oranı	0,60	2,02	0,85	1,40

Çalışmaya konu olan iki şirket, Orma ve Koleksiyon'un kısa vadeli yükümlülüklerinin net satışlarına bölümüne bakıldığında 2020 bilanço dönemine kıyasla düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Her iki şirket de uzmanlar ve piyasa koşullarınca kabul gören 0,10 ve 0,30 makul seviyesinde olmasalar da geçmiş döneme kıyasla kısa vadeli yükümlülüklerin net satışlar içerisinde kapladığı büyüklüğün azalması pozitif bir görünüme sahiptir. İki şirket, her ne kadar kısa vadeli yükümlülüklerin net satışlar içerisindeki oranı bakımından riskli seviyede yer alsalar da kısa vadeli yükümlülüklerde iki dönem arasında yaşanan sert düşüşle birlikte satışlarda yaşanan artış önümüzdeki dönemlerde likidite oranlarıyla da desteklenebilirse gelecek projeksiyonunda yatırımcılar tarafından pozitif bir görünüme sahiptir.

3.1.4.3. Faaliyet oranları. Şirketlerin finansal tablolarını analiz ederken kullanılan oranlardan biri de faaliyet oranlarıdır. Faaliyet oranlarını, likidite ve kaldıraç oranlarından ayıran temel fark; likidite ve kaldıraç oranlarında göz önünde bulundurulmuş finansal konulardan ziyade şirketin doğrudan performans verimliliğinin ölçülmesidir. Faaliyet oranları analiz edilirken de, oranlar analizinde kullanılan diğer oranlar gibi sektörün durumu ve şirketin faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik koşulları göz önünde bulundurulmalıdır. Faaliyet oranları özellikle bu tez çalışmasına konu olan Orma ve Koleksiyon gibi üretim firmaları için oldukça önem taşımaktadır. Faaliyet oranlarına bakılmadan önce özellikle sektör analizi yapılmalıdır. Zira her sektörün tahsilat, stok yönetimi ve benzeri konularda kendisine özgü dinamikleri

vardır. Bu bağlamda çalışmaya konu olan şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektör olan mobilya ve orman ürünleri sektörü “sektör analizi” bölümünde detaylıca ele alınmıştır.

Faaliyet oranlarından biri şirketlerin ürettikleri stokları bir yıl içerisinde nakde dönüştürerek yenileyebildiğini gösteren bir performans ölçüm aracıdır. Stok devir hızı oransal olarak satışların maliyetinin ortalama stoklara bölünmesiyle hesaplanır.

Tablo 11: Stok Devir Hızı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Satışların				
Maliyeti	721.905.799	379.663.523	154.025.741	116.629.371
Stoklar	200.738.363	85.038.542	62.352.923	48.149.496
Stok Devir Hızı	5,05		2,79	
Stok Devir				
Günü	72,25		130,93	

Çalışmaya konu olan Orma ve Koleksiyon şirketlerinin stok devir hızları oransal olarak 5,05 ve 2,79 olarak stok devir günleri ise 72,25 ve 130,93 gün olarak hesaplanmıştır. Piyasa koşullarında ve uzmanlarca makul seviye olarak kabul gören 60 ve 120 gün seviyesi her iki şirket için de yaklaşık olarak pozitif bir görünüm oluşturmaktadır. Her iki şirketin de stok devir hızlarının kabul edilebilir seviyede olmasının yanı sıra Orma’nın yonga levha ve Koleksiyon’un mobilya ürünleri ürettiği göz önünde bulundurulacak olursa her iki şirketin de stok devir hızı daha düşük olsa dahi makul seviyede kabul edilebilir. Çünkü her iki şirketin de ürettiği ürünler bozulma riskiyle karşı karşıya değildir. Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus, mobilya üreticisi olan Koleksiyon ve mobilya hammaddesi olan yonga levha üreten Orma’nın ürünlerinin modasının geçmesi riskidir. Her iki şirketin de stok devir süreleri eskime ve modanın değişmesi risklerinden korunacak düzeyde kendini yenilemektedir.

Şirketlerin stok devir hızının düşük olmasının altında yatan sebep, ürettikleri ürünleri satabilme başarılarıdır. Ancak stok devir hızıyla gösterilen finansal performansın satışlar gerçekleştikten sonra alacaklarını tahsil edebilmeleriyle sürdürülmelidir. Alacak devir hızı oranı şirketlerin alacaklarını hangi sıklıkla tahsilata

çevirebildiğini gösteren bir performans ölçüm aracıdır. Alacak devir hızının düşük veya yüksek olması şirketlerin borçlanma ihtiyaçlarını da ilgilendiren bir konudur. Alacak devir hızı yüksek olan şirketler ürettikleri stokları hızlıca nakde çevirebildikleri için varlıklarının ve sermayelerinin daha az kısımlarını kısa veya uzun vadeli borçlarına bağlamak zorunda kalırlar. Bu durum şirketlerin bilançolarında; yatırımcı, ortaklar ve kredi sağlayıcı kurumlar tarafından pozitif bir görünüm doğurur. Aynı şekilde alacak devir hızı şirketlerin müşterilerine tanıdığı ortalama vade süresini de gösterir.

Tablo 12: Alacak Devir Hızı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Net Satışlar	957.069.221	508.609.136	278.567.717	212.895.623
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	233.346.147	164.682.015	63.492.539	39.855.693
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	-	-	-	-
Alacak Devir Hızı	4,10	3,09	4,39	5,34
Alacak Devir Günü	88,99	118,18	83,19	68,33

Çalışmaya konu olan şirketlerden Orma'nın alacak devir hızı 2020 ve 2021 bilanço dönemlerinde artış eğilimindedir. Buna karşılık Koleksiyon'un alacak devir hızlarında yavaşlama gözlemlenmiştir. 2021 bilanço döneminde Koleksiyon'da yaşanan yavaşlamaya rağmen her iki şirketin alacak devir hızları piyasada ve uzmanlarca makul seviye olarak kabul gören 60 ve 120 gün aralığındadır. Analizin bu kısmında her ne kadar her iki firma da alacak devir hızları bakımından makul seviyede olsalar da Koleksiyon firmasının alacak devir hızındaki trendin artış yönünde olması şirket için 2021 bilanço döneminde yeni kaynaklar bulma veya borçlanma yükümlülüğü getirmektedir.

Şirketlerin performans ölçümü için kullanılan faaliyet oranları şirketi analiz edenler tarafından çeşitlendirilebilir. Kullanılan diğer oranlar gibi faaliyet oranlarının da tekdüze bir sistematığı yoktur. Orma ve Koleksiyon firmaları üretim şirketleri

olduğu için varlıklarının büyük kısmını üretim amacıyla kullandıkları makine ve teçhizatlar oluşturmaktadır. Sabit kıymetler devir hızına bu çalışmada yer verilmesinin sebebi her iki şirketin de duran varlıklarından ne derece verim sağladığının analiz edilmesi ve üretim için yaptıkları her bir birim yatırımın satışlarına ne ölçüde yansıdığını tespit etmektir.

Tablo 13: Sabit Kıymetler Devir Hızı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Net Satışlar	957.069.221	508.609.136	278.567.717	212.895.623
Maddi Duran Varlıklar	1.143.449.999	779.049.477	427.878.945	694.608.653
Sabit Kıymetler				
Devir Hızı	0,84	0,65	0,65	0,31

Orma ve Koleksiyon firmalarının sabit kıymetlerinin verim ve performans ölçümünde, sabit kıymet verimliliğinde artış trendinde oldukları gözlemlenmiştir. Yatırımcı gözüyle her iki şirketin de bir birim yatırımı karşılığında bir birim satış üretememiş olması negatif bir görünüm oluşturmaktadır. Ancak sabit kıymet verimliliği analiz edilirken sektör ortalamasına, şirketin uyguladığı amortisman politikasına, satın alınan sabit kıymetlerin ne kadar zaman önce satın alındığına da dikkat etmek gerekmektedir.

Orma ve Koleksiyon şirketlerinin müstakil olarak üretim ve stok performanslarının ölçümüyle birlikte stokların ve üretim verimliliğinin satışlara ne derece yansıdığı analiz edildikten sonra bakılması gereken bir diğer oran şirketlerin üretime devam edebilmeleri için tedarikçilerine hangi vade aralıklarında ödeme yapabildiğini gösteren borç devir hızı oranıdır.

Tablo 14: Ticari Borç Devir Hızı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Satışların Maliyeti	721.905.799	379.663.523	154.025.741	116.629.371
Stoklar	200.738.363	85.038.542	62.352.923	48.149.496
Ticari Borçlar	345.238.323	222.462.049	52.577.304	29.315.607
Ortalama Ticari Borçlar	283.850.186		40.946.456	
Ticari Borç Devir				
Hızı	2,95		4,11	
Ticari Borç				
Ödeme Süresi	123,69		88,84	

Ticari borç devir hızı şirketlerin ticari borçlarını (ilk madde ve malzeme, genel üretim giderleri, genel yönetim giderleri ve satış pazarlama giderleri gibi gider kalemlerini içerir borçlar) bir yıl içerisinde kaç defa ödeyebildiğini gösterir. Ticari borç ödeme süresi ise bu borçları kaç günlük vade aralığıyla ödediğini gösterir. Bu tez çalışmasına konu olan iki şirket de üretim şirketi oldukları için ilk madde ve malzeme tedarikçisinde güçlük yaşamaları tüm üretim süreçlerini sekteye uğratacağı için son derece kritik bir önem taşır. Başka bir deyişle, şirketin tedarikçileri nezdinde ticari borç devir hızının makul seviyelerden yüksek olması şirketlerin piyasalarca itibarını zedeleyeceği gibi bu durum finansal tablolara da olumsuz etki edecektir. Piyasa koşulları ve uzmanlarca, ticari borç ödeme süresi olarak iki ve dört ay (60 ve 120 gün) makul seviye olarak kabul görmüştür. Koleksiyon'un ticari borç ödeme süresinin makul seviyede olması, Orma'nın da makul olarak kabul edilen seviyeye yakın bir borç ödeme süresine sahip olması yatırımcılarda pozitif bir görünüm oluşturmaktadır.

Bu konuda göz ardı edilmemesi gereken bir diğer konu da şirketlerin tedarikçileriyle yaptıkları sözleşmelerdir. Orma ve Koleksiyon gibi ticari geçmişi uzun yıllara dayanan şirketlerin tedarikçileriyle uzun vadeli sözleşmeler yapması beklenebilir. Ancak bu sözleşmeler kamuya paylaşılmadığı için bu tez çalışmasında analiz edilmeyerek çalışmanın dışında bırakılmıştır.

3.1.4.4 Karlılık oranları. Çalışmanın bu kısmında yer alan karlılık oranları, yatırımcılar tarafından en çok dikkate alınan oranlardan biridir. Karlılık oranları şirketlerin yaptıkları her bir birim yatırım karşılığında ne ölçüde karlılık elde edebildiklerinin ölçülmesini sağlayan oranlardır. Geçmiş yıllarda yaşanan fiyat hareketliliklerinden geleceğe ilişkin tahminler üretmek Borsa İstanbul yatırımlarının temelini oluşturmaktadır. Bu analizde de hissedarların ve yatırımcıların yaptıkları yatırım karşılığında en önemli ölçüt olan ne kadar karlılık elde edebilecekleri incelenmiştir.

Çalışmaya konu olan şirketlerden Orma'nın 2021 ve 2020 bilanço dönemlerinde zarar açıklaması genel anlamda yapılan tüm karlılık oranları analizinde negatif bir görünüme neden olmuştur. Koleksiyon firmasının da 2021 bilanço döneminde açıkladığı 3.258.986 TL kâr ve 2020 bilanço döneminde açıkladığı 99.375 TL kâr geçmiş dönem zararlarına mahsup edilerek herhangi bir temettü ödemesi gerçekleştirilmemiştir. Covid-19 pandemisi etkisiyle imalat sektöründe genel olarak kâr marjı %2 olarak gerçekleşmiştir. Ülkenin ekonomik koşulları da göz önünde bulundurularak karlılık oranları analiz edilirken yüksek kârlılık oranları beklemek analizler açısından yanıltıcı olacaktır.

Tablo 15: Net Kar Marjı Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Net Dönem Karı veya Zararı	(83.939.544)	(44.056.053)	3.258.986	99.375
Net Satışlar	957.069.221	508.609.136	278.567.717	212.895.623
Net Kar Marjı	(0,0877)	(0,0866)	0,0117	0,0005

Net kâr marjı, şirketlerin ürettikleri her birim ürün başına ne kadar kârlılıkla çalıştıklarını gösteren bir orandır. Çalışmaya konu olan şirketler bakımından her iki bilanço döneminde de zarar açıklaması dolayısıyla Orma'nın net kâr marjı negatif görünüme sahiptir. Koleksiyon'da ise bu durum net satışlara oranla oldukça düşük bir yer kaplamaktadır. Net kâr marjının piyasa ve uzmanlarca kabul görmüş bir güven seviyesi bulunmamaktadır. Net kâr marjı analizi yapılırken sektör ortalaması, şirketlerin kârlılık hedefleri ve yatırım politikaları göz önünde bulundurulmalıdır.

Kârlılık analizi yapılırken kullanılan oranlardan biri de varlıkların kazanma gücü oranıdır. Çalışmaya konu olan şirketlerin Orma ve Koleksiyon gibi üretim şirketleri olması, finansal tablolarında aktiflerin büyük yer kaplaması yapılan yatırımın ne ölçüde kârlılığa dönüştüğünü tespit etmektir.

Tablo 16: Varlıkların Kazanma Gücü Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Net Dönem Karı				
Zararı	(83.939.544)	(44.056.053)	3.258.986	99.375
Toplam				
Varlıklar	1.127.914.008	1.869.142.059	819.861.361	982.039.066
Varlıkların				
Kazanma Gücü	(0,0744)	(0,0236)	0,0040	0,0001

Orma'da 2021 ve 2020 bilanço dönemlerinde açıklanan zarar dolayısıyla herhangi bir kârlılık analizi yapılamamaktadır. Koleksiyon'da bu durum matematiksel olarak pozitif bir görünüme sahip olsa da şirketin sahip olduğu toplam varlıklar oldukça düşük kazanma gücüne sahiptir. Varlıkların kazanma gücü konusunda piyasa ve uzmanlarca kabul görmüş bir güven seviyesi olmamakla birlikte, bu noktada da şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörün şartları ve ülkenin ekonomik koşulları göz önünde bulundurulmalıdır. Her iki şirketin de kârlılık konusunda negatif görünüme sahip olmasının yanı sıra toplam varlıklarında yaşanan düşüş yatırımcı bakımından dikkat çekici bir husustur.

Kârlılık analizlerinde kullanılan bir diğer oran da hisse başına kâr oranıdır. Bu orana yalnızca ortaklar açısından değil, temettü beklentisinde olan yatırımcılar için de önem taşımamasından dolayı bu çalışmada yer verilmiştir.

Tablo 17: Hisse Başına Kâr Tablosu

	ORMA		KOLEKSİYON	
	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2020
Net Dönem Karı	(83.939.544)	(44.056.053)	3.258.986	99.375
veya Zararı				
Ödenmiş	27.200.000	27.200.000	337.046.733	33.466.130
Sermaye				
Hisse Başına				
Kâr	(3,0860)	(1,6197)	0,0097	0,0030

Orma'nın 2021 ve 2020 bilanço dönemlerinde zarar etmesinden dolayı hisse başına düşen kâr söz konusu değildir. Koleksiyon'da ise bu durum her ne kadar 0,0097 ve 0,0030 tutarlarında gerçekleşse de bilanço dönemi kârları geçmiş dönem zararlarına mahsup edilerek ortaklara herhangi bir temettü ödemesi gerçekleştirilmemiştir. Bu durum 2021 kâr dağıtım tablosunda okunabilmektedir.

3.1.4.5 Karşılaştırmalı tablolar analizi (dikey analiz)

3.1.4.5.1 Finansal durum tablosu (bilanço) analizi. Çalışmanın bu aşamasında, her iki şirketin de finansal tablolarına bir bütün olarak bakılarak “Rasyolar Analizi” kısmında yapılan analizin şirketlerin tüm mali tablolarına yansımaları ele alınmıştır. Karşılaştırmalı tablolar analizi, şirketlerin geçmiş dönem verilerinin karşılaştırılmasıyla birlikte bizlere gelecek ile ilgili tahminler yaparken birtakım ipuçları verir. Bu kapsamda çalışmaya konu olan şirketler Orma ve Koleksiyon'un bilanço ve gelir tablolarına ilişkin tablolara ve analize yer verilmiştir. Her iki şirketin de finansal tablolarında kısa ve uzun vadeli borçlanmalar önemli yer tuttuğu için karşılaştırmalı tablolar analizi kısmında her iki şirketin de bilançosu “varlıklar” ve “kaynaklar” olarak ayrı iki kısımda ele alınmıştır. Her iki şirketin de bakiyesi sıfır olan veya analiz edilen iki dönem boyunca herhangi bir hareket görmeyen bilanço ve gelir tablosu kalemleri analizin dışında bırakılmıştır. Karşılaştırmalı finansal tablolar analizinin doğru sonuçlar verebilmesi için her iki şirketin de yıl sonu finansal tabloları analize dahil edilmiştir. Ara dönemlerde veya özel amaçlı hazırlanan finansal raporlardan herhangi bir şekilde faydalanılmamıştır.

Tablo 18: Orma Bilanço Dikey Analiz Tablosu

ORMA		
Varlıklar	2021	2020
Toplam Dönen Varlıklar	28,95%	26,59%
Toplam Duran Varlıklar	71,05%	73,41%
Toplam Varlıklar	100,00%	100,00%
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	55,07%	50,50%
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,70%	17,76%
Toplam Özkaynaklar	36,23%	31,74%
Toplam Kaynaklar	100,00%	100,00%

2021 yılı içinde Orma'nın dönen varlıklarının yaklaşık %50'sini ticari alacakları oluştururken duran varlıklarının %86,10'unu maddi duran varlıkları oluşturmaktadır. Orma gibi imalat sektöründe faaliyet gösteren bir şirket için maddi duran varlıkların toplam varlıklar içerisinde oldukça büyük yer kaplaması son derece olağan bir durumdur. 2021 ve 2020 dönemleri arasında maddi duran varlıkların bilançoda kapladığı büyüklüğün azalmış olması şirketin küçülmeye gittiğini göstermemektedir. Tam tersine iki dönem arasında artan stoklar şirketin üretim gücünde ve verimliliğinde herhangi bir düşüş olmadığını göstermektedir. Aynı zamanda 2021 yılına göre şirketin ticari alacaklarının bilançoda daha az yer kaplamaya başlaması şirketin alacaklarını tahsil yönünde veya satışlarındaki vade sıklığı bakımından güçlü bir performans gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Orma'nın bilançosunun kaynaklar kısmında ise en büyük pay %50-55 aralığında kısa vadeli borçlanmalara aittir. Oranlar analizi kısmında, Orma'nın makul seviyenin üzerinde kısa vadeli borçları olduğu çokça vurgulanmıştır. Bu durum, şirketin varlıklarının ve gelecek dönemlerde ortaya çıkacak muhtemel kârlarının şirketin kısa vadeli borçlarının ödenmesinde kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Aynı şekilde şirketin kısa vadeli borçlarının bu denli yüksek olması; yatırımcılar için getiri elde etme ihtimalini azalttığı gibi ortaklar için de temettü beklentisini düşürmektedir. Oranlar analizinde ortaya konulan bu durum, Orma'nın finansal tablolarının dikey analizinde bir kez daha ortaya çıkmıştır. Rasyolar ve karşılaştırmalı tablolar analizlerinin benzer sonuçlar vermesi yapılan analizlerin doğruluğunu güçlendirmektedir.

Tablo 19: Koleksiyon Dikey Analiz (Bilanço Analizi – Varlıklar) Tablosu

KOLEKSİYON		
Varlıklar	2021	2020
Dönen Varlıklar	16,32%	14,22%
Duran Varlıklar	83,68%	85,78%
Toplam Varlıklar	100,00%	100,00%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	30,26%	28,93%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,86%	25,34%
Özkaynaklar	43,87%	45,73%
Toplam Kaynaklar	100,00%	100,00%

Koleksiyon şirketinin bilançosunun varlıklar kısmında ilk bakışta göze çarpan husus Orma'da da gözlemlenen duran varlıkların bilançonun varlıklar kısmında baskın bir oranda yer kaplamasıdır. Koleksiyon'un da imalat sektöründe faaliyet gösteren bir şirket olduğu göz önünde bulundurulacak olursa, bu durum sektör dinamikleri bakımından olağan bir durumdur. Orma'dan farklı olarak Koleksiyon'da 2020 yılına kıyasla 2021 yılında duran varlıklarda yaşanan azalmayla paralel olarak stoklarında da benzer bir azalma yaşanmıştır. Stokların dönem sonu bakiyesinin tek başına artmış olması şirketin üretim verimliliğine veya satış performansına dair ipucu vermemekle birlikte bu konu, şirketin ticari alacaklarının da benzer bir artış göstermesi ile ele alındığında şirketin satış vadeleriyle ilgili sorunlar yaşadığı veya satışlarından sonra tahsilat güçlüğü çektiği şeklinde yorumlanabilir.

Koleksiyon'un bilançosunun kaynaklar kısmında kısa vadeli yükümlülüklerinin özkaynaklara ve bilançonun geneline oranla az yer kaplaması, şirketin varlıklarının özkaynaklarlarca karşılanabildiğini gösterir. Kısa vadeli borçların bilançoda görece az yer kaplaması; şirketin dönen varlıklarının, cari dönem kârının ve gelecek yıllarda oluşması muhtemel kârlarının borç ödemek yerine ortaklara temettü olarak dağıtılabileceğini gösterir. Bu durum da yatırımcı iştahını arttıracak gibi, şirketin büyüme yatırımlarında daha uzun vadeli ve daha düşük maliyetli krediler bulmasına da olanak tanır.

3.1.4.5.2 Gelir Tablosu Analizi. Sadece dikey analiz yöntemiyle değil, genel anlamda gelir tabloları incelendiğinde dikkat edilmesi gereken hususların başında

şirketin her bir birim satışları karşılığında ne derece karlılık üretilip üretilmediği gelir. Yatırımcıların ve ortakların da sonuca odaklı bir bakış açısıyla şirketlerin finansal tablolarını incelediklerinde en fazla önem verdikleri finansal tablo gelir tablosudur. Bu çalışmaya konu olan şirketlerin bilanço verileri ve bu verilere dayanılarak yapılan analizler gelir tablosu analizi yapılırken göz önünde bulundurulmalıdır. Özellikle imalat sektörü gibi iş süreçlerinin tamamının birbirine entegre olduğu, iş süreçlerinin herhangi bir adımında sorun çıktığında bu sorunun kelebek etkisi yaratabildiği bir sektörde finansal tabloların da birbirinden bağımsız olarak analiz edilebileceği düşünülemez.

Tablo 20: Orma Dikey Analiz (Gelir Tablosu) Tablosu

ORMA		
Gelir Tablosu	2021	2020
Hasılat	100,00%	100,00%
Satışların maliyeti (-)	75,43%	74,65%
Brüt kar	24,57%	25,35%
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	6,99%	6,05%
Genel yönetim giderleri (-)	2,88%	3,43%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	4,67%	5,43%
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	10,98%	6,71%
Faaliyet karı	8,40%	14,59%
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	5,99%	0,07%
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	0,00%	0,00%
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar	0,04%	0,02%
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	14,35%	14,68%
Finansman giderleri (-)	26,29%	24,69%
Net dönem zararı	8,77%	8,66%

2021 ve 2020 dönemlerine ait gelir tabloları incelendiğinde Orma'nın birim satış başına 0,24 TL brüt kârlılık üretebilmiştir. Brüt kârlılığı yine birim satış başına 0,8 TL'lik faaliyet kârı takip etmiştir. Orma 2021 ve 2020 dönemlerinde esas faaliyet konusu itibarıyla kârlı durumdadır. Ancak bu kârlılığın 2021 döneminde kaynaklar karşısında küçülmesinin sebebi, kısa vadeli borçlarda yaşanan artıştan kaynaklanmaktadır.

Tablo 21: Koleksiyon Dikey Analiz (Gelir Tablosu) Tablosu

KOLEKSİYON		
Gelir Tablosu	2021	2020
Hasılat	100,00%	100,00%
Satışların Maliyeti (-)	55,29%	54,78%
Bürt Kâr	44,71%	45,22%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	15,36%	13,62%
Genel Yönetim Giderleri (-)	4,40%	3,83%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	1,36%	1,73%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2,71%	9,50%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	8,51%	2,75%
Esas Faaliyet Kârı	17,79%	32,79%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / (Giderler)	20,42%	0,09%
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı	38,20%	32,88%
Finansal Gelirler	3,42%	5,74%
Finansal Giderler (-)	38,21%	37,01%
Dönem Kârı	1,17%	0,05%

Koleksiyon'un gelir tablosunda da Orma'ninkine benzer bir durum söz konusudur. Şirket 2020 ve 2021 dönemlerinde esas faaliyet konusu itibarıyla kârlı bir durumdadır ve birim satışı başına 2021'de 0,44 TL 2020'de 0,45 TL kârlılık üretebilmiştir. Ancak şirketin 2020 yılının bilançosunda %32,79'luk esas faaliyet kârı 2021 yılında %17,79'da düşmüştür. Yaşanan bu değişime paralel olarak şirketin bilançosunda kısa vadeli yükümlülükleri yalnızca %2'lik bir artış göstermiştir. Koleksiyon'un esas faaliyet karının gelir tablosunda kapladığı yerin bu derece küçülmesinin sebebi araştırıldığında, şirketin 2021 yılında katlanmak zorunda olduğu 14.410.409 TL kur farkı gideri olduğu anlaşılmaktadır.

3.1.4.6 Eğilim Yüzdeleri Analizi (Trend Analizi)

3.1.4.6.1 Finansal durum tablosu (bilanço) analizi. Trend analizini dikey analizden ayıran fark şirketlerin finansal tablolarını kendi dönemleri içerisinde değil bir önceki dönemle kıyaslayarak incelemesidir. Trend analizi yapısı itibariyle temel analizin ana amaçlarından biri olan şirketlerde ve ekonomilerde yaşananları geçmiş dönemlerle kıyaslayarak bir bütüncüllük oluşturma amacına hizmet eder. Bu sebeple de bu çalışmada trend analizi yöntemine yer verilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde çalışmaya konu olan şirketlerin bilanço ve gelir tablolarının 2021 ve 2020 dönemleri arasındaki artış azalışları incelenerek analiz edilmiştir.

Tablo 22: Orma Bilanço Trend Analizi Tablosu

ORMA		
Varlıklar	Oransal Değişim	Tutarsal Değişim
Toplam Dönen Varlıklar	80%	241.149.592
Toplam Duran Varlıklar	60%	500.078.459
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	81%	459.784.683
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	(19%)	(37.673.889)
Toplam Özkaynaklar	89%	319.117.257

Orma'nın bilanço kalemleri özet halinde yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirketin 2021 döneminde 2020'ye kıyasla dönen varlıklarındaki artışın temelini, stoklarındaki ve yatırım amaçlı gayrimenkullerindeki artışlar oluşturmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki artışın kaynağı sorgulanmadan şirketin bilançosu incelendiğinde ortaya 137.014.933 TL'lik bir yeni mülk edinimi gerçekleştiği düşünülebilir. Ancak bu artışın 79.676.722 TL'lik kısmı 31 Aralık 2021 tarihi itibariyle maddi duran varlıklar altında sunulan arsaların yatırım amaçlı gayrimenkullere transfer edilmiş olması sonucudur. 57.340.239 TL'lik kısmı ise Orma'nın 2021 yılında yaptırdığı yeniden değerlendirme sonucunda ortaya çıkmış değer artışıdır. Aynı şekilde duran varlıklarda yaşanan artışın önemli kaynaklarından biri de maddi duran varlıklarda yaşanan artıştır. 2021 döneminde 364.400.522 TL'lik bir artış yaşanmıştır. Ancak bu artışın da kaynağı, yatırım amaçlı gayrimenkullerde olduğu gibi, yeniden değerlendirme değer artışından kaynaklanmaktadır. Bu yeniden

değerlemeler sonucunda Orma'nın elinde bulundurduğu aktiflerin değeri artmıştır ancak bu durum yeni bir mülk edinimi şeklinde yorumlanamaz.

Orma'nın bilançosunun kaynaklar kısmı incelendiğinde ilk göze çarpan husus %81'lik artışla kısa vadeli yükümlülükler olmuştur. Bu artışı oluşturan etkenler yalnızca yeni alınan krediler değildir. Şirketin 2021 yılında müşterilerinden ticari faaliyetleri kapsamında aldığı avanslar 182.129.692 TL'lik artış göstererek 277.445.630 TL'ye ulaşmıştır. Şirketin bu yöntemle elde ettiği finansman ürettiği ürünlerin teslim tarihiyle birlikte kapanacak ve şirketin katlanması gereken yeni bir faiz gideri oluşmayacaktır. Özellikle rasyolar analizi kısmında şirketin varlıklarının kârlılığa dönüşmemesinin önünde kısa vadeli yükümlülüklerinin yüksek olması vurgulanmıştır. Ancak trend analizi yapıldığında şirketin kısa vadeli borçlarının artışının yalnızca yeni krediler veya ticari borçlardan oluşmadığı gözlemlenmiştir.

Şirketin bilançosunun kaynaklar kısmında bir diğer göze çarpan detay %89'luk artışla özkaynakları olmuştur. Cari 2020 ve 2021 dönemleri arasında herhangi bir sermaye artışı yaşanmamıştır. Özkaynaklardaki artış şirketin 2021 yılında maddi duran varlıklarına yaptırdığı yeniden değerlemeden kaynaklanan yeniden ölçüm kazançları oluşturmaktadır.

Tablo 23: Koleksiyon Bilanço Trend Analizi Tablosu

KOLEKSİYON		
Varlıklar	Oransal Değişim	Tutarsal Değişim
Toplam Dönen Varlıklar	37%	43.689.595
Toplam Duran Varlıklar	17%	118.488.110
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	25%	59.985.100
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	22%	46.267.720
Toplam Özkyankalar	15%	55.924.885

Koleksiyon'un bilançosu geçmiş dönemlerle kıyaslandığında olağan görünmeyen herhangi bir değişiklik bulunmamaktadır. Şirketin 2021 yılında 2020'ye göre artan borçlanmalarına karşılık varlıklarında da benzer bir artış yaşanmıştır. Dikkate değer önemli bir konu şirketin ödenmiş sermayesinde yaşanan 303.580.603 TL'lik artış olmuştur. Ancak bu artış şirkete ortakların yeni sermaye katılımı yoluyla değil, geçmiş dönemlerdeki sermaye yedeklerinin ödenmiş sermayeye sınıflanması yoluyla gerçekleşmiştir.

3.1.4.6.2 Gelir tablosu analizi. Gelir tablosu analizi, şirketlerin karlılığını ve kar/zarar durumunu detay kalemleriyle birlikte sunması dolayısıyla elzemdir. Genel anlamda şirketlerin kar/zarar durumlarını ortaya koyan sebepler anlaşılmadan yalnızca matematiksel hesaplamalar yoluyla elde edilen oranlar üzerinden analiz yapılması ve bu analizler sonucunda alınacak yatırım kararları yanıltıcı olacaktır. Örneğin, geçtiğimiz son üç bilanço döneminde Türkiye’de yaşanan kur dalgalanmalarından kaynaklanan kur farkı gelirleri veya giderleri (kambiyo geliri/gideri) şirketlerin finansal tablolarında önemli bir yer işgal etmektedir. Esas faaliyeti itibariyle zararda olan bir şirket, daha önceki dönemlerde aldığı dövizlerle birlikte elde ettiği kur farkı geliri sayesinde kâr etmiş olabilir. Bu noktada yatırımcının yatırım stratejisini buna göre belirlemesi gerekmektedir. Kur farkı geliri veya gideri dışında gelir tablosu analizinde karar alıcıya farklı sonuçlar sunan bir diğer örnek de çalışmaya konu olan Orma’dır.

2020 ve 2021 cari dönemlerinde Orma’nın brüt kârında ve faaliyet kârında artış gerçekleşmiştir. Bu durum, şirketin üretim ve satış operasyonlarının sorunsuz bir şekilde ilerlediğini ve Orma’nın ürettiği her bir birim ürün başına 2020 dönemine kıyasla 2021 bilanço döneminde daha kârlı çalıştığını göstermektedir. Ancak şirketin hem 2020 hem de 2021 bilanço dönemlerinde dönem zararı açıklamasının sebebi, şirketin bu iki dönem arasında da 126.002.704 TL artış gösteren finansman giderleridir. Faaliyet kârıyla birlikte şirketin finansman giderlerindeki artış finans yönetimi politikası olarak yatırımlarını geçmiş dönem kârlarıyla değil yabancı kaynaklarla finanse etmek yönünde belirlediğini göstermektedir.

Tablo 24: Orma Gelir Tablosu Trend Analizi Tablosu

ORMA		
	Oransal Değişim	Tutarsal Değişim
Hasılat	88,17%	448.460.085
Satışların maliyeti	90,14%	342.242.276
Brüt kâr	82,37%	106.217.809
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	117,48%	36.131.964
Genel yönetim giderleri	57,58%	10.056.625
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	61,96%	17.103.233
Esas faaliyetlerden diğer giderler	207,76%	70.919.764
Faaliyet kârı	8,37%	6.212.689
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	16421,95%	56.993.184
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(1,79)%	(5.156)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zararlarındaki paylar	214,56%	251.191
Finansman gideri öncesi faaliyet kârı	84,02%	62.725.698
Finansman giderleri	100,32%	126.002.704
Net dönem zararı	90,53%	39.883.491

Şirketlerin finansal tablolarındaki kâr/zarar durumlarının değişkenliğine bir diğer örnek de Koleksiyon'dur:

Tablo 25: Koleksiyon Gelir Tablosu Trend Analizi Tablosu

KOLEKSİYON		
	Oransal Değişim	Tutarsal Değişim
Hasılat	30,85%	65.672.094
Satışların Maliyeti	32,06%	37.396.370
Brüt Kâr	29,37%	28.275.724
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	47,55%	13.789.713
Genel Yönetim Giderleri	50,40%	4.105.398
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	2,99%	110.125
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	(62,70)%	(12.684.218)
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	304,71%	17.847.188
Esas Faaliyet Kârı	(29,02)%	(20.260.918)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / (Giderler)	31100,99%	56.692.746
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı	52,05%	36.431.828
Finansal Gelirler	(21,92)%	(2.678.728)
Finansal Giderler	35,09%	27.648.977
Dönem Kârı	3179,48%	3.159.611

Koleksiyon şirketinin brüt kârında 2020 ve 2021 bilanço dönemleri arasında yaşanan artışa rağmen şirketin esas faaliyet kârında yaşanan düşüşün sebebi kur dalgalanmalarından kaynaklanan kur farkı gelirlerindeki azalmadır.

Koleksiyon'un gelir tablosunda göze çarpan en büyük artış ve aynı zamanda dönem kârındaki artışa sebep olan kalem, yatırım faaliyetlerinden gelirlerdeki artıştır. Bu kalemde yaşanan 56.692.746 TL'lik artışı, şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerine 2021 bilanço döneminde yaptırdığı değerleme sonucunda yaşanan değer artışı sağlamıştır. Şirketin 2021 yılındaki kârlılığında yaşanan artışı da bu durum sağlamıştır.

3.1.5 Değerleme analizi. Çalışmaya konu olan şirketler hakkında; ekonomi analizi, sektör analizi ve rasyolar analizi yapılarak finansal performansa ilişkin genel

görünümüne dair kanaat elde edildikten sonra şirketlerin Borsa İstanbul'daki fiyat hareketlerinden yararlanılarak tahminler yapılmıştır.

Finansal veriler tahmin edilirken finansal verilerin geçmiş dönemlerdeki artış veya azalış oranlarına göre tahmin edilmiştir. TCMB'nin "cari yıl sonu enflasyon beklentisi 5,35 puanlık artışla yüzde 69,94, gelecek on iki aya ilişkin enflasyon beklentisi 2,32 puan artışla yüzde 40,23 seviyesine yükselmiştir." (TCMB - Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti (2022-34), t.y.) Bir önceki döneme kıyasla tespit edilen değişim oranları 2022 yıl sonu ve 2023 yıl sonu enflasyon beklentisine göre enflasyondan arındırılarak hesaplanmıştır.

Koleksiyon özelinde 2021 döneminde yaşanan sermaye artışı dolayısıyla ödenmiş sermaye kaleminde %907 oranında bir artış yaşanmıştır. Şirketlerin sermaye artışı yoluna gitmeleri olağan finansal hareketliliklerden olmadığı için bu hesap kaleminde yaşanan değişim göz ardı edilmiştir ve şirketin gelecek dönemlerde de aynı ödenmiş sermayeye sahip olacağı varsayılmıştır.

Finansal verilerin tahminleri yapılırken herhangi bir savaş, doğal afet, küresel gıda krizi, yeni bir Covid-19 varyasyonu veya yeni bir pandemi gibi dışsal etkilerle yaşanabilecek finansal krizlerin gerçekleşmeyeceği göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Değerleme yöntemi olarak, Piyasa Değeri/ Net Satışlar oranı, Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı ve Firma Değeri/ Faiz ve Amortisman Öncesi Kâr (FAVÖK) oranı kullanılmıştır. Değerleme yöntemleri arasında sıkça kullanılan Fiyat/Kazanç oranı çalışmaya konu olan şirketlerden Orma'nın 2020 ve 2021 dönemlerinde zarar etmiş olması, Koleksiyon'un ise yasal finansal tablolarında zarar etmiş olmasına rağmen UFRS düzeltmeleri sonucunda kâr açıklamış olması sebebiyle kullanılmamıştır. Ayrıca FD/FAVÖK oranı Orma'da ve kısmen Koleksiyon'da negatif görünümde olduğu için değerlemeye tabii tutulmamıştır.

Orma ve Koleksiyon'un 2022 ve 2023 yıl sonu finansal verilerine ilişkin tahminler tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo 26: Orma Finansal Veri Tahmin Tablosu

ORMA				
Veriler	Değişim Oranı 2022	Değişim Oranı 2023	2022 Tahminleri	2023 Tahminleri
Satışlar	61,63%	35,47%	1.546.944.456	2.095.681.641
Sat. Maliyeti	63,01%	36,26%	1.176.781.239	1.918.275.328
Brüt Kâr	57,58%	33,14%	370.163.217	177.406.313
Esas Faaliyet Kârı	5,85%	3,37%	85.113.761	90.095.527
Özsermaye	0,00%	0,00%	27.200.000	27.200.000
Özkaynaklar	62,30%	35,86%	1.099.024.855	1.783.768.536
Kısa Vadeli Yükümlülükler	56,43%	32,48%	1.610.175.941	2.518.772.775
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-13,14%	-7,57%	141.285.885	122.714.472
Nakit ve Nakit Benzerleri	95,44%	54,93%	26.026.031	50.864.718
Finansal Yatırımlar	0,00%	0,00%	1.278.905	1.278.905

Tablo 27: Koleksiyon Finansal Veri Tahmin Tablosu

KOLEKSİYON				
Veriler	Değişim Oranı 2022	Değişim Oranı 2023	2022 Tahminleri	2023 Tahminleri
Satışlar	21,56%	12,41%	338.632.801	380.656.395
Sat. Maliyeti	22,41%	12,90%	188.547.427	212.869.028
Brüt Kâr	20,53%	11,82%	150.085.375	167.820.247
Esas Faaliyet Kârı	(20,29) %	(11,68) %	39.495.011	34.883.458
Özsermaye	0,00%	0,00%	337.046.733	337.046.733
Özkaynaklar	10,43%	6,00%	475.755.591	504.306.135
Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,68%	10,17%	349.737.325	385.315.530
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,57%	8,96%	293.545.462	319.847.973
Nakit ve Nakit Benzerleri	15,92%	9,16%	23.548.149	25.705.537
Finansal Yatırımlar	0,00%	0,00%	-	-

3.1.5.1 Piyasa değeri/net satışlar oranına göre değerlendirme. PD/NS oranına göre değerlendirme yapılırken her iki şirketin de geleceğe ilişkin finansal verilerinin tahminlerinde faydalanılmıştır. Şirketlerin 2021 yıl sonu için hesaplanan PD/NS oranı 2022 ve 2023 dönemlerine dair tahmin edilen finansal verilerle tekrar hesaplanarak bu dönemlere ilişkin fiyatlar tahmin edilmiştir.

Tablo 28: Orma PD/NS Değerleme Tablosu

ORMA		
Veriler	2022	2023
Satışlar	1.546.944.456	2.095.681.641
Özsermaye	27.200.000	27.200.000
En Yüksek PD/NS Oranına Göre Fiyat	66,27	89,78
En Yüksek PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	1.802.536.765	2.441.938.487
En Düşük PD/NS Oranına Göre Fiyat	40,73	55,18
En Düşük PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	1.107.900.646	1.500.898.778

Kısa vadede Orma'nın tahmin edilen finansal veriler ışığında 40,73 fiyat düzeyi alım bölgesini oluştururken 66,27 seviyeleri ise satış bölgesini oluşturmaktadır. Bir başka deyişle, fiyat 40,73 seviyesine yaklaştıkça alım emirleri 66,27 seviyesine yaklaştıkça satış emirleri için yatırımcısına fırsat oluşturmaktadır. Uzun vadede ise bu 89,78 bölgesi satış bölgesini oluştururken 55,18 bölgesi ise alım bölgesini oluşturmaktadır.

Tablo 29: Koleksiyon PD/NS Değerleme Tablosu

KOLEKSİYON		
Veriler	2022	2023
Satışlar	338.632.801	380.656.395
Özsermaye	337.046.733	337.046.733
En Yüksek PD/NS Oranına Göre Fiyat	3,09	3,47
En Yüksek PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	1.040.691.667	1.169.839.238
En Düşük PD/NS Oranına Göre Fiyat	1,82	2,05
En Düşük PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	614.581.693	690.849.943

Koleksiyon’da ise bu durum kısa vadede 1,82 seviyeleri alım bölgesini oluştururken 3,09 seviyeleri satış bölgesini oluşturmaktadır. Uzun vadede ise 2,05 seviyeleri alım bölgesini oluştururken 3,47 seviyeleri ise satış bölgesini oluşturmaktadır.

3.1.5.2 PD/DD oranına göre değerlendirme. PD/DD oranına göre değerlendirme bölümünde Orma ve Koleksiyon’un tahmin edilen finansal verilerinden faydalanılmıştır. Şirketlerin 2021 yıl sonu için hesaplanan PD/DD oranı 2022 ve 2023 dönemlerine dair tahmin edilen finansal verilerle tekrar hesaplanarak bu dönemlere ilişkin fiyatlar tahmin edilmiştir.

Tablo 30: Orma PD/DD Değerleme Tablosu

ORMA		
Veriler	2022	2023
Özsermaye	27.200.000	27.200.000
Özkaynaklar	1.099.024.855	1.783.768.536
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Fiyat	66,54	108,01
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Piyasa Değeri	1.810.021.550	2.937.749.292
En Düşük PD/DD Oranına Göre Fiyat	40,90	66,38
En Düşük PD/DD Oranına Göre Piyasa Değeri	1.112.501.050	1.805.641.028

PD/DD oranına göre değerlendirme sonucunda 2022 yıl sonu için (kısa vadede) 40,90 seviyeleri alım bölgesini 66,54 seviyesi ise satış bölgesini oluşturmuştur. Bu fiyat düzeyleri 2022 yıl sonu için tahmin edilen finansal veriler ışığında hisse senedi fiyatının hareket etmesinin beklendiği aralıktır. 2023’de ise fiyat 108,01 seviyelerine yaklaştıkça satılmalı, 66,38 seviyelerine yaklaştıkça ise alınmalıdır.

Tablo 31: Koleksiyon PD/DD Değerleme Tablosu

KOLEKSİYON		
Veriler	2022	2023
Özsermaye	337.046.733	337.046.733
Özkaynaklar	475.755.591	504.306.135
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Fiyat	2,80	2,97
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Piyasa Değeri	945.363.755	1.002.095.930
En Düşük PD/DD Oranına Göre Fiyat	1,66	1,76
En Düşük PD/DD Oranına Göre Piyasa Değeri	558.285.682	591.788.935

PD/DD oranına göre Koleksiyon'un değerlemesinde kısa vadede 2,80 satış bölgesini, 1,66 ise alım bölgesini oluşturmaktadır. 2023 yıl sonunda ise (uzun vadede) 2,97 seviyesi satış bölgesini oluştururken 1,76 seviyeleri ise alım bölgesini oluşturmaktadır. Bu dönemde, bir başka deyişle fiyat 1,76'a yaklaştıkça alım 2,97'e yaklaştıkça ise satım emirleri verilmelidir.

3.1.5.3 FD/FAVÖK oranına göre değerlendirme. FD/FAVÖK oranı hesaplanırken çalışmaya konu olan her iki şirketin gelecek dönemlere ilişkin finansal verilerinin tahminlerinden faydalanılmıştır. Ancak çalışmaya konu olan şirketlerden Orma'nın değerlendirme yöntemlerince kullanılan en yüksek ve en düşük FD/FAVÖK değerine göre yeniden hesaplayarak gelecek dönemlere ilişkin ulaşılan fiyat tahminlerinde negatif sonuçlar verdiği için Orma'nın FD/FAVÖK oranına göre değerlemesi yapılmamıştır. Bu durum da şirketin rasyolar analizinde sıkça vurgulandığı gibi şirketin varlıklarının dışında hedeflenen kârlılık oranlarının da kısa ve uzun dönem borçlarını karşılayacak boyutlarda olmadığını göstermektedir. Koleksiyon'da ise bu durum, yalnızca en yüksek FD/FAVÖK oranı üzerinden hesaplanmıştır. Şirketin en düşük FD/FAVÖK oranına göre yeniden gelecek döneme ilişkin fiyat tahmininin negatif sonuçlar vermesinden dolayı fiyat aralığı tahmin edilememiştir. Bu durum da Koleksiyon'un aynı Orma gibi beklenen kârlılık oranlarının kısa ve uzun dönem borçlarını karşılayacak boyutta olmadığını göstermektedir.

SONUÇ

Dünya'nın son beş yıl içerisinde başta Covid-19 pandemisi olmak üzere yaşadığı savaşlar, doğal afetler, tedarik zincirinde yaşanan aksaklıklar, çip krizi ve son olarak günümüzde Rusya-Ukrayna savaşından kaynaklanan sorunlar ister istemez küresel ölçekte finansal piyasaları da etkilemiştir. Bu sorunlardan Türkiye ekonomisi de etkilenirken Türkiye'nin tüm bu küresel sorunlarla da ilişkili olarak kendi içinde yaşadığı kur dalgalanmaları ve enflasyon sorunu da Türkiye'nin finansal piyasalarında öngörülebilirliği azaltmıştır. Tüm bu olumsuz tablolara rağmen Borsa İstanbul gerek alım-satım yaparak getiri bekleyen yatırımcısına, gerekse temettü beklentisinde olan yatırımcısına çokça fırsatlar sunmaktadır.

Sadece Borsa İstanbul'da değil, tüm finansal piyasalarda yatırım yapan yatırımcılar kâr elde edebilmek için piyasada gerçekleşen fiyatları tahmin etmeye çalışırlar. Bu geleceği tahmin etme çabası primitif dönemden beri geleceği, hava durumunu, depremleri, toprak verimliliği gibi birçok konuyu tahmin etmeye çalışan insanın en temel çabalarından biri olmuştur. İnsanın hava durumunu tahmin etme çabasından meteoroloji, depremleri tahmin etme çabasından ise sismoloji bilimleri doğmuştur. Günümüzde insanın finansal piyasalarda gerçekleşen fiyatları önceden tahmin etme çabası da temel analiz ve teknik analiz gibi iki önemli yöntemi meydana getirmiştir.

Çalışmamıza konu olan temel analiz yöntemiyle Orma ve Koleksiyon şirketleri incelenmiştir. Her iki şirketin de içinde bulunduğu ekonomik ve sektörel ortam analiz edildikten sonra şirketlerin finansal tabloları incelenerek her iki şirket hakkında da genel görünüme dair bilgi sahibi olunmuştur. Bu bilgiler ışığında şirketlerin 2022 dönemi yıl sonu finansal verileri ve 2023 yıl sonu finansal verileri tahmin edilerek bu dönemler için hisse senedi fiyatları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Temel analiz yöntemi Türkçe literatürde çokça yalnızca dönem sonunda kâr eden şirketler çalışma konusu haline gelmiştir. Bu çalışmada ise Orma gibi çalışmanın kapsamında olan her iki dönemde de zarar açıklayan ve Koleksiyon gibi yasal finansal tablolarında zarar etmesine rağmen UFRS düzeltmeleriyle kâr açıklayan iki şirket çalışma kapsamına alınmıştır.

Bu çalışmanın temel çıktılarından biri orman ürünleri ve mobilya sektöründe yapılan uygulama ile şirketlerin Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılabilmesi için dönem sonunda kârlı veya yüksek kârlı olmasının gerekmediğidir.

Daha açık bir ifadeyle temel analiz yöntemi, kâr elde etmeyen veya yüksek kârlılık oranlarına sahip olmayan şirketler için de etkili bir analiz yöntemidir.

Çalışmanın genelinde özellikle rasyolar ve değerlendirme analizi gibi matematiksel hesaplamaları içinde barındıran başlıklar, temel analiz yönteminin uzun vadeli yatırımcılar veya analistler için daha verimli bir yöntem olduğudur. Çalışmanın bu bölümlerinde kullanılan verilerden elde edilen çıktılar, analiz edilen dönemlerin uzaması risklerin ve hata paylarının azaldığını göstermektedir. Bu durum da yatırımcının veya analistin yatırım stratejisine göre bir analiz periyodu belirlemesi gerekmektedir.

Her iki şirkete ait hisse senetlerinin F/K oranına, PD/Net Satışlar oranına, PD/DD oranına ve FD/FAVÖK oranına göre değerlendirilmiştir. Ancak her iki şirketin de kârlılık durumlarından dolayı PD/Net Satışlar ve PD/DD oranına göre fiyat aralıkları tahmin edilebilmiştir. PD/Net Satışlar oranıyla değerlendirme yöntemi ve PD/DD oranına göre değerlendirme yöntemi şirketleri satışlarına, esas faaliyet konusuna ve özkaynaklarına göre değerlendiren yatırımcılar ve analistler için fiyat tahmininde bulundurulabilir bir yöntemdir. Buradan hareketle yatırımcı veya analist yatırım stratejisine ve odağına dair yöntemler belirleyip bu yöntemi takip etmelidir.

KAYNAKÇA

- AKIN, B. (2021). *Temel analiz yöntemi ile hisse senedi değerinin belirlenmesi İskenderun Demir ve Çelik AŞ. üzerine bir inceleme*. Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Atrill, P., & McLaney, E. J. (2011). *Accounting and finance for non-specialists* (7. ed). Pearson/Financial Times Prentice Hall.
- Ertürk, İ. (2012). *TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE HİSSE SENETLERİNE YATIRIM VE CAM SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA*. MARMARA ÜNİVERSİTESİ.
- Gacar, A. (2009). *YATIRIMCILAR AÇISINDAN HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ*. Dokuz Eylül Üniversitesi.
- Gümüş, U. T., & Bolel, N. (2017). Rasyo Analizleri İle Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri'nde Bir Uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2), 87-96. <https://doi.org/10.30803/adusobed.337231>
- International Monetary Fund (Ed.). (2021). *Recovery during a pandemic: Health concerns, supply disruptions, and price pressures*. International Monetary Fund.
- İhracat Genel Müdürlüğü Maden, Metal ve Orman Ürünleri Dairesi. (t.y.). *Mobilya Sektör Raporu*. T.C. Ticaret Bakanlığı.
- Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. *2021 Faaliyet Raporu* (s. 42). (2021). [Faaliyet Rapru]. Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş.
- Küçüköğlü, S. (2021). COVID-19 PANDEMİ SÜRECİNİN KÜRESEL EKONOMİK GÖSTERGELERİ VE TÜRKİYE'DE BANKACILIK VE

- FİNANS SEKTÖRÜNE ETKİLERİ. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. <https://doi.org/10.46928/iticusbe.870711>
- Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayii ve Ticaret A.Ş. 2021 Faaliyet Raprou (s. 34). (2021). Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayii ve Ticaret A.Ş.
- Sanayi Genel Müdürlüğü. (2020). *Mobilya Sektörü Rapru* (s. 21). T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı.
- Sertkaya, B., & Baş, S. (2021). COVID-19 SALGINININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ: RİSKLER VE OLASI SENARYOLAR. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(21), 147-167. <https://doi.org/10.53092/duibfd.911378>
- TCMB. (2021). *Enflasyon Raporu* (s. 64). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB - Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti (2022-34). (t.y.). Geliş tarihi 16 Eylül 2022, gönderen <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2022/DUY2022-34>
- Tuna, K. (t.y.). *İşletmelerin Likidite Düzeyi Nasıl Ölçülür?* Geliş tarihi 24 Ağustos 2022, gönderen <https://www.halkbankkobi.com.tr/tr/uzmanina-danisin/makaleler/finansal-yonetim/www.halkbankkobi.com.tr/content/kobi/tr/uzmanina-danisin/makaleler/finansal-yonetim/isletmelerin-likidite-duzeyi-nasil-olculur.html>
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2021). *Dış Ticaret İstatistikleri* (s. 4). Türkiye İstatistik Kurumu.
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2022). *Tüketici Fiyat Endekisi* (s. 2).

Türkiye İş Bankası. (2021). *Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler—Aralık 2021* (s. 16). Türkiye İş Bankası.

Türkiye İş Bankası. (2022). *Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler—Ağustos 2022* (Sy 08-2022; s. 15). Türkiye İş Bankası.

