

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK DOKTORA ANABİLİM DALI

YATIRIM BANKACILIĞINDA ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNE GENEL
BAKIŞ VE
ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERLERİNİ ARTTIRMALARINA YÖNELİK
İMKB HİSSE SENETLERİ PİYASASI İÇİN AMPİRİK BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Hazırlayan: Hakkı ÖZTÜRK

İSTANBUL, 2008

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK DOKTORA ANABİLİM DALI

YATIRIM BANKACILIĞINDA ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNE GENEL
BAKIŞ VE
ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERLERİNİ ARTTIRMALARINA YÖNELİK
İMKB HİSSE SENETLERİ PİYASASI İÇİN AMPİRİK BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hayri Kozanoğlu

Hazırlayan: Hakkı ÖZTÜRK

İSTANBUL, 2008



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİĞORTACILIK ENSTİTÜSÜ

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Yatırım Bankacılığında Şirket Değerleme Yöntemlerine Genel Bakış ve Şirketlerin Piyasa Değerlerini Arttırmalarına Yönelik İMKB Hisse Senetleri Piyasası için Ampirik Bir Uygulama

TEZ TÜRÜ : Doktora

TEZİ HAZIRLAYAN : Hakkı ÖZTÜRK

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ : 03.09.2008

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Prof.Dr.Hayri KOZANOĞLU

Üye

Prof.Dr.Tiğınç OKTAR

Üye

Prof.Dr.Cemal İBİŞ

Üye

Prof.Dr.Niyazi BERK

Üye

Prof.Dr.Ümit EROL

Marmara Üniversitesi Göztepe Kampüsü, Kuyubaşı Kayışdağı Cad. 34370 İSTANBUL/TÜRKİYE

Tel: +90. 216. 418 20 89 Faks: +90. 216. 347 69 51

ÖZET

YATIRIM BANKACILIĞINDA ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNE GENEL BAKIŞ VE ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERLERİNİ ARTTIRMALARINA YÖNELİK İMKB HİSSE SENETLERİ PİYASASI İÇİN AMPİRİK BİR UYGULAMA

Son yıllarda dünyada ve Türkiye’de özellikle küreselleşme sürecinin hızlanmasıyla birlikte şirket birleşmeleri, satın almaları ve özelleştirmelerde ciddi bir artış yaşanmaktadır. Gelişen sermaye piyasaları ile halka arzlar da artış olmuştur. Bundan dolayı, şirket değerlemesi; şirket birleşmeleri, satın almaları, özelleştirme ve halka arzlarla gerek kurumlar, gerekse de bireysel yatırımcılar için daha da önemli hale gelmiştir.

Bu çalışmada, teorik şirket değerlendirme yöntemleri genel olarak incelenmiştir. Bununla beraber, hem finans piyasasında hem de akademik hayatta kullanılan teorik değerlendirme modellerinden Defter Değeri (BV), Özsermayeye Özgü Nakit Akımları (FCFE) ve Artık Kar (RI) İMKB’de ağırlıklı olarak imalat sektöründe işlem gören bazı şirketler için uygulanıp ampirik bir çalışma yapılmıştır. Panel data regresyon analizi kullanılarak yapılan ampirik çalışmada, bahsedilen teorik değerlendirme modellerinin şirketlerin piyasa değerlerini nasıl açıkladığı ve bu modellerden hangilerinin piyasa değerlerini en fazla etkilediği incelenmiştir. Sonuçta; genel olarak şirketlerin piyasa değerleri, teorik değerlendirme modellerinden BV, FCFE ve RI ile sıkı bir ilişki içindedir. Şirketlerin piyasa değerleri bu üç model tarafından hemen hemen aynı derecede açıklanmaktadır. Fakat şirketlerin yarattıkları artık karlar; piyasa değerlerini, defter değerleri ve özsermayeye serbest nakit akımlarına göre daha fazla etkilemektedir. Gelişmekte bir piyasa olan İMKB’de şirketler artık kar, defter değerleri ve özsermaye serbest nakit akımlarını arttırarak piyasa değerlerini arttırabilirler. Ancak şirketler artık karlarına odaklanarak piyasa değerleri daha fazla arttırıp, hissedarlarına değer yaratabilirler.

Anahtar Kelimeler: Şirket Değerleme, Artık Kar, Defter Değeri, Özsermayeye Serbest Nakit Akımları

ABSTRACT

AN OVERVIEW OF FIRM VALUATION MODELS IN INVESTMENT BANKING AND AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE ISE (ISTANBUL STOCK EXCHANGE) REGARDING THE FIRMS' MARKET VALUE INCREASES

There has been a substantial rise in the number of merger&acquisitions and privatizations as a result of the gaining momentum of the globalization process in the world and Turkey, particularly. Also, the number of the initial public offerings (IPOs) has increased with the development of the capital markets. Thus; firm valuations, have gained increasing importance both for the institutions and the individual investors due to merger&acquisitions, privatizations and IPOs.

In this dissertation, the theoretical background of firm valuation methods is investigated generally. Furthermore, an empirical study is conducted for a group of manufacturing companies listed on the Istanbul Stock Exchange (ISE) applying theoretical valuation methods such as Book Value (BV), Free Cash Flow to Equity (FCFE) and Residual Income (RI) which are used both by the finance sector and academic world. The empirical model uses the panel data regression and analyzes the question of how the theoretical models explain the market value of the firms and determines which model affects the market value of the firms the most. According to results, the theoretical valuation models named as BV, FCFE and RI are all in a significant and strong relationship with the firm value. The market values of the firms are explained by the three valuation models almost in the same degree. However, the residual income that the firms create, affects the market values more than BV and FCFE. The companies listed on the ISE, which is an emerging market, can increase their market values by increasing their RI, BV and FCFE. Whereas, it has to be noted that firms can increase their market value more and consequently create greater value for their shareholders by focusing on RI.

Key Words:Firm Valuation, Residual Income, Book Value, Free Cash Flow to Equity

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

TABLO LİSTESİ	VI
ŞEKİL LİSTESİ	VII
KISALTMALAR	VIII

GİRİŞ	1
--------------	---

BÖLÜM 1

DEĞERLEMEYE GİRİŞ	3
--------------------------	---

1.1 Değer - Fiyat Kavramları ve İlişkisi	4
1.2 Değerleme Konusundaki Bazı Yanlış Algılamalar	7
1.3 Başlıca Değer Kavramları	9
1.4 Değerlemenin Kullanım Alanları	11
1.5 Şirket Değerlemesi	15
1.5.1 Şirket Değerini Etkileyen Faktörler	17
1.5.2 Şirket Değerlemesi Yapılmasının Nedenleri	17
1.5.3 Değerleme ile İlgili Kritik Görüşler	18

BÖLÜM 2

İSKONTO ORANI VE SERMAYE MALİYETİNİN HESAPLANMASI	20
--	----

2.1 Borç Maliyeti	21
2.2 Özsermaye Maliyeti	27
2.2.1 Gordon Temettü Büyüme Modeli	28
2.2.1.1 Adi Hisse Senetlerinin Maliyeti	28
2.2.1.2 Yeni Çıkarılan Hisse Senetlerinin Maliyeti	30
2.2.1.3 Alıkonan (Dağıtılmayan) Karların Maliyeti	30
2.2.2 CAPM ile Özsermaye Maliyeti	31

2.2.2.1 Risksiz Faiz Haddi (Oranı)	32
2.2.2.2 Betalar	33
2.2.2.3 Risk Primi	39
2.2.3 Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Özsermaye Maliyeti Tahmini	43
2.2.4 Ayrıcalıklı (İmtiyazlı) Hisse Senetlerinin Maliyeti	44
2.2.5 Değiştirilebilir Tahvillerin Maliyeti	44
2.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	45
2.3.1 Marjinal Sermaye Maliyeti	46
2.3.2 Genel Değerlendirme	47

BÖLÜM 3

ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

3.1 Aktif Bazlı Yaklaşım	50
3.1.1 Defter Değeri	51
3.1.2 Net Aktif Değeri	54
3.1.3 Tasfiye Değeri	55
3.2 Gelir Bazlı Yaklaşım	56
3.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme	57
3.2.1.1 Kar payı (Temettü) İskontolama Modeli (Dividend Discount Model)	58
3.2.1.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımı Değerleme Modeli (Free Cash Flow to Equity)	64
3.2.1.3 Firmaya Serbest Nakit Akımları Modeli (Free Cash Flow to Firm)	70
3.2.1.3.1 Amortisman ve İtfa Giderleri	73
3.2.1.3.2 İşletme Sermayesi	75
3.2.1.3.3 Sermaye Harcamaları	79
3.3 Göreceli Değerleme (Relative Valuation)	81
3.3.1 Piyasa Çarpanları	82
3.3.1.1 Fiyat/Kazanç Oranı	82
3.3.1.2 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	84
3.3.1.3 Fiyat/ Nakit Akımı Oranı	85
3.3.1.4 Fiyat/Satış Oranı	85

3.3.1.5 Şirket Değeri/ Faiz, Vergi, ve Amortisman	
Öncesi Kar (ŞD/FVAÖK)	86
3.3.1.6 Tobin's q Oranı	86
3.3.2 Karşılaştırılabilir Şirketler	87
3.3.3 Çarpanları Etkileyen Değişkenler	90
3.3.4 Piyasa Çarpanları Üzerine Genel Değerlendirme	94
BÖLÜM 4	
ALTERNATİF ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	96
4.1 Artık Kar Modeli (Residual Income)	96
4.2 Ekonomik Katma Değer Modeli (Economic Value Added)	101
4.3 Ekonomik Kar Modeli (Economic Profit)	105
4.4 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli (Cash Flow Return on Investment)	108
BÖLÜM 5	
AMPİRİK ÇALIŞMA	112
5.1 Literatür Taraması	113
5.2 Data ve Metodoloji	117
5.2.1 Piyasa Değerleri	119
5.2.2 Defter Değerleri	119
5.2.3 Artık Kar	119
5.2.4 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	132
5.3 Panel Data Regresyonları	135
5.4 Ampirik Sonuçlar	136
SONUÇ	140
EKLER	145
KAYNAKÇA	277

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1	: Yüksek Piyasa Kapitalizasyonlu Sanayi Şirketleri İçin Spreadler	24
Tablo 2	: Düşük Piyasa Kapitalizasyonlu Şirketler Spreadler	25
Tablo 3	: Gelişmekte Olan Ülke Ratingleri ve Ek Faizleri	41
Tablo 4	: Çarpanlar ve Temel Belirleyici Değişkenleri	93
Tablo 5	: ABD ve Türkiye Risk Primleri, Risksiz Faiz Oranı ve Enflasyon Oranları	123
Tablo 6	: Hesaplanan Özsermaye Maliyetleri	123
Tablo 7	: RI Hesaplamaları	125
Tablo 8	: Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Artık Karlarının Panel Data Regresyon Sonuçları	137
Tablo 9	: Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Panel Data Regresyon Sonuçları	137
Tablo 10	: Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Defter Değerleri Panel Data Regresyon Sonuçları	138

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1	: Üç Aşamalı Temettü İskontolama Modelinde Beklenen Büyüme	62
Şekil 2	: Üç aşamalı Büyüme Evresindeki Sermaye Harcamaları ve Amortisman Giderleri	75
Şekil 3	: CFROI ve Brüt Nakit Akımları	109

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APT	: Arbitrage Pricing Theory (Arbitraj Fiyatlama Teorisi)
Ar-Ge	: Araştırma ve Geliştirme
BO	: Borç Oranı
BV	: Book Value (Defter Değeri)
CAPM	: Capital Asset Pricing Model (Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli)
CFROI	: Cash Flow Return on Investment (Yatırımın Nakit Akım Karlılığı)
DAX	: Deutscher Aktienindex (Almanya Borsa Endeksi)
DCF	: Discounted Cash Flow (İndirgenmiş Nakit Akımları)
DDM	: Dividend Discount Model (Temettü İskontolama Yöntemi)
DPS	: Dividend Per Share (Hisse Başı Temettü)
EBITDA	: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization (Faiz, Vergi, Amortisman ve İtfa Öncesi Kazanç)
EP	: Economic Profit (Ekonomik Kar)
EFK	: Esas Faaliyet Karı
EVA	: Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)
EPS	: Earnings per Share (Hisse Başı Kazanç-HBK)
FED	: Federal Reserve Bank (ABD Merkez Bankası)
FCFE	: Free Cash Flow to Equity (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları)
FCFF	: Free Cash Flow to Firm (Firmaya Serbest Nakit Akımları)
FVÖK	: Faiz, Vergi Öncesi Kazanç
FCF	: Free Cash Flow (Serbest Nakit Akımı)
F/K	: Fiyat/Kazanç
F/NA	: Fiyat/Nakit Akımı
FK/B	: Fiyat-Kazanç/Büyüme
FTSE	: Financial Times Stock Exchange (İngiltere Borsa Endeksi)
GAAP	: Generally Accepted Accounting Principles (Genel Kabul Gören Muhasebe İlkeleri)
IC	: Invested Capital (Yatırılan Sermaye)
İMKB100	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi
KPO	: Kar Payı Oranı
MV	: Market Value (Piyasa Değeri-PD)

MVA	: Market Value Added (Piyasa Katma Değeri)
NDNİS	: Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi
NKM	: Net Kar Marjı
NOPAT	: Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax)
NYSE	: New York Stock Exchange (ABD Borsa Endeksi)
PD/DD	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
RI	: Residual Income (Artık Kar)
ROA	: Return on Assets (Aktiflerin Getirisi)
ROC	: Return on Capital (Toplam Sermaye Getirisi)
ROE	: Return on Equity (Özsermaye Getirisi)
ROIC	: Return on Invested Capital (Yatırılan Sermayenin Getirisi)
ŞD/FVAÖK	: Şirket Değeri/ Faiz, Vergi, ve Amortisman Öncesi Kar
TSKB	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
WACC	: Weighted Average Cost of Capital (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

GİRİŞ

Son yıllarda dünyada ve Türkiye’de özellikle küreselleşme sürecinin hızlanmasıyla birlikte şirket birleşmeleri, satın almaları ve özelleştirmelerde ciddi bir artış yaşanmaktadır. Aynı zamanda şirketler küreselleşen bir piyasada rekabet edip büyümek zorundadır. Bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikiminin az olması şirketleri büyümek için kaynak arayışına iter. Şirketlerin kaynak yaratması için önemli araçlardan birini de halka arzlar oluşturmaktadır. Bundan dolayı, şirket değeri kavramı şirket birleşmeleri, satın almaları, özelleştirme ve halka arzlar ile birlikte gerek kurumlar, gerekse de gelişen sermaye piyasaları ile hisse senetlerine olan talebin artması sonucunda bireysel yatırımcılar için daha da önemli hale gelmiştir.

Bu doktora tezinin amaçlarından birincisi; hem finans piyasasında hem de akademik hayatta kullanılan teorik değerlendirme modellerinden Defter Değeri (Book value), İskonto Edilmiş Nakit Akımları-Özsermayeye Özgü Nakit Akımları (Free Cash Flow to Equity) ve Artık Kar’ın (Residual Income), İMKB’de özellikle imalat sektöründe işlem gören bazı şirketler için uygulanarak, bu modellerin şirketlerin piyasa değerlerini nasıl açıkladığına dair ampirik bir çalışma yapmaktır. Böylelikle, hangi modellerin şirketlerin piyasa değerlerini en iyi olarak tahmin ettiğine ve şirketlerin hissedarlarına değer yaratmak için piyasa değerlerini arttırmaları gerektiği sonucuna dayanarak, hangi modelin şirketlerin piyasa değerlerini en fazla etkilediğine dair sonuçlar elde etmektir. Şirket değerlemesi için olan bu panel data ampirik çalışması İMKB’deki şirketler için yapılmış bir çalışmadır. Uluslararası literatürde buna benzer çalışmalar yapılmış olduğundan, bu hususta elde edilen sonuçların karşılaştırılması da önem arz etmektedir. Tezin ikinci amacı ise, yatırım bankacılığın inceleme alanlarından olan ve hem sermaye piyasaları hem de kurumsal finansmanda akademisyenler ve sektör profesyonelleri tarafından uygulanan teorik değerlendirme modellerini genel olarak incelemek ve ilk paragrafta sayılan nedenlerden dolayı sermaye piyasaları ile borsa açısından önemli olan şirket değerlendirme konusunda teorik anlamda şirket değerinin doğru olarak belirlenmesine yardımcı olmaktır.

Tezin birinci bölümünde değerlemeyle ilgili bazı kavramsal açıklamalarda bulunulup değerlendirme, değerlemenin amaçları, değerlemeyi etkileyen faktörler ve değerlemenin kullanım alanları incelenmiştir. İkinci bölümde ise, Ağırlıklı Ortalama

Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital-WACC) konusu detaylı biçimde ele alınıp sermayeyi oluşturan her birimin maliyetlerinin nasıl hesaplanması gerektiği ile gelişmekte olan piyasalar için sermaye maliyetinin nasıl farklılaştığı anlatılmıştır. Şirket değerlendirme yöntemleri teorik olarak üçüncü bölümde, aktif bazlı yaklaşım, gelir bazlı yaklaşım (iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yaklaşım) ve piyasa bazlı yaklaşım (göreceli değerlendirme) olarak üç ana grup altında incelenmiştir. Dördüncü bölümde ise, son yıllarda daha da çok tartışılmaya başlanan ve daha çok uygulanan Artık Kar (Residual Income-RI), Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) , Ekonomik Kar (Economic Profit-EP) ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı'ndan (Cash Flow Return on Investment-CFROI) bahsedilmiştir. Ampirik çalışma ve bu çalışmanın sonuçları beşinci bölümde yer almıştır.

Tezin sonuç kısmında şirket değerlemesi ile ilgili kısa bir değerlendirme ile, yapılmış olan ampirik çalışmanın şirket değerlemesi, kurumlar ve bireysel yatırımcılara sağladığı yararlar anlatılmış ve bu ampirik çalışmanın gelişmekte olan piyasalar içinde yer alan İMKB üzerindeki sonuçlarına değinilmiştir.

BÖLÜM 1

DEĞERLEMeye GİRİŞ

Varlık değeri ölçmesi geçmişten günümüze kadar finans biliminde önemli ve uygulaması karmaşık konulardan biri olmuştur. Her varlığın gerek finansal gerek reel olsun, bir değeri vardır. Bu varlıklara yatırım yaparken gerçek değerlerinin ne olduğunu bilmenin yanı sıra bu değerlerin kaynaklarının da neler olduğunu bilmek önemlidir. Herhangi bir varlık için finansal veya reel değerlendirme yapılabilir fakat bazı varlıkların değerlendirilmesi diğerlerine göre daha zor ve karmaşık olabilmektedir.

Değerleme; herhangi bir varlığın değerinin tahmin edilmesi, belirlenmesi süreci ve varlığın değerinin parasal olarak ifade edilmesidir. Aynı zamanda değerlemenin muhakkak objektif sonuçlar verdiği anlayışı pek doğru değildir, çünkü değerlemeyi yapan analistler tarafından bazı önyargı, yanlılık ve taraflı davranışlar değerlendirme süreci içindeki yer bulabilir.¹ Bu taraflı davranış ve yanlılıkları minimum düzeye indirmek gerekir.

Değerleme geçmişe yönelik değil geleceğe yönelik olmalıdır. Ancak geçmiş bilgilere bakmanın nedeni gelecekle ilgili daha doğru ve gerçekçi varsayımlar yapmaktır. Değerlemelerde geleceğe yönelik birtakım varsayımlar yapılır. Bu varsayımlar ne kadar anlamlı, gerçekçi ve sağlam temellere dayandırılırsa değerlemenin doğruluğu da o kadar artar.

Bir varlığın değeri değişik alıcı ve satıcılar için farklı olabilir.² Bu değer piyasa koşullarında her zaman doğru algılanmayabilir. Belirli zamanlardaki ekonomi ve piyasalardaki genel dalgalanmalar bunun başlıca nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Bir diğer neden ise varlığın öngörülemez yarar ve zararlarıdır. Alıcı ve satıcıya özgü bazı özel nedenlerden ötürü de bir varlığın değeri piyasa koşullarından farklı olabilmektedir. Alıcı ve satıcılar değerlemeye farklı perspektiflerden baktıklarından; satıcı varlığı en yüksek fiyata satmak isterken alıcı da kendisi açısından en düşük fiyata almak ister. Sonuç olarak alıcı ve satıcının bulunduğu ortak noktada da fiyat belirlenir.

¹ Aswath Damodaran, **Damodaran on Valuation Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, 1.b., New York: John Wiley & Sons, 1994, s.8.

² Pablo Fernandez, “**Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuation**”, IESE Working Papers, No:449, 2007,s.2.

Değerleme yapılırken birçok yöntem kullanılabilir. Bu yöntemlere şirket değerlemesi açısından ilerideki bölümlerde detaylıca değinilmiştir. Ancak herhangi bir varlık değerlendirilmeden önce değerlemenin kimin için yapıldığı ve hangi amaç için yapıldığı şeklinde iki soruya cevap vermek gerekmektedir.³

Varlıkların gerçek değerinin belirlenmesi son derece önemlidir ve değerlendirme sürecindeki detaylar varlıkların türüne göre farklılık göstermektedir. Değerlemeye göre varlığın olması gereken değeri yani gerçek değeri piyasada oluşan fiyatla örtüşmeyebilir. Genel olarak söylemek gerekirse etkin olan piyasalarda değer ile fiyat çakışır. Bu konu fiyat değer ilişkisi kısmında incelenmiştir.* Ancak piyasada oluşan fiyatların değerlendirme sonucu bulunan gerçek değere nasıl ve ne kadar zamanda ulaşacağı konusunda tartışmalar devam etmektedir.

1.1 Değer - Fiyat Kavramları ve İlişkisi

Değer ve fiyat birbirinden farklı kavramlar olup karıştırılmamaları gerekir. Değer, bir varlığın özellikleri ve bu özelliklerin sahibine sağlayacağı yararlar sonucu oluşur. Değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır. Değerin subjektif ve objektif yönü bulunmaktadır. Subjektif değer kişilere, arzulara ve varlığın sahibine sağlayacağı yararlar sonucu değişir. Örneğin; tekel olmak için veya stratejik nedenlerden dolayı bir şirkete normalin üzerinde değer biçilmesi subjektif bir değerdir. Bundan dolayı bir şirketin değeri farklı satıcı ve alıcılar için farklı olabilir. Objektif değer ise mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir.⁴

Fiyat ise piyasa koşulları çerçevesinde oluşan, alıcı ve satıcı arasında kabul edilen bir miktardır.⁵ Her zaman varlığın değeri ile piyasa fiyatı aynı olmayabilir. Bu durumun başlıca nedenleri; piyasaların etkin ve tam rekabetçi olmaması, uygulanan bazı politikalar, özel nedenlerden dolayı varlığa değerinden fazla fiyat biçilmesi ve ekonomik koşullardaki belirsizlik ve dalgalanmalardır.⁶

³ Thomas L. West, Jeffrey D. Jones, **Handbook of Business Valuation**, 2.b., New York: John Wiley & Sons, 1999, s.3.

* Bkz. 1.1 Değer-Fiyat Kavramları ve İlişkisi.

⁴ Kuddisi Yazıcı, **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, DPT Yayını, YPKDGM, Ankara, 1997, s.4.

⁵ Fernandez, a.g.m., s.2.

⁶ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, 1.b., İstanbul :Avcıol Basım Yayın, 2005, s.7.

Etkin piyasa koşullarında oluşan finansal varlıkların piyasa fiyatlarının gerçek değere yakınlaşacağı düşünülürken, etkin olmayan piyasa koşullarında oluşan fiyatlar gerçek değerden uzaklaşır. Dolayısıyla piyasa değeri ve gerçek değer arasındaki sapmalar, etkin piyasa koşullarından uzaklaşmaların gerçekleşmesi ile olur.* Piyasa fiyatının gerçek değeri yansıttığı etkin piyasalarda, değerlendirme süreci gerçek değer piyasa fiyatı olduğunu kanıtlamaya yarar. Etkin olmayan piyasalarda ise gerçek değer bulunması, piyasa fiyatı ile mukayese yapılmasını sağlar. Doğru ve iyi bir değerlendirme yaparak düşük veya yüksek değerlendirilmiş hisse senetlerinin bulunup, bunlara göre yatırım yapılması ile yüksek kazançlar elde edilmesi sırasında piyasa kendini düzeltecektir. Bir diğer deyişle zaman içerisinde piyasa etkin olmaya başlayacaktır.⁷

Etkin bir piyasada piyasa fiyatı gerçek değer yansız ve tarafsız bir ölçümüdür. Bu ifadede örtülü olarak belirtilen bazı anahtar kavramlar vardır. Şöyle ki; popüler görüşlerin aksine, piyasa etkinliği piyasa fiyatının gerçek değere zaman içerisindeki her anda eşit olacağını anlamına gelmez. Bununla birlikte etkin bir piyasada, piyasa fiyatında oluşabilecek hatalar yansız ve tarafsız olur. Bu sapmalar rastlantısal (random) olduğu sürece piyasa fiyatları gerçek değerden yüksek veya düşük olabilir. Gerçek değerden sapmaların rastlantısal olması, herhangi bir zaman anında hisse senedi fiyatlarının düşük veya yüksek değerlendirilmesinin eşit olasılıkta olduğunu ve bu sapmaların görünür, fark edilir bir değişkenle ilişkili olmadığını gösterir. Bu durumda yatırımcılar, yatırım stratejilerini kullanarak tutarlı ve sürekli bir şekilde yüksek veya düşük değerlendirilmiş hisse senetleri bulamazlar.⁸

* Etkin piyasalar hipotezine göre; etkin olan bir piyasada, hisse senedi fiyatları, hisse senedi ile ilgili bütün bilgileri doğru bir şekilde yansıtırlar, piyasa fiyatları mevcut bütün bilgi ve verileri içerir. Yani bahse konu olan hisse senedi ile ilgili olan tüm bilgiler fiyatlara hızlı ve doğru biçimde yansır. Eugene F. Fama (1970) piyasaların 3 şekilde etkin olabileceğini savunmuştur. Zayıf formda etkinlikte, şu anki fiyatlar sadece geçmiş fiyat bilgilerini yansıtır. Yarı güçlü formda etkinlikte, cari fiyatlar geçmiş fiyat bilgilerini ve kamuya açık olan tüm bilgileri (mali tablolar, makroekonomik değişkenler...) yansıtır. Güçlü forma etkinlikte ise cari fiyatlar, sadece kamuya açıklanan bütün bilgileri değil; mevcut olan tüm bilgileri, özellikle şirketle ilgili özel bilgileri de yansıtır. Güçlü formda etkin olan bir piyasada hiçbir yatırımcı şirketin içsel bilgilerinden faydalananak aşırı kazanç sağlayamaz ve düşük değerlendirilmiş hisse senetleriyle karşılaşamaz, çünkü piyasa fiyatı gerçek değer ta kendisidir.

⁷ Aswath Damodaran, **Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, 2.b., New York: John Wiley & Sons, 2002, s.112.

⁸ Damodaran (2002), a.g.e., ss.113-114.

Etkin piyasalarda hiçbir yatırımcı grubu yatırım stratejileri kullanarak piyasaya göre aşırı kazanç elde edemezler. Etkin olan piyasaların neyi ifade ettiği açıkça bellidir. Şöyle ki;

-Hisse senedi fiyatları gerçek değerden sapamaz. Aslında gerçek değerden büyük sapmalar bile olabilir fakat tek gereklilik bu sapmaların rastlantısal (tesadüfi) olmasıdır.

-Herhangi bir zaman diliminde hiçbir yatırımcı piyasadan fazla, aşırı kazanç elde edemez. Aksine, olasılık kanununa göre, yatırımcıların yaklaşık yarısı işlem maliyetlerinden önce piyasayı herhangi bir zaman diliminde yenebilir. Fakat bunun nedeni yatırım stratejileri değil şanslı oldukları içindir. Tabi ki bunu sürekli olarak aynı yatırım stratejisini kullanarak sağlayamazlar.

Finansal varlıkların piyasa fiyatı ile belirli yöntemlere göre bulunan gerçek değeri (olması gereken teorik değer) arasındaki ilişki oldukça önemlidir. Finansal bir varlığın piyasa değeri gerçek değerinin üzerinde ise, bu varlığın pahalı olduğu anlamına gelirken, varlığın piyasa değeri gerçek değerden düşük ise, varlığın ucuz olduğu söylenir.

Finans biliminde, genel kabul görmüş teoriye göre herhangi bir finansal varlığın fiyatı o varlığın gelecekte sağlaması beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri, yani indirgenmiş değeridir. Buna göre finansal bir varlığın değerini belirlemek için üç temel bilgiye ihtiyaç vardır. Birincisi; gelecekteki nakit akımlarının elde edileceği süre, yani dönem sayısıdır. İkincisi beklenen nakit akımlarının tutarları, üçüncüsü ise nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılan risk primini de içeren indirgenme oranı yani iskonto faktörüdür.* Örneğin hazine bonoları ve devlet tahvillerin bir vadesi vardır. Bunlarda vadeye kalan gün sayısı bellidir. Hazine bonolarında beklenen nakit akımı vade sonunda ödenecek nominal değerdir. Devlet tahvillerinde gelecekteki gerçekleşecek nakit akımları ise kupon ödemeleri ile vade sonunda ödenecek olan tahvilin anaparası, yani par değeridir. Hazine bonosu ile devlet tahvili değerlemelerinde, vade ve nakit akımları kesin olarak bilindiğinden ve bu tür menkul kıymetler devlet güvencesinde olduğundan dolayı herhangi bir kredi riski primi içermezler. İskonto faktörü olarak risksiz faiz hadleri alınabilir. Bu tür menkul kıymetlerin değerlendirilmesinde herhangi bir belirsizlik olmadığından değerlendirme sonucu kesindir.* Fakat hisse senetlerini değerlendirirken beklenen nakit akımları; temettü (kar payı) ödemeleri ve hisse senedi ileride satıldığında elde edilen fiyattır.* Hisse senetlerinde nakit girişleri olarak temettü ödemelerini ve senedin kaça satılacağını doğru tahmin etmek çok zor, neredeyse imkansızdır. Bunlar belirsizlik içerdiğinden risk primi de yüksek olur dolayısıyla hisse senedine yatırım yapan yatırımcı sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcıya göre daha yüksek bir getiri talep eder. Bu yüzden hisse senetleri değerlendirilirken kullanılan iskonto faktörü sabit getirili menkul kıymetlere göre daha yüksek olmalıdır.*

* İskonto faktörü; risksiz faiz haddi ile risk priminin toplamı olarak tanımlanmaktadır.

* Şirket tahvili ve finansman bonolarında, kupon ve anapara ödemeleri belirli bir risk içerir. Bu risk şirketlerin durumuna göre değişebilir. Bununla birlikte kupon ve anapara ödemeleri sözleşmeye bağlı olan şirket tahvillerinin riski bu özelliği taşımayan hisse senetlerine göre çok daha düşüktür.

* Hisse senedinin sonsuza kadar elde tutulacağı varsayılırsa hisse senedinin fiyatı gelecekte ödenecek temettülerin (kar paylarının) bugünkü değeridir.

* İmtiyazlı hisse senetlerinde ödenecek kar payları sözleşmeye bağlanmış belirli bir miktar olabilir.

1.2 Değerleme Konusundaki Bazı Yanlış Algılamalar

Değerleme ile ilgili bazı yanlış algılamalar vardır. Aşağıda bunlar tartışılmıştır.⁹

1. Değerleme modelleri kantitatif olduğundan değerlendirme objektiftir.

Değerlemede kullanılan modeller kantitatif olabilir fakat modellerde kullanılan veriler ve yapılan bazı varsayımlar subjektif tahminler içerir. Değerlemeye başlamadan önceki en önemli nokta, bazı önyargılar ve taraflı davranışlardan arınmaktır. Fakat bunu yapmak söylemesi kadar kolay değildir. Değerleme yapılırken bu önyargıları azaltmanın iki yolu bulunmaktadır. Birincisi, değerlendirme tamamlanmadan önce şirket ile ilgili güçlü pozisyonlar almaktan kaçınılmalıdır. İkincisi, değerlemeyi yapan kişi ya da kurumun değerlendirme yapılan şirkette ortaklığı olmamalıdır.

2. İyi araştırılan ve iyi yapılan bir değerlendirme zamanla sınırlı değildir.

Değerlemenin sonucu, değerlendirilen şirkete özgü bilgilerden etkilendiği gibi aynı zamanda piyasaya özgü bilgilerden de etkilenmektedir. Sonuç olarak yeni bilgiler geldiği sürece değerlendirme değişecektir. Finansal piyasalara gelen yeni bilgiler doğrultusunda, ki bu bilgiler şirkete özgü, şirketin bulunduğu sektöre özgü veya piyasanın geneline ilişkin olabilir, değerlendirme işlemi gözden geçirilmeli ve bu bilgileri yansıtacak şekilde güncellenmelidir.

Son olarak ekonominin genel durumu ve faiz oranları yapılan bütün değerlendirme sonuçlarını etkiler. Analistler değerlendirme sonuçlarında değişiklikler yapınca hiç şüphesiz ki onlardan bunu savunup kanıtlamaları istenecektir. Dolayısıyla değerlendirme ne kadar iyi araştırılmış ve düzgün yapılmış olursa olsun zamanla sınırlıdır ve gelen yeni bilgilere göre gözden geçirilip güncellenmelidir.

3. Yapılan iyi bir değerlendirme kesin bir değer tahmini sağlar.

Çok dikkatli ve detaylı yapılan bir değerlendirme sonucunda bile sonuç rakamlarıyla ilgili belirsizlik olacaktır. Çünkü şirketin geleceği ve ekonomiyle ilgili bazı varsayımlar

⁹ Damodaran (2002), a.g.e., ss.2-6.

yapılmıştır. Nakit akımları ve iskonto oranları tahminlere dayalı olarak yapıldığından değerlemenin sonunda kesin bir sonuç beklemek doğru olmaz. Bu durum aynı zamanda değerlemeyi yapan analistin yapabileceği hatalar için kendisine makul bir marj bırakıp ona göre tavsiyelerde bulunmasını da gerektirir.

4. Değerleme modeli ne kadar kantitatif olursa yapılan değerleme o kadar iyidir.

Bir değerleme modelinin eksiksiz ve fazla veri içermesi iyi değerlendirme sonuçları getirebilir fakat bu her zaman geçerli değildir. Kantitatif modeller değerlemenin etkinliğini arttırmakla beraber bu modeller daha çok veri gerektirdiğinden hata yapma olasılığı artmaktadır. Değerlemede üç önemli husus vardır. Birincisi gerektiğinden fazla verinin kullanılmaması, ikincisi fazla detaylı veri kullanılırken bu verileri sağlamadaki hata payı ve tahminlerdeki sapmaların artmasıdır. Üçüncüsü ise değerlemeyi modeller değil kişiler yaptığından subjektif yorumların değerleme sürecini etkileyebilmesidir.

5. Değerlemelerde kazanç sağlamak için piyasaların etkin olmadığı varsayılır.

Değerleme sürecindeki örtük varsayım piyasa fiyatlarının hatalı olabileceği ve bu hataların saptanmasıdır. Etkin olmayan piyasalarda piyasa değeri ile gerçek değer arasında farklar oluşur. Eğer bu farklar bulunabilirse kazanç elde edilebilir. Piyasanın etkin olduğuna inanılıyorsa piyasa fiyatının gerçek değer olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla piyasanın etkin olmadığına inananlar değerleme üzerine yoğunlaşırlar. Fakat piyasanın etkin olduğuna inananlar için de değerleme katkıda bulunur. Bu durumda değerleme, özellikle fiyatların zaman içinde nasıl değiştiğinin anlaşılmasını ve piyasa fiyatının gerçek değer olduğunun kanıtlanmasını sağlar.

6. Değerlemenin sonucu önemlidir değerleme sürecinin önemi yoktur.

Değerlemenin sonucuna göre sadece şirketin yüksek veya düşük değerlendirilmesine odaklanmak, değerleme sürecinden elde edilen bazı bilgilerden yoksun kalma riskini de beraberinde getirir. Değerleme süreci bize değer belirlenmesi hakkında bazı bilgiler sunar ve şirketin marka değeri nedir?, yatırım projelerin getirilerini yükseltmek ne kadar önemlidir?, kar marjlarının değer üzerindeki etkisi

nedir?, yüksek büyüme için ödenmesi gereken uygun fiyat nedir? gibi bazı temel sorulara cevap vermemize yardımcı olur.. Değerleme sürecinin bu kadar bilgilendirici olmasından dolayı, piyasanın etkin olduğuna inananlar bile değerleme modellerinden yararlanabilirler. Sonuç olarak değerleme süreci oldukça önemlidir.

1.3 Başlıca Değer Kavramları

Değerleme konusundaki varlık değerine ilişkin başlıca kavramlar kısaca açıklanmıştır.

Nominal Değer (Par Value):

Bir varlığın kağıt üzerindeki değeri olup genelde hisse senetleri, bono ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan itibari değeridir.İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin nominal değeri genelde 1 YTL’dir.

Defter Değeri (Book Value):

Bir varlığın defter değeri bilançoda görülen kayıtlı değerdir. Yani bilançoda görülen değerden birikmiş amortisman çıkarılınca o varlığın net defter değeri bulunur. Bir şirketin defter değeri ise, şirketin toplam varlıklarından toplam borçlarının düşülmesiyle bulunan özsermaye (özkaynak, özvarlık) değeridir.Özsermayenin çıkarılmış toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse başına defter değeri bulunur. Kimilerine göre defter değeri muhasebe değeri veya özsermaye değeri olarak da ifade edilmektedir.

İhraç (Emisyon) Değeri (Issue Value):

Hisse senetlerinin şirket tarafından satışa sunuş (çıkartım) değeri emisyon değeridir. Hisse senetlerinin ihraç fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark emisyon primi olarak adlandırılır.

Aktif Değer (Asset Value):

Bir şirketin varlıklarının (aktiflerinin) toplam değerini ifade eder. Hisse başına aktif değer toplam aktiflerin toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur.

Piyasa Değeri (Market Value):

Bir varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre oluşmuş değeridir. Söz konusu varlık herhangi bir borsaya kote olmuşsa ve piyasada işlem görüyorsa piyasa değerine borsa değeri de denir. Halka açık bir şirketin piyasa kapitalizasyon değeri ise bir hisse senedinin piyasa fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımından oluşur.

Gerçek Değer (Intrinsic Value):

Bir varlığa ait piyasadaki bilgileri kullanarak ve belirli bir değerlendirme modeli kullanılarak hesaplanan değere gerçek değer veya olması gereken değer denir. Şirketin gelir yaratma potansiyeli ve yatırımcıların bekledikleri kazanç gerçek değer belirlenmesinde önem taşır. İlgili şirketin geçmişteki performansına bakarak geleceğe ait yaratması beklenen nakit akımları gerçek değer belirlenmesi için önemlidir. Etkin piyasa koşullarında gerçek değer ile piyasa değerinin örtüşmesi beklenir.

Net Aktif Değeri (Net Asset Value):

Bir şirketin net aktif değeri toplam aktif (varlık) değerinden toplam borç değerinin çıkarılmasıyla elde edilir. Aktiflerin ve borçların değeri olarak sektöre ve bazı şartlara göre defter değerleri veya cari piyasa değerleri alınabilir. Net aktif değeri hesaplanırken defter değerleri kullanılırsa bulunan değer şirketin defter değeri ile aynı olur. Eğer cari piyasa değerleri kullanılırsa buna aynı zamanda düzeltilmiş defter değeri de denir.¹⁰ Net aktif değeri varlık değerleri yüksek olan sektörlerde sağlıklı sonuçlar verir.

¹⁰ Fernandez, a.g.m., s.4.

Tasfiye Değeri (Liquidation Value):

Tasfiye değeri şirket tasfiye edildiğindeki (elden çıkarıldığında) değeridir. Yani toplam varlıklarının belirli bir süre içerisindeki zorunlu satışından sağlanacak değerden şirketin tüm borçları ödendikten ve tasfiye giderleri (işçilere fazladan yapılan ödemeler, vergi giderleri gibi) düşüldükten sonraki değeridir.¹¹ Ayrıca bir şirketin varlıklarını nakde çevirmek için acele ederek tasfiye işlemlerini hızlandırması onun makul indirgenme oranından daha yüksek bir indirgenme oranını kabul etmesini zorunlu kılabilir. Bu yüzden tasfiye değeri bir şirketin olabilecek minimum değeridir. Hisse başına tasfiye değeri ise, tasfiye değerinin toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse senedinin piyasa değeri ile ilgili alt sınırını hisse başına tasfiye değeri oluşturur.

İşleyen Teşebbüs Değeri (Going Concern Value):

İşleyen teşebbüs değeri, bir şirketin faaliyetlerini sürdürürken satılması durumunda bulunacak değerdir. Bu değer, bir şirketin maddi varlıkları ve patent değeri, marka değeri, şerefiye değeri ve müşteri listeleri gibi maddi olmayan varlıklarını da kapsar.¹² İşleyen teşebbüs değeri hesaplanırken tüm varlıkların cari piyasa değerinden toplam borçlar düşülür. Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer söz konusu iken işleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların yani maddi ve maddi olmayan varlıklarının cari piyasa değeri temel alınır.

1.4 Değerlemenin Kullanım Alanları

Şirket değerlemesi; şirket birleşme-devralmaları (satın alma), özelleştirme, halka arz, kurumsal finans ve portföy yönetimi gibi alanlarda kullanılır. Aşağıda bu kullanım alanlarıyla ilgili kısa açıklamalara yer verilmiştir.

¹¹ Fernandez, a.g.m., s.5.

¹² Merle F. Dimbath, “The Theory and Practical Determination of Going Concern Value”, Journal of Forensic Economics, Vol.7, No:2 (1994), ss. 171-178.

Portföy Yönetiminde Değerleme:

Portföy yönetimindeki değerlemenin rolü yatırımcı felsefesiyle ilgilidir. Pasif yatırımcılar için değerleme minimum işlevdeyken aktif yatırımcılar için değerlemenin rolü büyüktür. Aktif yatırımcılar içinden de sık sık alım satım yapan yatırımcılar değerlemeyi fazla kullanmazken uzun vadeli yatırım yapanlar için şirket değerlemesi oldukça önemlidir. Temel analizciler için değerleme ana işlev iken teknik analizciler değerlemeyi destek ve direnç noktalarını belirlemek için kullanırlar. Bu nedenle teknik analizciler için değerleme ikincil bir öneme sahiptir.¹³ Özellikle portföy ve fon yöneticileri fonlarına aldıkları şirketlerin gerçek değerini bilmek istediklerinden, bu kişiler için değerleme ana konulardan birini teşkil eder.

Birleşme ve Devralmalarda (Satın Alma) Değerleme:

İki ya da daha fazla şirket sadece ekonomik açıdan değil aynı zamanda yasal açıdan da birleşirse buna füzyon denir. Uygulamada füzyon, birleşme ve devralma (satınalma) olmak üzere iki şekilde gerçekleşir. Birleşme iki ya da daha fazla şirketin bir araya gelmeleri ve tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir şirket oluşturmaları anlamına gelir.Devralma ise bir şirketin diğer bir şirketi varlık ve borçlarıyla birlikte satın almasıdır.¹⁴ Son yıllarda küreselleşmenin etkilerinin daha fazla hissedilmesinden dolayı birleşme ve devralmalarda önemli bir artış gözlenmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler ve özellikle Türkiye’deki şirketlere yabancı şirketlerin ilgisi son yıllarda artmış ve birçok satın alma ve birleşme gerçekleşmiştir.*

¹³ Damodaran (2002), a.g.e.,s.6.

¹⁴ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**,8.b., İstanbul:Türkmen Yayınevi, 2005, s.486.

* Şirket birleşme ve satın almaları 1990’lardan 2000 yıllarına kadar tüm dünyada liberalleşme rüzgarlarını arkasına alarak hızlı bir şekilde artmış ve 2000 yılında toplam değer 3.5 trilyon dolar olmuştur. 2002 yılına gelindiğinde ise 2000 yılına göre %70 azalarak 1.1 trilyon dolar seviyesine inmiştir. 2006 yıllarında şirket evlilikleri 4 trilyon doları geçerek rekor kırmıştır. 2007 yılında ise toplam değer 4.83 trilyon dolar olmuştur. Bkz. Hayri Kozanoğlu, Nurullah Gür, Barış Alp Özden, **“Neoliberalizmin Gerçek 100’ü”**,1.b., İstanbul: İletişim Yayınları, 2008, s.109.

Türkiye’de ise 2004 yıllarına kadar birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri düşüktür. 2003 yılında toplam tutar 1.3 milyar dolar iken 2004 yılında ise 3.9 milyar dolardır. 2005 yılında, dünyada likidite bolluğu yaşanması ve Türkiye’nin ekonomik ve siyasi istikrarının artmasıyla birlikte toplam tutar 40.7 milyar dolar ile rekor kırmıştır. 2006 ve 2007 yıllarında ise şirket birleşme ve satın almalarının değeri sırasıyla 18.3 ve 25.5 milyar dolar olmuştur. Bkz. PriceWaterhouse Coopers, **“Birleşme ve Satın Alma İşlemleri:Şirket Değerlemeleri Raporu”**,Türkiye V. Çözüm Ortaklığı Platformu, 2007.

Şirket birleşmeleri ve devralmalarda (satın alma) değerlendirme en önemli konudur. Satın alınacak şirketin gerçek değerinin ne olduğunun bilinmesi zaruridir. Bu, satılacak şirket açısından da karar aşamasındaki en önemli faktörü oluşturduğundan hayati önem taşır.

Özelleştirmelerde Değerleme:

Özelleştirme, ya kamu mülkiyetindeki varlıkların özel sektöre satışı ya da “özel sektör kamu sektörü” ortaklığı adı altında özel sektörün kamuya mal ve hizmet temin etmesi şeklinde gerçekleşir.¹⁵ 1980’li yıllarla birlikte verimlilik ve etkinlikten yoksun olduğu düşünülen kamu kuruluşlarının daha verimli ve etkin çalışabilmeleri için özel sektöre devri gündeme gelmiştir. Dünyada ilk özelleştirmeler 1980 sonrası ABD’de Reagan’ın ve İngiltere’de Thatcher’ın özelleştirme politikaları ile başlamıştır ve küreselleşmenin etkileriyle birlikte özellikle 1990 yıllarından sonra hız kazanmıştır. Böylece özelleştirme uygulamaları bütün dünyada önemli bir konu olmuştur. Özelleştirmelerin verimliliği arttıracığı, kamu açıklarını azaltacağı, rekabeti arttırarak daha iyi bir ekonomik yapı oluşturacağı düşüncesi genel kabul gördüğünden¹⁶ ve son yıllarda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere dünyada özelleştirmelerin arttığı gözlemlenmektedir.*

Özelleştirme işlemlerinde en öncelikli konu özelleştirilecek kurumun değerinin doğru olarak tespit edilmesidir. Kamu kuruluşlarının gerçek değeriyle özel sektöre devredilip devredilmediği tartışmalarının temelinde, kamu kuruluşlarının ekonomik değerlerinin düşük olarak belirlenerek, değerlerinin altında özelleştirildikleri iddiaları yer almaktadır. Bu yüzden değerlendirme konusu özelleştirme uygulamaları açısından da çok önemli bir yer tutmaktadır.

¹⁵ Kozanoğlu, Gür, Özden, a.ge., s.67.

¹⁶ Yazıcı, a.g.e.,s 10.

* Türkiye’de 1986-2004 yılları arasında toplam özelleştirme tutarı 9.465 milyon dolar olmuştur. Bu yıllarda fazla özelleştirme geliri elde edilmezken özellikle 2005 yılından itibaren daha yüksek gelirler elde edilmiştir. 2005 yılındaki toplam özelleştirme tutarı 8.222 milyon dolar iken 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 8.096 ve 4.233 milyon dolar özelleştirme geliri elde edilmiştir. Bkz. Orkun Özbek, “**Türkiye’de Özelleştirme: Ekonomik ve Sosyal Etkileri**”,Ar-Ge Bülten, İzmir Ticaret Odası, Aralık 2007, s.6.

Halka Arzda Değerleme:

Halka arz hem şirketler için hem de yatırımcılar için çok önemlidir. Gerek özel sektörde gerekse de kamu sektöründe şirketlerin halka açılması ekonomi için önemli katkılar sağlamaktadır. Şirketler fon ihtiyaçlarını karşılamak, bazı vergi avantajlarından faydalanmak ve kamuoyunda tanınmak için halka açılmayı tercih ederler.¹⁷ Yatırımcılar, (tasarruf sahipleri) şirketlerin halka arz yöntemiyle hisse senedi çıkarmasıyla şirketlere ortak edilmektedir. Yatırımcılar hisseleri mümkün olan en düşük fiyattan almayı arzularken şirket sahipleri hisselerini en yüksek fiyattan satmaya çalışırlar. Bu yüzden değerlemenin doğru yapılması önemlidir ve başarılı bir halka arz uygulamasının şartlarından da birini teşkil eder. Yüksek fiyatlama yatırımcılarının getirilerini azaltırken, düşük fiyatlama şirketin gerçek değerinin sapmasına ve finansman ihtiyacının tam olarak karşılanmamasına sebep olur. Son yıllarda, İMKB’de halka arzların artmasıyla birlikte şirket değerlemesinin önemi de artmıştır.*

Kurumsal Finansa Değerleme:

Kurumsal finansa amaç bir şirketin değerini maksimum yapmak ise yani her bir hisse fiyatını maksimum kılmak¹⁸ ise; finansal kararlar, kurumsal strateji ve şirket değeri arasındaki ilişki tanımlanmalıdır. Bir şirketin değeri aldığı kararlarla doğrudan ilişkilidir. Hangi projelere girip bunları nasıl finanse edeceği ve nasıl bir temettü politikası uygulayacağı önemlidir. Kurumsal finansa, bu önemli kararlar arasındaki ilişkileri anlamak ve kurumsal finansman konularını teoride ve pratikte değerlendirme yaklaşımı ile birlikte ele almak, şirket değerini artırıcı kararlar alınmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla kurumsal finans ve değerlendirme arasında da yakın bir ilişki mevcuttur.

¹⁷ Metin K.Ercan, Başaran M. Öztürk, İlhan Küçükkaplan, Savaş E. Başcı, Kartal Demirgüneş, **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, 1.b., İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2006, s.11.

* 2004 yılında, 12 şirket 482 milyon dolarlık halka arz yapmıştır. 2005 yılında, 11 yeni şirketin halka arz değeri 1.8 milyar dolardır. 2006 yılında ise, 19 yeni şirketin yaklaşık olarak 1 milyar dolarlık halka arz tutarını, 2007 yılında 2 borsa yatırım fonu ve 9 şirketin yaklaşık olarak 3.6 milyar dolarlık halka arzı izlemiştir. Bkz. TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Yıllık Raporları.

¹⁸ Damodaran (2002), a.g.e., s.9.

Kurumsal finans teorilerinden birçoğu buna dayandırılmıştır.

1.5 Şirket Değerlemesi

Şirket değerlemesi finans biliminde en önemli ve uygulaması en zor konulardan biridir. Şirket değerinin belirlenmesi ve bu değer yönetimi oldukça önemlidir. Dünyada ve Türkiye’de son yıllarda şirket birleşmeleri, satın almalar, halka arz ve özelleştirmelerin arttığı gözlenmekte ve bundan dolayı sermaye piyasaları ve borsa açısından şirket değerlendirme hususu kurumsal finansmanın yatırım bankacılığı alanında sıkça kullanılmaktadır.

Şirket değeri ve iskonto faktörü olarak kullanılan sermaye maliyeti arasında yakın bir ilişki vardır. Şirket değeri, yatırılan sermayenin getirisinin sermaye maliyetinden yüksek olması durumunda yaratılır. Temelde, şirket değerinin artması için sermaye maliyetinin düşürülmesi kaçınılmazdır. Şirket değeri ve iskonto oranı arasındaki ilişki ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması ikinci bölümde anlatılmıştır. Şirket değerlendirme yöntemleri ise üçüncü bölümde tartışılmıştır.

Şirket değerlemesinin amacı şirketin uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir.¹⁹ Alıcı bakış açısıyla, amaç şirkete ödenebilecek en yüksek değeri belirlemektir. Satıcı taraf da kabul edebileceği minimum değeri belirlemeye çalışır. Müzakerelerde genellikle bu iki değer arasında bir fiyatta anlaşılır. Bir şirketin ölçek ekonomisi, kapsam ekonomisi, sektör ve şirketle ilgili farklı algılamalardan dolayı farklı alıcılar için değişik değerleri olabilir.²⁰ Yatırımcılar yatırımlarını şirketin geçmiş dönemde gösterdiği performansa göre değil gelecek dönemde göstereceği performansa göre yaparlar. Modern finans teorisinde genel kabul görmüş teoriye göre şirketin gerçek değeri, gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının indirgenmiş bugünkü değeridir. Dolayısıyla temelde şirket değeri, şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarına ve bunların elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır.

Yatırımcıların yani hissedarların yatırım yapmasındaki en önemli olgu bekladıkları kazançtır. Buna bağlı olarak bir şirketin finansal amaçları; parasal amaçlar ve parasal olmayan amaçlar olarak ikiye ayrılabilir. Parasal olmayan amaçlar şirketin kredi değerliliğinin artırılması, şirketin çıkar grupları ve bankalarla ilişkilerin

¹⁹ Cornell Bradford, **Corporate Valuation**, 1.b., New York: Irwin Professional Publishing, 1993, s. 7.

²⁰ Fernandez, a.g.m., s.3.

iyileştirilmesi olabilir.²¹ Şüphesiz ki bir şirketin büyümesi ve sürekliliği de şirket amaçlarındandır. Parasal amaçların başında ise gelire, nakit akımına, likiditeye, varlığa, karlılığa yönelik amaçlar gelir. Ancak bir şirketin temel amacı hangisidir? Bu konuyla ilgili kar maksimizasyonu ve hissedarların servetinin maksimum kılınması ile ilgili geçmişte tartışmalar olmuştur. Kar maksimizasyonu ilk bakışta mantıklı görülebilir. Zaten hissedarlar da karlı firmayı karsız firmaya tercih ederler. Ancak kurumsal finasta temel amaç olarak kar maksimizasyonu tam olarak bir şey ifade etmeyebilir. Bununla ilgili nedenler şöyle sıralanabilir.²²

- Kar maksimizasyonu ucu açık bir ifadedir. Hangi yılın karı? Kısa vadeli kar mı yoksa uzun vadeli kar mı maksimize edilmelidir?

- Bir şirket gelecek yıllardaki karını, kar payı dağıtımını keserek ve nakite yatırım yaparak arttırabilir. Bu da hissedarlar açısından istenen bir durum değildir.

- Farklı şekilde karlar hesaplanabilir. Kar subjektif bir kavramdır.

Bunlardan dolayı şirketin esas amacı kar maksimizasyonu değil, hissedarların servetlerinin maksimizasyonu olmalıdır. Bu da şirketin bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmaktır. Yani şirketin piyasa değerinin maksimum kılınması veya her bir hissenin piyasa değerinin maksimum kılınmasıdır. Şirketin pazar değerinin maksimum kılınması net şimdiki değeri pozitif olan projelere yatırım yapılmasıyla olur. Finansal yönetici kararlar alırken şirketin piyasa değerinin maksimum kılınması temel amacını göz önünde bulundurmalıdır. Bunu amaçlayan finansal yönetici aynı zamanda, karlılık, likidite ve güvence hedefleri arasındaki dengeye de özen göstermelidir.²³

Yukarıda anlatıldığı üzere modern finans teorisinde şirketin birinci amacı kar maksimizasyonundan, hisse senetlerinin piyasa değerini yani şirket değerini maksimize etmeye dönüşmüş durumdadır. Özetle, günümüzde daha çok kar eden ya da daha çok satış yapan işletmeler değil şirket değerini en yükseğe çıkaranlar başarılı sayılacaktır. Bu da bir şirketin temel amacı açısından şirket değerlemesinin önemini ortaya koymaktadır.

Hissedar serveti (değeri) maksimizasyonu uzun vadede tüm çıkar grupları için en iyi stratejidir.²⁴ Şirket yöneticilerinin hissedar değeri gerekliliğine inanması gerekir ve

²¹ Berk, a.g.e., s.9.

²² Richard A. Brealey, Steward C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, 6.b., Boston:Irwin McGraw-Hill, 2000, s.22.

²³ Berk, a.g.e., s.8.

²⁴ Ercan ve diğerleri, a.g.e.,s.13.

şirket ile ilgili finansman kararlarında hisse değerinin maksimizasyonu ilkesi hedef alınmalıdır.*

1.5.1 Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

Şirket değerinin zamana, analiste göre değişmesinin yanı sıra değerlendirme amaçları ile şirket özelliklerinin birbirinden farklı olması da şirket değerini etkilemektedir. Şirket değerini etkileyen başlıca faktörlerden bazıları şunlardır,²⁵:

- Genel ekonominin durumu
- Şirketin içinde bulunduğu sektörün durumu, büyüklüğü ve büyüme hızı
- Şirketin sermaye yapısı, varlık yapısı ve likidite durumu
- Şirketin geçmişte elde ettiği karlardan yola çıkarak gelecekte yaratacağı kar potansiyeli
- Şirketin temettü politikası, temettü dağıtabilme kapasitesi
- Gelecekte yapılması planlanan yatırımlar ve bu yatırımların ekonomik ömrü ve bu yatırımlardan sağlanması beklenen nakit akımları
- Şirketin kullandığı teknoloji, makine ve tesisatın durumu ve araştırma geliştirme faaliyetleri
- Şirketin şerefıyesi ve diğer hakları
- Şirketin ürün ve hizmetlerinin pazarlanma gücü

Yukarıda sayılan faktörler şirketin nakit akımları ile bunların taratılma zamanı sermaye maliyetini, risk derecesini etkileyerek şirket değerini belirler.

1.5.2 Şirket Değerlemesi Yapılmasının Nedenleri

Şirket değerlemesinin kullanım alanları olan portföy yönetimi, birleşme, satın alma, özelleştirme, halka arz, kurumsal finansmanı bir önceki bölümde anlatıldı. Şirket değerlemesinin belirlenmesi toplumun belirli bir kısmını ilgilendirebileceği gibi özelleştirmelerde olduğu gibi toplumun tamamı da ilgilendirebilir. Şirket değerinin

* Şirket hissedarları ile onların temsilcileri olan şirket yöneticileri arasında çıkar çatışmaları olabilir. Şirket hissedarları kendilerinin vekilleri olan yöneticilerden şirket değerini maksimum kılmalarını isterler fakat yöneticiler bunun için fazla çaba göstermeyebilir kendi çıkarlarını düşünerek yüksek maaşlarla lüks bir hayat tarzı sürebilirler.Buna sahip-temsilcilik sorunu (principal-agent problem) denir.

²⁵ Yazıcı, a.g.e.,s.4.

birleşme devralama, (satın alma) halka arz ve özelleştirme dışındaki diğer belirlenme nedenleri de şöyle sıralanabilir.²⁶

- Şirketin iflas ederek tüm varlıkların tasfiye edilmesi durumunda,
- Mali yapının yeniden düzenlenmesi için şirketlerin varlıklarının bir kısmının değerinin belirlenerek satılması durumunda,
- İpotek yapılması gerektiğinde,
- Ortakların ayrılması, yeni ortak bulunması durumunda,
- Yeni yatırımların finansmanında uygun fon bulamadığında veya varlıkların satışının daha uygun olacağı durumlarda,
- Ortaklar arasındaki temettü dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde,
- Ödenecek emlak, veraset vergilerinin belirlenmesi,boşanma, miras davalarında şirket varlıklarının değerinin belirlenmesi gerektiğinde.

1.5.3 Değerleme ile İlgili Kritik Görüşler

Şirket değerlemesi ile ilgili bazı kritik görüşler aşağıda sıralanmıştır.²⁷

-Değerleme, dinamik bir süreçtir. Beklenen riskleri tahmin etme ve farklı iş kollarındaki riskleri ayarlama sürecidir.

-Şirket yöneticileri, şirket analizi, sektör analizi ve nakit akım projeksiyonları yapılırken işin içinde olmalıdırlar.

-Şirket değerlendirme sadece finansal yönetim tarafından yapılan bir iş değildir. İyi bir değerlendirme yapabilmek için şirketin diğer departmanlarındaki yöneticilerinin de değerlendirme sürecinde görev almaları nakit akımları ve bunların riskleriyle ilgili görüşlerini beyan etmeleri gerekir.

-Nakit akımlarına dayanan yöntemler bütün değerlemelerde benzerdir. Fakat her işkolunun stratejilerine göre nakit akımları ve riskler tahmin edilir.

-Değerleme; yöneticilerin gelecekteki ücretlerinin bağlı olduğu satışlar, büyüme, pazar payı, kar ve yatırımlarla ilgili amaçları içerdiğinde kalitesi artar.

-Eğer şirketin sahip olduğu opsiyonlar varsa bunlar uygun bir şekilde değerlendirilmelidir. Zira opsiyonların riskleri nakit akımlarından farklıdır.

²⁶ Yazıcı, a.g.e.,s.9.

²⁷ Fernandez, a.g.m., s.3.

-Her ne kadar değerleme gelecekteki beklentilere bağlı olsa da, finansal, stratejik ve geçmişe ilişkin analiz yapılmalıdır ki buna göre geleceğe ilişkin tahminler tutarlı olsun.

-Teknik olarak bir düzeltme için; nakit akımlarının hesaplanması, iskonto faktörü, nakit akımlarının tutarlılığı, artık değer ve enflasyon şeklindeki beş tane madde tekrar gözden geçirilmelidir.

BÖLÜM 2

İSKONTO ORANI VE SERMAYE MALİYETİNİN HESAPLANMASI

Sermaye maliyetinin bilinmesi şirketin yatırım ve finansman kararları açısından son derece önemlidir. Sermaye maliyeti şirketin değerini belirleyen temel unsurların başında gelmektedir. Şirket değeri, iskonto oranı ve sermaye maliyeti arasında yakın bir ilişki söz konusudur. İskonto oranı, iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yapılan değerlemelerde kritik unsurdur. Nakit akımlarının iskonto edilmesiyle hesaplanan şirket değerinde iskonto oranı olarak sermaye maliyeti kullanılır. İskonto oranının tahmininde yapılan hata ya da iskonto oranının nakit akımlarıyla uyumsuz olması, şirketin yanlış değerlendirilmesine yol açar. Kullanılan iskonto oranı nakit akımlarının riski ve türü ile uyumlu olmalıdır. Firmaya özgü nakit akımlarını kullanırken (Free Cash Flow to Firm-FCFF) kullanılan iskonto oranı WACC (Weighted Average Cost of Capital-Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) iken, özsermayeye özgü nakit akımları (Free Cash Flow to Equity-FCFE) söz konusu ise kullanılan iskonto oranı özsermaye maliyeti olmalıdır. Yüksek riskli nakit akımları iskontolanırken yüksek iskonto oranları kullanılmalıdır. Şirketin değerinin maksimize edilmesi için sermaye maliyetinin minimuma indirilmesi gerekir.

Sermaye maliyeti sermaye bütçelemesi kararları açısından da oldukça önemlidir. Şirketler yatırım projeleri kararlarında iskonto oranı olarak sermaye maliyetini kullanmaktadırlar. Eğer yatırımın iç verim oranı (Internal Rate of Return-IRR) sermaye maliyetinden büyükse yatırım projeleri uygulanabilir olmaktadır.

Diğer yandan sermaye maliyeti şirkete fon sağlayan tüm hissedarlar ve borç verenlerin bu yatırımdan kazanmayı bekledikleri minimum getiri oranıdır.

Şirketlerin sermaye yapısı yabancı kaynaklar (borçlar) ve özsermayeden oluşur. Şirketler borçlar ve özsermaye maliyetini minimum karşılayacak şekilde sahip oldukları sermaye ile yatırım yapmalıdır. İşletme faaliyetleri uygulamada birçok kaynaktan finanse edilmektedir. Temelde işletme, faaliyetlerini (varlık yatırımlarını) yabancı kaynak (borçlar) ve özsermayeden finanse eder. Yeterli bir özsermaye olmadan işletme sürekli borçlanarak ile faaliyetlerini sürdüremez. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısını oluşturan çeşitli kaynakların toplam paydaki ağırlığı

belirlendikten sonra her bir kaynağın maliyeti ile ağırlıklı ortalamasının çarpımı sonucu bulunur. WACC hesaplanmasında hangi kaynakların alınacağı tartışma konusudur. Bazı araştırmacılar, tüm kaynakların alınmasını savunurken diğerleri yatırımların finansmanında kullanılan kaynakların özel önemi olduğunu bu nedenle kısa süreli yabancı kaynakların hesaplamaaya dahil edilmemesi gerektiğini savunurlar.²⁸

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti bir şirketin hissedarlar ve kredi kuruluşlarından sağladığı kaynakların ortalama maliyetini ifade eder. Bir başka deyişle WACC şirkete fon sağlayan tüm hissedarlar ve borç verenlerin bu yatırımdan bekledikleri minimum getirilerin ortalamasıdır.

2.1 Borç Maliyeti

Şirketlerin faaliyetlerini yabancı kaynaklar ile finanse etmesi, ya para piyasalarından dış kaynaklı kredi sağlamak ya da tahvil veya benzeri finansman enstrümanı çıkararak yabancı kaynak ile borçlanmak şeklinde iki türdür.

Yabancı kaynak maliyeti hesaplanırken, belirli bir orana uygun olarak hesaplanan faiz giderleri ile yabancı kaynağın bulunması sırasında ortaya çıkan diğer giderlerin hesaplamaaya dahil edilmesi gerekir.²⁹ Şirketler, dış kaynaklı kredi sağladıkları takdirde borcun maliyeti aldıkları krediye ödedikleri faiz olmaktadır. Şirketler açısından alınan borca ödenen faiz tutarları için sağlanan vergi avantajı ise ödedikleri faizleri gider olarak göstermeleridir. Dolayısıyla borcun şirkete gerçek maliyeti vergi sonrası maliyettir. Borcun vergiden sonraki maliyeti şu şekilde bulunur:

Borcun Vergiden Sonraki Maliyeti=Vergiden Önceki Borç Maliyeti (Faiz Oranı)×(1-Vergi Oranı)

Şirketler tahvil ihraç ediyor ise,* bu tahvilin piyasa fiyatı; tahvilin gelecekte sağlaması beklenen nakit akımları (kupon faiz ödemeleri) ile vade sonundaki anaparanın bugünkü değerine eşittir. Yani kupon ödemeleri ve anaparanın piyasa faiz

²⁸ Berk, a.g.e., s.283.

²⁹ Berk, a.g.e., s.273.

* Türk şirketlerinin bilançolarında tahvil borcu hemen hemen yok denecek kadar azdır.

oranı ile iskonto edilmesidir. Dolayısıyla yatırımcıların tahvilden bekledikleri getiri oranı şirket için tahvil borcunun maliyetine eşittir. Bir tahvilin fiyatı (değeri) aşağıda belirtildiği gibi formüle edilir.

$$T_d = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

$$T_d = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

Yukarıdaki formülde;

T_d = Tahvilin piyasa değeri

C_t = Yıllık faiz ödemeleri (kupon ödemesi)

P = Tahvilin nominal değeri (par değer, anapara)

n = Tahvilin vadesi

r = Tahvil çıkararak sağlanan borcun vergiden önceki maliyeti (tahvilin yatırımcılara olan getirisi)

Borçlara ödenen faizlerin vergiden düşülmesi borçla yapılan finansmanın şirkete olan sermaye maliyetini düşürür. Eğer mümkünse geçmiş borçlanma maliyeti kullanılmamalıdır.

Tahviller eğer par değerlerinden satıyorsa, vade sonuna getiri kupon faiz oranına eşit olur. Eğer ikincil piyasada tahvil par değerinden satmıyorsa, borç maliyeti olarak kullanılan vade sonuna getiri kupon faiz oranına eşit olmaz. Şirketin borç maliyeti, projeleri finanse etmesi için ödünç aldığı fonların şu anki maliyetidir yani şirket bugün borçlanırsa bu borçlanmaya karşılık ne kadar faiz ödeyeceğidir. Borç maliyeti aşağıdaki üç bileşene bağlıdır.³⁰

-Risksiz faiz oranı: Ekonomideki piyasa faiz oranına göre belirlenen risksiz faiz oranları yükseldikçe, şirketler için borçlanma maliyeti artar.

-Şirketin ödememe riski (default risk): Şirketin ödememe riski arttıkça borçlanma maliyeti de artar.*

³⁰ Damodaran (2002), a.g.e., s.208.

* Ödememe riskini ölçmek için şirketin derecelendirilmesi (rating) kullanılır. Ülkemizde bankalar ve holdingler dışında derecelendirme çok fazla yaygın olarak yapılmamaktadır.

-Vergi oranı: Faiz ödemeleri vergiden düşüldüğü için vergi sonrası borçlanma maliyeti vergiden önceki maliyete göre daha düşüktür. Vergi oranları yükseldikçe vergi sonrası borçlanma maliyeti de düşer.*

Şirketin aldığı borç türüne göre borç maliyeti hesaplanırken için şirketin çıkardığı uzun vadeli tahvil olup olmasına göre farklı yaklaşımlar kullanılır.³¹

Şirketin çıkardığı uzun vadeli tahviller var ise ve şirketin çıkardığı bu tahviller ikincil piyasada işlem görüyorsa bu tahvillerin yıllık getirisi (vadeye kadar getirisi) uzun vadeli tahvillerin şirket açısından vergiden önceki maliyeti olacağından bu faiz oranı borç maliyeti olarak kullanılabilir. Şöyle ki; gelişmiş olan piyasalarda özel şirketlerin tahvilleri mevcuttur. Bu tahvillerin bazıları düzenli olarak ikincil piyasada işlem görürler.Büyük şirketlerin tahvilleri son derece likittir. Böyle şirketler için borç maliyetini belirlemek oldukça kolaydır. Ancak Türkiye gibi tahvil veya bono ihracının yok denecek kadar az olduğu gelişmekte olan piyasalarda ülkelerde alternatif yaklaşımlar kullanılabilir.

Eğer şirketin çıkardığı uzun vadeli tahviller yok ise iki türlü yaklaşım söz konusu olur.

a)- Şirket derecelendirilmişse, derecelendirme ile ödememe riski (default risk) ve ek faiz (default spread)* göz önüne alınarak borcun maliyeti hesaplanabilir.Örneğin ABD’de BBB ile derecelendirilmiş bir şirketin borç maliyetinin ABD devlet tahvili faiz oranından yaklaşık olarak % 2,25 yüksek olması beklenir.* Bunu aşağıda belirtildiği gibi formüle edebiliriz.

Borç Maliyeti=Risksiz Faiz Oranı(ABD)+ Ek Faiz (Şirket Ödememe Spreadi)

* Kullanılması gereken vergi oranı marjinal vergi oranıdır. Marjinal vergi oranı vergi miktarındaki değişimin, vergi matrahındaki değişmeye oranı olarak tanımlanır.Fakat pratikte marjinal vergi oranlarını bilemediğimiz için şirketin ödemesi gereken vergi oranını yani efektif vergi oranı kullanılır.

³¹ Damodaran (2002), a.g.e., s.208.

* Default spread aynı zamanda, ödememe (temerrüt) spreadi olarak da Türkçe’ ye çevrilmiştir.

* BBB notuna karşılık gelen ödememe spreadi %2,25’dir.

Risksiz faiz oranı alınırken devletin çıkarılmış olduğu uzun vadeli tahvillerin faiz oranı (5 veya 10 yıl) kullanılır.

b) Şirket derecelendirilmemişse, borcun maliyetini hesaplamak için iki alternatif söz konusu olur.

-Piyasa koşullarında çok fazla değişkenlik yok ise, şirketin yakın zamanlarda bankalar ve diğer finansal kurumlardan aldığı krediler için uygulanan faiz oranı kullanılabilir.

-Şirket için faiz karşılama oranına (FKO)* dayanılarak yapılan bir sentetik derecelendirme de kullanılabilir. Şirketin faiz karşılama oranına dayanılarak yapılan bu derecelendirmeye göre ek faiz (default spreadler-ödememe spreadi) çıkarılır.Buna göre;

Vergi Öncesi Borç Maliyeti=Risksiz Faiz Oranı+Ek Faiz (Default Spread-Şirket Ödememe Spreadi) şeklinde tespit edilir.

Aşağıda faiz karşılama oranlarına karşılık gelen ek faiz (spreadler) yüksek piyasa kapitalizasyonlu ve düşük piyasa kapitalizasyonlu şirketler (2 milyar \$ dan düşük) için tablolar halinde gösterilmiştir.

Tablo 1: Yüksek Piyasa Kapitalizasyonlu Sanayi Şirketleri İçin Spreadler

<i>Faiz Karşılama Oranı</i>	<i>Derecelendirme</i>	<i>Spread'ler</i>
>8,5	AAA	0,35%
6,5-8,5	AA	0,50%
5,5-6,5	A+	0,70%
4,25-5,50	A	0,85%
3-4,25	A-	1,00%
2,5-3	BBB	1,50%
2,25-2,5	BB+	2,00%
2-2,5	BB	2,50%
1,75-2	B+	3,25%
1,5-1,75	B	4,00%
1,25-1,5	B-	6,00%
0,8-1,25	CCC	8,00%
0,65-0,8	C	10,00%
0,2-0,65	C	12,00%
<0,2	D	20,00%

Kaynak: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/ratings.xls>,(2007)

* FKO= FVÖK(EFK)/Faiz Giderleri olarak tanımlanır.

**Tablo 2: Düşük Piyasa Kapitalizasyonlu Şirketler
(2 milyar \$'dan düşük)**

<i>Faiz Karşılama Oranı</i>	<i>Derecelendirme</i>	<i>Spread'ler</i>
>12,5	AAA	0,35%
9,5-12,5	AA	0,50%
7,5-9,5	A+	0,70%
6-7,5	A	0,85%
4,5-6	A-	1,00%
4-4,5	BBB	1,50%
3,5-4	BB+	2,00%
3-3,5	BB	2,50%
2,5-3	B+	3,25%
2-2,5	B	4,00%
1,5-2	B-	6,00%
1,25-1,5	CCC	8,00%
0,8-1,25	C	10,00%
0,5-0,8	C	12,00%
<0,5	D	20,00%

Kaynak: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/ratings.xls>, (2007)

Şirketin faiz giderleri olup esas faaliyet karı negatif ise faiz karşılama oranı negatif olacaktır. Bu tabloya göre D derecesiyle risksiz faiz oranına %20 ek faiz eklenir. Fakat esas faaliyet karı sadece son yıl için negatif ise son birkaç yılın ortalama esas faaliyet karı alınarak faiz karşılama oranını almak daha doğru olur.

Borç maliyeti, riskiz faiz oranları, ek faiz (default spread) ve vergi oranlarının değişmesi neticesinde zaman içinde farklılık gösterir.

Gelişmekte olan piyasalarda ise borçlanma maliyeti, gelişmiş piyasalara göre daha yüksektir. Gelişmekte olan piyasalarda derecelendirme yapılmayan birçok şirket vardır. Bunlar için sentetik derecelendirme kullanılabilir. Fakat faiz karşılama oranlarına göre yapılan sentetik derecelendirme gelişmekte olan ülkeler için uygulandığında gelişmiş olan piyasalar ve gelişmekte olan piyasalardaki faiz oranları arasında mevcut olan farklılık sentetik derecelendirmeyi değiştirir. Çünkü faiz karşılama oranları, faiz oranları yükseldikçe genellikle düştüğünden, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin gelişmiş ülkelere göre faiz karşılama oranlarını tutturması zordur. Yukarıdaki tablonun kullanılması için gelişmekte olan piyasaya göre adapte edilmesi veya faiz karşılama oranlarının gelişmekte olan ülkenin para biriminde değil de dolar bazında hesaplanması

gereklidir. Bu şekilde gelişmekte olan bir piyasada yer alan bir şirket için ek faiz (default spread) belirlenir. Ve en önemlisi gelişmekte olan piyasalarda ülke riski vardır. Bu da borç maliyeti hesaplanırken dikkate alınmalıdır.³²

Gelişmekte olan piyasalarda bulunan bir şirketin dolar bazında borç maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

Vergi Öncesi Borç Maliyeti= Risksiz Faiz Oranı(ABD) + Ülke Ödememe Spreadi (Country Default Spread) + Şirket Ödememe Spreadi (Company Default Spread)*

Devletin USD biriminde ihraç ettiği uzun vadeli tahvil faiz oranı (eurobond) hem risksiz faiz oranını (ABD) hem de ülke ödememe riskini içerdiğinden vergi öncesi borç maliyeti, devletin ihraç ettiği uzun vadeli eurobondların faiz oranına şirket ödememe (default) spread eklenerek aşağıdaki gibi de bulunabilir

Vergi Öncesi Borç Maliyeti= Devletin İhraç Ettiği Uzun Vadeli Tahvil Faiz Oranı (Eurobond)+Şirket Ödememe Spreadi

Gelişmekte olan ülkede bulunan bir şirket için borçlanma maliyeti dolar cinsinden aşağıdaki gibi hesaplanır. Bu şirketin dolar bazında faiz karşılama oranı 8 olsun. Bu da tablodan A+ rating eder ve bununda ek faizi (default spread) %0,7'dir.* 2004 yılı için bu gelişmekte olan ülkenin ödememe spreadi yaklaşık %6 olsun. 2004 yılı içinde ABD risksiz faiz oranı (ABD tahvillerinin getirisi) yaklaşık olarak %1,25 'dir. Bu verilere göre borç maliyeti:

Borç Maliyeti=%1,25+%6+%0,7=%7,95 bulunur.

Veya borçlanma maliyetini gelişmekte olan ülkenin dolar cinsinden ihraç ettiği uzun vadeli tahvil faiz oranına (eurobond) şirket ödememe spreadini ekleyerek de bulabiliriz. Gelişmekte olan ülkenin ihraç ettiği uzun vadeli tahvil faiz oranı (eurobond) yaklaşık olarak risksiz faiz oranı (ABD) ile gelişmekte olan ülkenin ödememe

³² Damodaran (2002), a.g.e., s.211.

* Şirket ödememe spreadi sentetik derecelendirme kullanılarak bulunur.

* Sentetik derecelendirme tablosu 2004 yılına ait olduğu için hesaplar 2004 yılı değerlerine göre yapılmıştır.

spreadinin toplamı kadar olacaktır.Bu da yaklaşık $\%1,25 + \%6 = \%7,25$. Bunun üzerine $\%0,7$ şirket ödememe spreadini de eklersek sonuç $\%7,95$ olur.*

Geçmiş yıllarda şirketler özellikle gelişmekte olan piyasalarda ülke derecesinden daha yüksek bir oranda derecelendirme notu alamıyordu. Dolayısıyla herhangi bir şirket kendi ülkesinin borç aldığı orandan daha düşük bir oranda borç alamıyordu. Fakat 2006 yılından beri derecelendirme kuruluşları herhangi bir şirkete, ülkeye verdiği dereceden iki not daha fazlasını verebiliyorlar. Bu yüzden şu anda herhangi bir şirket kendi ülkesinin borç aldığı orandan daha düşük faizle borç alabilir.

Her ne kadar borç maliyeti hesaplanırken kısa vadeli yabancı kaynakların dikkate alınmaması gerektiği belirtilse de* kullanılan borcun içinde faize maruz kalan borcun maliyetinin de hesaplanması gerekir. Bilançodaki tedarikçi kredileri ve ticari borçlar için ise faiz yürütülmeyebilir. Bunun için de faiz yürütülmeyen kalemler sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılmaz. Borç maliyeti hesaplanırken iki türlü ayarlama yapılır.³³

1-Bilançodaki toplam borç yerine sadece faiz yürütülen kısa vadeli ve uzun vadeli borç alınır.

2-Bilanço dışında kalan faaliyet kiralama kalemleri de borç olarak değerlendirilir.*

2.2 Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, şirket ortaklarının şirkete yapmış oldukları sermaye yatırımlarının maliyetidir.Yatırımların özsermaye ile finanse edilen bölümünden elde edilmesi beklenen en düşük getiri (karlılık) oranı özsermaye maliyeti olarak tanımlanır. Başka bir deyişle hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların bekledikleri getiri oranı

* İki şekilde de bulunan borçlanma maliyetleri yaklaşık olarak birbirine eşit olacaktır. Her zaman aynı sonucu vermeyebilir. Zaten pratikte analistler vergi öncesi borç maliyetini hesaplarken şirketin ulusal para veya dolar cinsinden yüzde kaç faiz oranından kredi kullanabileceğine bakarlar. Bu da temelde piyasa faiz oranlarıyla belirlenir.

* Şirketler uzun vadeli kaynak ihtiyacını özsermaye ve uzun vadeli yabancı kaynakla sağladıklarından dolayı Sermaye maliyeti özsermaye ve uzun vadeli borçların kendi toplamı içindeki ağırlıkları dikkate alınarak hesaplanır. Sermaye maliyeti hesaplanırken kısa vadeli yabancı kaynaklar dikkate alınmaz. Bkz. Ercan ve diğerleri, a.g.e.,s.13.

³³ Damodaran (2002), a.g.e.,s.214.

* Uygulamada hangi kalemlere faiz yürütüldüğünü belirlemek zor olduğundan toplam borç veya sadece uzun vadeli borç alınmaktadır.

adi hisse (pay) senetlerinin maliyetini yani özsermaye maliyetini oluşturmaktadır. Adi hisse senedi, şirketin varlıkları üzerinde sahiplik hakkı verir. Fakat adi hisse senedi sahiplerine ödeme; şirkete borç verenler, tahvil sahipleri ile imtiyazlı hisse senetleri sahiplerine gerekli ödemeler yapıldıktan sonra yapılır. Şirket bütün yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra geriye kalan getiri üzerinde adi hisse senetleri sahipleri hak iddia edebilir. Bu yüzden de adi hisse senetlerinin riski daha fazladır.³⁴

Özsermaye maliyetini hesaplamada temelde iki yaklaşım kullanılır. Bunlar;

1-Gordon Temettü Büyüme Modeli

2-Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli(Capital Asset Pricing Model- CAPM)

Bu yaklaşımlardan başka özsermaye maliyetini hesaplamak için çoklu endeks modelleri (Arbitraj Fiyatlama Teorisi-APT- Arbitrage Pricing Theory) kullanılabilir. Bu teoriye de kısaca değinilmiştir.

2.2.1 Gordon Temettü Büyüme Modeli

Bu model Myron Gordon tarafından 1962 yılında geliştirilmiştir. Adi hisse senetleri, yeni çıkarılan hisse senetleri ve alıkonan (dağıtılmayan) karların maliyetleri bu model dahilinde incelenecektir.

2.2.1.1 Adi Hisse Senetlerinin Maliyeti

Hissedarların yapmış oldukları yatırımdan bekledikleri minimum getiri oranı özsermayenin maliyetidir. Hissedarların getirisi iki kısımdan oluşmaktadır. Bunlar;

- Temettü (kar payı) ödemeleri
- Sermaye kazançları

Bir hisse senedinin piyasa fiyatı P_0 , 1 yıl sonraki beklenen fiyatı P_1 ve hisse başına beklenen temettü D_1 olsun. Bu hisse senedinin bugünkü P_0 fiyatı yani bugünkü değeri, 1 yıl sonraki sağlanacak sermaye kazancı ve temettü ödemesinin bugünkü değeridir.

³⁴ Chambers, a.g.e.,s.58.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{P_1}{(1+r)}$$

Yukarıda yer verilen r ; beklenen getiri oranı veya piyasa kapitalizasyon oranı olarak adlandırılır. Bu oran temelde iskonto faktörüdür. İskonto faktörü risksiz faiz haddi ve risk priminin toplamını içerir. Devletin çıkardığı tahvil ve bonolarda herhangi bir konsolidasyon olmayacağı varsayılırsa kullanılan iskonto faktörü herhangi bir risk primi içermez. Çünkü beklenen nakit akımları kesin ve önceden bellidir. Şirketlerin çıkardığı tahvillerde veya finansman bonolarında hisse senetleri kadar olmasa bile menkul kıymeti çıkaran şirkete göre belli bir risk primi vardır.

Eğer yatırımcının hisse senedini sonsuza dek elinde tutacağı varsayılırsa, P_0 fiyatı şirketin gelecek yıllarda ödeyeceği temettülerin bugünkü değeridir. Şöyle ki;

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

$n=\infty$

Burada yatırımcının yatırımdan beklediği getiri oranını ifade eden r , özsermaye maliyetine (r_e) dönüşür.

Yukarıdaki formül dağıtılacak kar payların her yıl sabit olması veya belli bir büyüme oranı ile sonsuza kadar her yıl artması durumunda aşağıdaki gibi uygulanır.

-Eğer dağıtılacak kar paylarını ifade eden D her yıl sabit ise, P_0 fiyatı;

$$P_0 = \frac{D}{r} \quad \text{olduğundan; } r_e \text{ (özsermaye maliyeti, adi hisse senetlerinin maliyeti)} = \frac{D}{P_0}$$

şeklinde hesaplanır.

-Dağıtılacak kar paylarının sonsuza kadar her yıl sabit bir oranda artması durumunda; P_0 fiyatı

$$P_o = \frac{D_1}{r - g} \text{ olduğundan; özsermaye maliyeti } r_e = \frac{D_1}{P_o} + g \text{ şeklinde hesaplanır.}$$

Yukarıdaki formülde D_1 , gelecek yıl ödenmesi beklenen temettü ve g , temettü büyüme oranıdır.*

2.2.1.2 Yeni Çıkarılan Hisse Senetlerinin Maliyeti

Bilindiği üzere şirketler özsermayelerini arttırmak istediklerinde karlarını dağıtmayıp alıkoyarlar veya yeni hisse senedi çıkarırlar. Yeni yatırımlar için alıkonunan karlar yeterli olmadığında ise, şirketler yeni hisse senedi çıkarabilirler. Bu durum özellikle piyasadaki faiz oranlarının yüksek olduğu, şirketin varolan hisselerinin piyasa fiyatı yüksekliğinin ve finansman ihtiyacının önemli boyutlara ulaştığı durumlarda görülür.

Yeni çıkarılan adi hisse senetlerin maliyeti mevcut adi hisse senetlerine göre daha yüksek olacaktır. Çünkü yeni pay senetlerinin satışında dağıtım giderleri (çıkarma giderleri) de maliyete yansıtılır. Bu çıkarma giderleri arasında tescil, ilan, izahname gibi yasal giderler ile hisse senetlerinin basım giderleri, ödenecek vergiler, reklam ve aracı kuruma ödenen komisyon gibi giderler yer almaktadır.³⁵

Dağıtım (çıkarma) giderleri f ise, yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyeti;

$$r_e = \frac{D_1}{P_o(1-f)} + g \text{ formülünden hesaplanır.}$$

2.2.1.3 Alıkonan (Dağıtılmayan) Karların Maliyeti

Şirketler büyümeyi veya yeni yatırımlar yapmayı planladıklarında kar payı dağıtmayabilirler veya kar paylarının bir kısmını dağıtıp diğer kısmını alıkoyarlar. Bu şekilde özsermayelerini de arttırmış olurlar. Adi hisse senedi sahipleri şirkette bıraktıkları kar payları için bir getiri beklemektedirler. Böylece alıkonan karların şirkete

* D_1 , gelecek yıla ait temettü ödemesini tahmin etmek zor olmayabilir. Fakat g 'yi yani temettü büyüme oranını tahmin etmek oldukça zordur. Bunun için; geçmişteki büyüme oranları, şirketin kazançları ve temettü büyüme oranları düzenli ise ve yatırımcı bunun gelecekte de devam edeceğini düşünüyorsa kullanılarak buna göre gelecekteki büyüme oranı tahmin edilebilir. Veya g = alıkonan karların oranı* başlangıç sermayesinin getiri oranı formülünden de hesaplanabilir.

³⁵ Chambers, a.g.e., s.76.

maliyeti hisse senedi sahiplerinin şirkette bıraktıkları kar payları için bekledikleri getiri oranına eşittir.

Dağıtılmayan karların maliyeti hesaplanırken gelir vergisi de dikkate alınmalıdır. Çünkü şirket kar payı dağıttığı zaman hisse senedi sahiplerinin bu kar payları üzerinden gelir vergisi ödemeleri gerekir. Buna göre; alıkonan karların maliyeti aşağıdaki gibi bulunur.

$r_s = \left[\frac{D_1}{P_o} + g \right] (1 - g_v)$, Bu formülde, r_s dağıtılmayan karların maliyeti ve g_v gelir vergisi oranıdır.

Yedeklerin maliyeti veya otofinsanman maliyeti olarak adlandırılan söz konusu maliyet hesaplamasının adı pay senetlerinin maliyetinin hesaplamasından temel farkını gelir vergisi oluşturmaktadır. Gelir vergisi oranı yükseldikçe karların dağıtılmayarak işletmede alıkonulması avantajlı olacaktır.

2.2.2 CAPM ile Özsermaye Maliyeti

1964 yılında Sharpe ve 1965 yılında Lintner tarafından geliştirilen CAPM (Capital Asset Pricing Model- Finansal Varlık Fiyatlama Modeli) finans teorisinin temel taşlarından biridir. CAPM (Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli) bir varlığın sistematik riski ve beklenen getirisi arasındaki basit ve lineer bir ilişkiyi gösterir. CAPM'e göre bir hisse senedinin beklenen getirisi risksiz faiz haddinden, senedin risk primi kadar fazla olmalıdır. Bir diğer şekilde aşağıdaki gibi gösterilir.

$$E(R_i) = \text{Risksiz faiz haddi} + \beta(\text{Risk primi})$$

CAPM'nin geçerliliği piyasaların etkinliğinin artmasıyla beraber artar. Aynı zamanda bu modelin bazı varsayımları vardır. CAPM'in varsayımları kısaca aşağıda sıralanmıştır.

- Yatırımcılar birbirine eşit ve tek bir elde etme süresi için plan yaparlar.
- Yatırımcıların sabit bir risksiz faiz oranı üzerinden her miktarda borç alıp ve verme olanağına sahiptir.
- Yatırımcılar vergi ve komisyon ödemezler.

- Yatırımcılar rasyonel davranırlar.
- Yatırımcıların homojen beklentileri vardır. Yani gelecekteki getiri oranlarının olasılık dağılımı hakkında eşit bilgiye sahiptir.

CAPM'nin formüle edilmesi aşağıdaki gibidir.

$$E[R_i] = R_f + \beta_i (E[R_m] - R_f)$$

Bu formülde;

β_i = Hisse senedinin betası*

$E[R_i]$ = Hisse senedinin beklenen getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

$E[R_m]$ = Piyasa endeksinin beklenen getirisi

$(R_m - R_f)$: Piyasa (pazar) risk primi veya piyasa fazla (aşırı) getirisi

Özsermaye maliyeti yani adi pay senetlerinin maliyeti yatırımcıların hisse senedi yatırımlarından bekledikleri getiri oranı olduğu için CAPM'de, $E(R_i)$ yani beklenen getiri oranı özsermaye maliyeti r_e 'ye dönüşür. Şöyle ki;

$$r_e = r_f + \beta(Risk\ primi) \text{ yani } r_e = r_f + \beta_i (E[R_m] - R_f)$$

Aşağıda risksiz faiz haddi, beta, risk priminin ne olduğu ve nasıl hesaplandığı anlatılmıştır.

2.2.2.1 Risksiz Faiz Haddi (Oranı)

Riskli yatırımlarda beklenen getiri, risksiz faiz oranına belirli bir risk primi ekleyerek bulunur. Risksiz varlıkların beklenen getiri oranına risksiz faiz oranı denir. Risksiz bir varlıkta gerçekleşen getiri ile beklenen getiri birbirine eşittir. Bir yatırımın risksiz olabilmesi için iki unsuru bir arada bulundurması gerekir.³⁶ Bunlardan birincisi ödememe riskinin olmaması (default risk), ikincisi ise yeniden yatırım riskinin olmamasıdır.

* Aynı zamanda beta katsayısı, hisse senedi getirisi (R_i) ile piyasa endeksi getirisi (R_m) arasındaki kovaryansın, piyasa endeksi getirisinin varyansına oranı olarak da bulunur. Şöyle gösterilir;

$\beta_i = Cov(R_i, R_m) / Var(R_m)$

³⁶ Damodaran (2002), a.g.e., s.154.

Bir varlığın risksiz olabilmesi için söz konusu varlığın beklenen getirisini kesin olarak bilmemiz gerekir. Bir diğer deyişle, gerçekleşen getirinin her zaman beklenen getiriye eşit olması gerekir. Bunun olabilmesi için de iki koşulun yerine getirilmesi gerekir. Bunlardan birincisi; ödememe riskinin (no default risk) olmamasıdır. Özel bir şirket tarafından çıkarılan bir enstrümanın (borçlanma senedinin) bu şirket çok büyük ve güvenli bir şirket bile olsa ödememe riski vardır. Sadece devlet tarafından çıkarılan menkul kıymetler risksiz olarak adlandırılabilir. Bunun sebebi devletin özel şirketlerden daha iyi olduğu değil; para basma yetki ve kontrolünün devletin elinde olmasındandır. Bunlardan ikinci şart olan yeniden yatırım riskinin olmaması genelde ihmal edilir. Gerçekleşen getirinin beklenen getiriye eşit olması için yeniden yatırım yapma riskinin olmaması gerekir. Eğer 3 yıllık bir zaman dilimi için risksiz faiz oranını tahmin etmek istiyorsak 6 aylık bir hazine bonosunun her ne kadar ödememe riski bulunmasa dahi, risksiz faiz oranı olarak belirlenemez. Çünkü 6 ay sonra hazine bonusu faiz oranlarının ne olacağını kesin olarak bilemediğimiz için yeniden yatırım yapma riski vardır. Hatta teoride; 3 yıllık kupon ödemeli devlet tahvillerinin oranını bile 3 yıllık zaman dilimi için risksiz faiz oranı olarak kullanamayız. Çünkü alınacak kupon ödemelerinin bugünden hangi oranda tekrar yatırıma dönüşeceğini öngöremeyiz. 3 yıllık bir zaman dilimi için risksiz faiz oranı; 3 yıllık kupon ödemesiz bir devlet tahvilinin faiz oranıdır.³⁷ Uzun süreli yapılan yatırım analizlerinde veya değerlemelerde risksiz faiz oranı olarak uzun vadeli devlet tahvilinin faiz oranı kullanılır. Kısa vadeli analizlerde ise kısa vadeli devlet tahvili oranları kullanılabilir. Burada önemli olan sürelerin birbirine eşit olmasıdır.*

2.2.2.2 Betalar

Beta, bir menkul kıymetin çeşitlendirmeyeyle giderilemeyen riskini(sistematik riskini) ölçmektedir. Bir hisse senedinin betası piyasa ile hareket etme eğilimini, piyasaya olan duyarlılığını yansıtır. Eğer bir hisse senedi piyasa ile birebir hareket ediyorsa, bu hisse senedinin betası 1'dir. Eğer beta 1'den büyük ise, hisse senedi piyasa (pazar) getirisindeki değişikliklere karşı daha duyarlı olup getirisi piyasa getirisinden daha fazla olmakla beraber piyasaya göre daha fazla risk arz etmektedir. Beta 1'den küçük ise; getirisi piyasa endeks getirisinden daha düşük olup piyasaya göre daha az

³⁷ Damodaran (2002), a.g.e.,s.155.

* Genel olarak uygulamada 5-10 yıl vadeli devlet tahvilleri risksiz faiz haddi olarak kullanılmaktadır.

risklidir. Piyasanın getirisi olarak hisse senetleri piyasasındaki piyasayı en iyi temsil eden endekslerin kullanılması Roll tarafından eleştirilmiştir. Bu eleştiri ile beraber, Roll CAPM teorisinin doğru olarak şimdiye kadar test edilemediğini ve testin gelecekte de doğru olarak başarılmasının pratik olarak mümkün olmadığını da iddia etmiştir. Çünkü CAPM teorisindeki gerçek piyasa portföyü global bir portföy olup dünyadaki bütün varlıkları kapsamalıdır.³⁸ Yapılan ampirik çalışmalarda, piyasa endeksi global piyasa portföyü yerine kullanılmıştır. Bu da teoriyle paradoks yaratan bir durumdur. CAPM teorisinde global piyasa portföyü için dünyadaki bütün varlıkları kapsayan bir portföy kullanılmalıdır. Böyle bir portföy oluşturmak pratikte imkansız olduğundan, bunun yerine bir gösterge olan Alman senetleri için DAX, İngiltere’de FTSE, Japonya’da Nikkei, Amerika’da NYSE Composite veya S&P500, Türkiye’de ise İMKB100 endeksleri kullanılır.

Piyasayı temsil eden endekslere göre hesaplanan betalar zamanla değişir, sabit kalmazlar. Bunun nedeni alınan zaman periyodunun genişliğidir. Betalar haftalık, aylık, üç aylık olarak hesaplanabilir. Genelde beş yıllık aylık veriler kullanılır. Betaları tahmin etmek için üç tane yaklaşım vardır:³⁹

1-Tarihsel Piyasa betaları

2-Temel Betalar

3-Muhasebe Betaları

1-Tarihsel Piyasa Betaları:

Pratikte de beta tahmininde en çok kullanılan yöntemdir. Hisse senedi getirileri (R_i) ile piyasa getirisi (R_m) regresyona tabi tutulur. Belirli bir zaman periyodu için (genelde beş yıl) geçmiş veriler kullanılarak yapılan regresyonda şirketlerin geçmiş dönemdeki betaları bulunur. CAPM’den [$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$] betalar haftalık veya aylık olarak hesaplanabilir. Genelde beş yıllık zaman diliminde aylık olarak betalar hesaplanır.

³⁸ Franco Modigliani, Gerald A. Pogue, **The Financial Analyst’s Handbook**, 1.b., Illinois: Dow Jones-Irwin, 1988, s.1180.

³⁹ Damodaran (2002), a.g.e., s.182.

2-Temel Betalar:

Temel betalar hesaplanırken şirketin faaliyette bulunduğu işkolunun temel karakterleri göz önüne alınır. Betanın belirleyecilerini teşkil eden şirketin bulunduğu işkolu, şirketin faaliyet kaldırıcı ve şirketin finansal kaldırıcı aşağıda açıklanmıştır.⁴⁰

İş Tipi:

Beta bir şirketin piyasa endeksine göre riskini ölçtüğünden, piyasa koşullarına göre daha hassas olan bir iş tipinin betası daha yüksek olacaktır. Mevsimsel iş yapan şirketler mevsimsel iş yapmayan şirketlere göre diğer etkenler aynı olduğunda daha yüksek bir betaya sahip olmaları beklenir. Otomotiv ve ev sektörlerinde faaliyet gösteren bir şirketin gıda ve tütün sektörlerinde faaliyet gösteren bir şirkete göre betası daha yüksek olur. Çünkü otomotiv ve ev sektörleri ekonomik şartlara daha duyarlıdır. Bir şirket birden fazla sektörde faaliyet gösteriyorsa, betası farklı işkollarının betalarının ağırlıklı ortalaması alınarak bulunur.

Faaliyet Kaldırıcı:

Bir şirketin faaliyet kaldırıcı derecesi maliyet yapısının bir fonksiyonudur. Sabit maliyetler ve toplam maliyetler arasındaki ilişki ile tanımlanır. Faaliyet kaldırıcı, faaliyet riskinin ölçüsüdür ve faaliyet giderlerinin yüksekliği sonucu ortaya çıkar. Toplam giderler arasında sabit giderleri yüksek olan bir şirketin faaliyet kaldırıcı yüksek olur. Faaliyet kaldırıcı yüksek olan bir şirketin faaliyet gelirleri, benzer ürünü üreten düşük faaliyet kaldırıcı bir şirkete göre daha çok değişkenlik gösterir. Diğer faktörlerin aynı olması durumunda yüksek faaliyet kaldırıcı bir şirketin betası daha yüksek olur.

Bir şirketin faaliyet kaldırıcını tam olarak ölçmek kolay değildir. Fakat faaliyet kaldırıcı ile ilgili yaklaşık bir tahmin yapmak için esas faaliyet karındaki (EFK) ve

⁴⁰ Aswath Damodaran, “Estimating Inputs for Valuation Estimation: Estimation of Discount Rates”, Working Paper, 2007, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/definput.html, 2007]

satışlardaki değişime bakmakla mümkün olabilir. Faaliyet kaldıraç derecesi aşağıdaki gibi ölçülür.

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{EFK daki \% değişim}}{\text{Satışlardaki \% değişim}}$$

Yukarıdaki formüle göre; yüksek faaliyet kaldıraçlı şirketlerin faaliyet karındaki değişim satışlarındaki değişime oranla daha fazla olmalıdır.

Finansal Kaldıraç:

Finansal kaldıraç finansal riskin bir ölçüsüdür ve finansal giderlerden dolayı ortaya çıkar. Özkaynaklarına göre daha fazla borca sahip şirketler yani finansal kaldıraç yüksek olan şirketler daha yüksek bir betaya sahip olur. Şirketler çok fazla borç aldıklarında bu borç karşısında ödedikleri faiz de yüksek ise daha riskli olurlar. Finansal kaldıraçın* derecesi arttıkça şirket daha fazla riskli hale geleceğinden hisse sahipleri piyasa riskinden daha fazla etkilenirler ve böylelikle daha yüksek beta ortaya çıkar.

Kaldıraçın artması (borç/özsermaye oranının artması) betayı arttıracak azalması ise betayı düşürecektir. Bu yüzden kaldıraçlı beta, kaldıraçsız betanın ve borç/özsermaye oranının bir fonksiyonu olarak aşağıdaki gibi formüle edilir.

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1-t)(D/E)]$$

β_L = Kaldıraçlı beta

β_U = Kaldıraçsız beta (borcu olmayan firmanın betası)

t = Kurumsal vergi oranı

D/E = Borç/Özsermaye oranı*

Regresyon analizi ile hesaplanan betalar kaldıraçlıdır çünkü bu betalar finansal kaldıraç yansıtan hisse senedi fiyatlarından hesaplanır.

* Finansal kaldıraç, toplam borç/özsermaye veya toplam borç/toplam varlıklar şeklinde ölçülür.

* D/E oranı defter değerleri ile değil piyasa değerleri ile hesaplanmalıdır.

Kaldıraçsız beta bir şirketin bulunduğu işkolu ve faaliyet kaldırıcına göre belirlenir. Buna aynı zamanda varlık betası da denilir. Kalıdıracı beta ise; şirketin bulunduğu işkolu, faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldırıcına göre belirlenir.

3-Muhasebe Betaları:

Muhasebe betaları daha çok hisse senedinin fiyatlarının olmadığı durumlarda yani halka açık olmayan şirketlerin betasının hesaplanmasında kullanılır. Burada şirketin muhasebe kazançlarındaki (finansal tablolarda gözüken kar) yüzde değişim ve piyasa endeksi* getirisinin yüzde değişimi arasında basit bir regresyon çalıştırılarak betalar tahmin edilir.⁴¹Böyle bir regresyon aşağıdaki gibi düzenlenebilir.

$$\Delta \text{Kazançlar}(i \text{ özel şirketi}) = c + \beta_i \times \Delta \text{Kazançlar} (\text{Hisse Senedi Endeksi})$$

Burada regresyon doğrusunun eğimi β_i , özel şirketin muhasebe betasını verir. Eğer kazanç olarak net kar kullanılırsa kaldıraçlı beta* , faaliyet karı kullanılırsa kaldıraçsız beta bulunur.Bunun nedeni, bilindiği üzere borç kullanmanın şirkete yüklediği faiz ödemelerinin net kar bulunurken göz önüne alınmasıdır. Halbuki faaliyet karı hesaplanırken faiz giderleri dikkate alınmaz.

Muhasebe betalarını kullanmanın bazı sakıncaları vardır.Halka açık olmayan şirketler genellikle yılda bir kez mali tablo düzenlediklerinden regresyonda kullanılacak verilerin sayıları sınırlıdır. Bu da regresyonun açıklama gücünü düşür.Şirket kazançlarının bilançolarda bazen makyajlanması da betaların yanlış bulunmasına sebebiyet verir. Halka açık olmayan şirketler için beta hesaplamasında muhasebe betalarından başka iki alternatif daha vardır. Birincisi, temel verilerden hareketle betanın tahmin edilmesine dayanır.Halka açık şirketlerin betaları, temel değişkenler (temettü dağıtma oranı, karların büyüme oranı, borç oranları, aktiflerin büyüme oranı gibi) ile çoklu regresyon analizine sokularak, bunlar arasındaki ilişki saptanır. Halka açık olmayan şirketin temel değişkenleri, sonuçlanan regresyon analizinde yerine konarak, halka açık olmayan şirket için beta tahmini yapılır. Buradaki varsayım halka açık olmayan şirketin temel değişkenleri ile betası arasındaki ilişkinin, halka açık olan

* Türkiye için piyasa endeksi olarak İMKB100 endeksi kullanılabilir.

⁴¹ Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, 1.b., İstanbul: Finnet Yayınları, 2003, ss.85-86.

* Kaldıraçlı betaya özkaynak betası da denir.

şirketlerin temel değişkenleri ve betası arasındaki ilişkiye benzer olduğudur.⁴² Beaver, Kettler ve Scholes'un yaptıkları çalışmada, temel değişkenler ve betalar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu temel değişkenler karpayı dağıtma oranı, finansal kaldıraç, aktiflerin yıllık büyüme oranı, likidite oranı, karlardaki değişkenlik (F/K oranının standart sapması), aktif büyüklüğü ve muhasebe betasıdır. Sonuçta; kar payı dağıtma ve likidite oranı ile beta arasında negatif bir ilişki olduğu, aktiflerin büyüme oranı, aktif büyüklüğü, finansal kaldıraç ve şirket kazançlarındaki volatilité ile beta arasında pozitif bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.⁴³ Bu temel değişkenlerin neler olması gerektiği konusunda fikir birliği olmamakla beraber, regresyon analizinde kullanılacak bütün değişkenlerin halka açık olmayan bir şirket için ölçülebilir olması gerekmektedir.

İkincisi ve pratikte de en çok kullanılan yöntem; karşılaştırılabilir veya benzer olan halka açık şirketlerin betaları yoluyla, halka açık olmayan şirketlerin betalarını tahmin etmektir. Bu yöntemde, halka açık olmayan şirketle aynı sektörde faaliyet gösteren ve faaliyet kaldırıcı, finansal kaldıraç ve iş riski bakımından benzerlik gösteren halka açık şirketlerin betaları esas alınarak halka açık olmayan şirketin betası tahmin edilmeye çalışılır. Örneğin özel bir gıda şirketi için bu sektörde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin betalarının ortalaması alınır. Daha sonra finansal hatta faaliyet kaldırıcısındaki farklılıklar beta tahminine yansıtılır. $\beta_L = \beta_U [1 + (1-t)(D/E)]$ formülünden finansal kaldıraç için yapılan ayarlama, D/E oranında piyasa değerleri kullanılması gerekir. Fakat şirket halka açık olmadığı için bu oranın piyasa değerlerini bulmak mümkün değildir. Pratikte analistlerin çoğu borç/özsermaye oranında halka açık olmayan şirketlerde defter değerlerini kullanırlar. Bundan başka iki alternatif daha kullanılabilir.⁴⁴ Bunlar aşağıda sıralanmıştır.

-Halka açık olmayan şirketin finansal kaldırıcısının, bulunduğu sektörün ortalamasına benzeyeceği olduğu varsayılır.

Bu durumda şirketin betası;

$$(\beta \text{ halka açık olmayan şirket}) = \beta(\text{kaldıraçsız}) \left[1 + (1-t) \text{Sektörün Ortalama} \left(\frac{D}{E} \right) \right]$$

⁴² Damodaran (1994), a.g.e., s.33.

⁴³ William Beaver, Paul Kettler, Myron Scholes, "The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Risk Measures", The Accounting Review, Vol.45, No:4, (October, 1970), ss. 654-682.

⁴⁴ Aswath Damodaran, "Estimating the Cost of Equity for a Private Company", Lecture Notes, 2007, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/totalbeta.htm, 2007]

şeklinde ifade edilir.

-Halka açık olmayan şirketin hedef Borç/Özsermaye oranı kullanılabilir (eğer yönetim böyle bir oran belirlemişse) veya optimal borç oranı kullanılarak beta tahmin edilir.Bu durumda;

$$\beta \text{ halka açık olmayan şirket} = \beta(\text{kaldıraçsız}) \left[1 + (1 - t) \text{Optimal} \left(\frac{D}{E} \right) \right] \text{ olur.}$$

Bu formülde; Burada t = kurumsal vergi oranı, $\frac{D}{E} = \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}}$ 'dir.

Faaliyet kaldırıcı için yapılacak ayarlama ise daha basittir ve şirketin sabit maliyetlerine bağlıdır. Eğer şirketin toplam maliyetleri içerisindeki sabit maliyetlerinin oranı sektör ortalamasının üzerinde ise şirketin betası sektör ortalamasından daha yüksek olarak alınmalıdır.

2.2.2.3 Risk Primi

Risk primi ($R_m - R_f$), risksiz menkul değerlerin getirilerinin üzerinde kazanılan primi yansıtır. Piyasa endeksinin beklenen getirisi ile risksiz faiz haddi arasındaki farktır, yani piyasa (pazar) risk primidir. Piyasa risk primi, hisse senetlerinin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri alınarak geçmişe dönük olarak hesaplanır. Pratikte ve standart olarak hisse senedi risk primi, tarihsel hisse senedi getirilerinin ortalamalarının, uzun vadeli tahvil getirilerinin ortalamalarından (risksiz faiz haddi olarak kullanılır) çıkarılmasıyla bulunur⁴⁵. Tarihsel risk primi olarak adlandırılan bu standart yaklaşımın kullanılabilmesi için sermaye piyasalarının gelişmiş, çeşitlendirilmiş ve uzun bir geçmişe sahip olması gerekir.* Amerika ve bazı Avrupa ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerde bu yaklaşım kullanılır. Fakat gelişmekte olan ülkelere ve sermaye piyasalarının uzun geçmişi olmayan

⁴⁵ AswathDamodaran, "EquityRiskPremiums", LectureNotes, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New Home_Page/valquestions/RiskPrem.htm,2007].

* Gelişmiş ülkelere bile bu şekilde ölçülen risk primleri arasında farklılıklar olmaktadır. Bunun üç nedeni vardır. 1)-Kullanılan zaman periyodu: Seçilen zaman aralığına göre risk primleri değişebilir.Kısa zaman aralıklarında standart sapmalar büyük olabilir. Onun için zaman aralığı mümkün olduğunca uzun seçilmelidir. 2)-Risksiz menkul kıymetin seçilmesi: Risksiz faiz oranını yansıtacak risksiz menkul kıymet hazine bonolarından değil devlet tahvillerinden seçilmelidir. 3)-Aritmetik ve geometrik ortalamalar: Aritmetik ortalamaların kullanılması genellikle primi yükseltir. Hangisinin kullanılacağına dair tartışmalar sürmektedir.

lkelerde bu yaklaşıım yanlış değerlemelere neden olabilir. Temelde risk primlerin  belirleyicisi vardır.⁴⁶

-Ekonomilerdeki Volatilit : Ekonomilerdeki volatilit  arttıık a o ülkenin risk primi de artar. Gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek büyüme potansiyeli ve daha riskli ekonomileri olduğundan risk primleri gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olmalıdır.

-Politik Risk: Ülkeyi ve ekonomiyi belirsizliğe götürecek bir politik risk, risk primlerini yükseltir.

-Piyasanın Yapısı: Genişliği ve derinliği olan etkin piyasalar, etkin olmayan sığ piyasalara göre daha düşük risk primine sahiptir. Gelişmekte olan piyasalardaki küçük şirketler daha yüksek risk primine sahip olurlar.

Bu nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler için risk primi daha yüksek olacağından tarihsel risk primi yaklaşıımının düzeltilmesi gerekir.*

Bu düzeltilmiş (değiştirilmiş) tarihsel risk primi, aşağıdaki gibi formüle edilir:⁴⁷

Hisse Senedi Risk Primi=Gelişmiş Hisse Senedi Piyasası için Temel Prim+ lke Risk Primi

Bu formülden de görüleceği üzere gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi risk primi, ülkenin risk primine bağlı olarak artmaktadır.

lke risk primini ölçmek için öncelikle ülke riski tahmin edilir, tahmin edilen ülke riski ülke risk primine dönüştürülür. lke riskinin ölçülmesinde en iyi ve basit yol; derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için yaptıkları ratinglerdir. lke derecelendirmeleri, ülke ödememe riskini l er. Standart& Poor's (S&P), Moody's ve Fitch Ratings gibi uluslararası derecelendirme şirketleri ülkeleri derecelendirir. Bu ratingler kullanılarak ülke riski hesaplanır. Aşağıdaki tabloda, 2008 yılındaki bazı gelişmekte olan ülkelerin ülke rating ve ek faizleri (default spread) yer almaktadır.

⁴⁶ İvgen ,a.g.e., s.93.

* Pratisyenler arasında hala gelişmekte olan ülkeler için tarihsel risk primi yaklaşıımını kullananlar vardır.

⁴⁷ Damodaran(2002), a.g.e.,s.164.

**Tablo 3: Gelişmekte Olan Ülke Ratingleri
ve Ek Faizleri**

Ülke	Rating	Ek Faiz(default spread)*
Türkiye	BB-	309
Brezilya	BBB-	244
Meksika	BBB+	184
Rusya	BBB+	192
Ukrayna	BB-	537

Kaynak: İşYatırım, Uluslararası Sermaye Piyasaları
Araştırma Raporu, İstanbul, 18-8-2008

Ülke risk primi hesaplanırken ülke ratinglerini bilmek ilk adımdır. Ülke ratingleri ile belirlenen ek faiz (default spread) temerrüt riskini ölçer. Ülkenin hisse senetleri risk priminin o ülkenin temerrüt risk priminin (Country default risk spread) üzerinde olması beklenir.

Ülke risk priminin hesaplanmasında üç tane yaklaşım vardır.⁴⁸ Birinci yaklaşım; en basit ve en çok kullanılan yöntem olan ülkenin yurt dışında çıkardığı dolar bazlı tahvillerin getirisine bakıp bunu ödememe riski olmayan ABD'nin tahvilleriyle karşılaştırmaktır. Bu yöntem şöyle formüle edilir;

Ülke Risk Primi=Ülke Tarafından Dolar Bazında Çıkarılan Tahvillerin Getirisi-Risksiz Faiz Oranı olarak ABD Tahvillerinin Getirisi.

Örneğin gelişmekte olan bir ülke tarafından şu anda dolar bazlı çıkarılan tahvillerin getirisi %6,5 ise ve ABD tahvillerinin getirisi 4,25 ise bu gelişmekte olan ülkenin risk primi $6,5-4,25=2,25(\%)$ 'tir.

* Ek Faiz (default spread), EMBI (Emerging Market Bond Index) baz puanlarıdır. EMBI; gelişmekte olan ülkeler tarafından çıkarılan uzun vadeli dolar cinsinden tahvillerin faizleri ile aynı vadedeki ABD Hazinesi tahvili arasındaki fark olarak JP Morgan tarafından hesaplanmaktadır. Bu aynı zamanda ödememe riski, temerrüt riskini ölçen bir endekstir. Bir ülkenin ödememe riskini gösteren ana göstergelerden bir diğeri ise CDS'dir. CDS (Credit Default Swap) bir ülkenin ödememe olasılığına karşı alınan sigortaya ödenen prim demektir. Türkiye'nin 18-8-2008 tarihindeki 5 yıllık CDS'si 259 baz puandır. Bir başa deyişle, T.C Hazinesi tarafından çıkarılan tahvillerde geri ödenmeme riskini sigorta etmek için ödenen yıllık prim %2,59'dur.

⁴⁸Aswath Damadoran, "Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice" Lecture Notes, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/CountryRisk.htm,2007]

İkinci yaklaşım; ülke hisse senedi risk primi hesaplanırken, ABD hisse senedi piyasasına göre göreceli volatilitelerinden hareket edilmesidir. Bu yaklaşım doğrultusunda; ülke hisse senedi risk primi aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Ülke Hisse Senedi Risk Primi} = \text{Risk Primi(ABD)} \times \left(\frac{\sigma_{\text{ülke}}}{\sigma_{\text{ABD}}} \right)$$

Burada;

$\sigma_{\text{ülke}}$ = Ülke hisse senedi piyasasının standart sapması

σ_{ABD} = ABD hisse senedi piyasası standart sapmasıdır.

Örneğin ülke hisse senedi standart sapması %25, aynı dönem içinde ABD hisse senedi piyasası standart sapması ise %15 olsun. ABD risk primini de %4.25 alırsak,

$$\text{Ülke hisse senedi risk primi} = \%4,25 \times \frac{\%25}{\%15} = \%7,08$$

Ülke risk primi ise = 7,08 - 4,25 = % 2,83 olur.

Üçüncü yaklaşımda ise ülke risk primi aşağıdaki gibi tahmin edilir.

$$\text{Ülke Risk Primi} = \text{Ülke Ödememe Spreadi (country default spread)} \times \left(\frac{\sigma_H}{\sigma_T} \right)$$

σ_H = Ülke hisse senetleri piyasası standart sapması

σ_T = Ülkenin ihraç etmiş olduğu uzun vadeli tahvillerin standart sapması

Bu yöntem diğerlerine göre daha gerçekçi olup ülke riskini daha yüksek tahmin eder.

Hesaplanan ülke risk priminden sonra o ülkede bulunan herhangi bir şirketin bu risk primine ne kadar maruz kalacağına göre özsermaye maliyeti, aşağıdaki gibi çeşitli varsayımlara değişir.⁴⁹

-Eğer o ülkede bulunan şirket, ülke riskine eşit olarak maruz kalıyorsa, özsermaye maliyeti

$$r_e = R_f^* + \beta_i(\text{Risk Primi}_{\text{ABD}}) + \text{ÜRP (ülke risk primi) olur.}$$

⁴⁹ Damodaran (2002), a.g.e., ss.169-170.

-Eğer o ülkedeki bulunan şirketin, piyasa riskine maruz kaldığı oranda ülke riskine de maruz kaldığı varsayılırsa, özsermaye maliyeti

$$r_e = R_f + \beta_i (\text{Risk Primi}_{ABD} + \ddot{U}RP)' \text{ dir.}$$

-Eğer her şirketin kendi özel durumuna göre, ülke riskine farklı oranda maruz kaldığı varsayılırsa, özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi bulunur.

$$r_e = R_f + \beta_i \times \text{Risk Primi}_{ABD} + \lambda \times \ddot{U}RP^*$$

2.2.3 Arbitraj Fiyatlama Modeli ile Özsermaye Maliyeti Tahmini

CAPM'e alternatif olarak Stephen Ross tarafından 1976 yılında geliştirilen APT (Arbitrage Pricing Theory) çok faktörlü finansal varlık getiri modelidir. CAPM'de sistematik risk ayrılmaz ve beta ile ölçülür. Bundan dolayı CAPM'ye tekli endeks modeli denir. APT ise sistematik riski bazı faktörlere ayırır. APT'de hisse senedinin beklenen getirisi bazı makroekonomik faktörlere bağlıdır. Bu aşağıdaki gibi gösterilir.

$$E(R_i) = R_f + \beta_1(F_1) + \beta_2(F_2) + \dots + \beta_n(F_n)$$

$E(R_i)$ = i hisse senedinin beklenen getirisi (Özsermaye maliyetine dönüşür)

R_f = Risksiz faiz oranı

F_1 = Faktör 1

β_1 = 1. Faktörün beta katsayısı

Bu faktörlerden en çok kullanılanları büyüme, enflasyon, para arzı, döviz kuru gibi değişkenlerdir. Bu makroekonomik faktörlerin ne olacağı ve hangilerinin alınması gerektiği konusunda tartışmalar devam etmektedir. Faktörler hesaplanırken teoride gerçekleşen ile beklenen arasındaki fark alınır. Örneğin F_1 enflasyon olsun.

F_1 = Gerçekleşen enflasyon – beklenen enflasyon olarak hesaplanır. Çünkü beklenen enflasyon fiyatlara yansımıştır ve gerçekleşen enflasyon beklenenden farklı ise fiyatlara etkisi olacaktır.

* Bu formülde R_f , ABD riskiz faiz oranıdır. Bulunan özsermaye maliyetleri dolar bazındadır.

* λ = Şirketin Yurt İçi Hasılatının Yüzdesi/Sektörün Ortalaması olarak bulunur.

APT, CAPM'ye alternatif olarak çıkmıştır. CAPM'nin avantajı basit ve uygulamasının kolay olmasıdır. Piyasa endeksinin ekonomik faktörleri tam olarak yansıtmadığı durumlarda APT'nin kullanılması CAPM'ye göre daha iyi sonuçlar verir. Fakat APT özsermaye maliyetini belirlerken hesaplamadaki güçlük yüzünden CAPM kadar yaygın kullanılmamaktadır.*

2.2.4 Ayrıcalıklı (İmtiyazlı) Hisse Senetlerinin Maliyeti

İmtiyazlı hisse senetlerindeki kar payı ödemeleri şirket gelirleri üzerinde öncelik hakkını ortaya koyar. Adi hisse senetleri kar paylarına göre önce ödenir. Ayrıcalıklı (imtiyazlı) pay senetlerinin maliyetini imtiyazlı hisse senetlerinin üzerindeki kar payı belirler. Ödenecek kar payları çoğu kez yönetim kurulu kararına bağlıdır.

İmtiyazlı hisse senetlerinin kar paylarının sabit ve sonsuza dek süreceği varsayılırsa imtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti;

$k_p = D/P$ formülünden bulunur.

Bu formülde;

k_p =İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti

D =İmtiyazlı hisse seneti yıllık kar payı(temettü) ödemesi

P =İmtiyazlı hisse senedinin piyasa fiyatı

2.2.5 Değiştirilebilir Tahvillerin Maliyeti

Bir şirketin pay senetleri ile değiştirilebilir tahvilleri varsa bu tahvillerin maliyeti hesaplanmalıdır. Buna göre, belirli bir süre içinde tahvil önceden belirlenen bir sayıda, adi hisse senedine değiştirilebilir. Bunu aşağıdaki gibi formüle etmek mümkündür.⁵⁰

$$B_p = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{I_t(1-T)}{(1+r_e)^t} + \frac{(CR)(P_n)}{(1+r_e)^n}$$

Bu formülde;

B_p =Tahvilin firmaya olan net getirisi

* APT'nin kullanılmasıdaki bir başka yaklaşım da; $r_e = R_f + \sum_{j=1}^{j=k} \beta_j (E(R_j) - R_f)$ dir.

Burada; r_e =özsermaye maliyeti, R_f =risksiz faiz oranı, β_j = Faktör J için beta katsayısı, $E(R_j)$ = J faktörünün beklenen getirisi, k=faktör sayısı'dır. Bkz. Damodaran (1994), a.g.e., s.34.

⁵⁰ Berk, a.g.e.,s.282.

I_t =Tahvilin yıllık faiz ödemeleri

T = Kurumlar vergisi oranı

n =Yatırımcının değiştirilebilir tahvili elinde tuttuğu süre

P_n = n yılının sonunda pay senetlerinin beklenen piyasa fiyatı

CR =Tahvillerin hisse senedine çevrilme, değişim oranı

r_e =Değiştirilebilir tahvilin maliyeti

2.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Bir şirket, özsermaye, borç ve imtiyazlı hisse senetleri olmak üzere üç kaynaktan fon yarattığına göre; ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bu maliyetlerin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ağırlıklar piyasa değerini yansıtacak ağırlıklar olmalıdır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital-WACC) aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$WACC = r_e \left[\frac{E}{D + E + PS} \right] + r_d \left[\frac{D}{D + E + PS} \right] + r_{ps} \left[\frac{PS}{D + E + PS} \right]$$

Bu formülde;

E = Özsermayenin piyasa değeri

D =Borcun piyasa değeri

PS =İmtiyazlı hisse senedinin piyasa değeri

r_e =Özsermaye maliyeti

r_d =Borcun vergiden sonraki maliyeti

r_{ps} =İmtiyazlı hisse senedi maliyeti

WACC hesaplanırken defter değeri ağırlıkları ya da piyasa (pazar) değeri ağırlıklarının kullanılması ile ilgili çeşitli tartışmalar vardır.* Piyasa değerine karşılık defter değeri ağırlıklarının kullanılmasını savunanların üç savları vardır. Birincisi, defter değeri ağırlıklarının volatil olmaması yani defter değerinin piyasa değeri kadar çabuk değişmemesidir. Bu doğru olmasına karşılık defter değerinin güçsüzlüğünü gösterir. Çünkü şirketin gerçek değeri hem şirkete hem de piyasaya özgü bilgilere göre zaman

* Uygulamada özellikle piyasa değerlerinin hesaplanmasının olanaksız olduğu veya tam olarak gerçeği yansıtmadığı durumlarda defter değeri ağırlıklarını kullanan analistler vardır.

içinde değişir. İkincisi; defter değeri ağırlıklarının kullanılmasının borç oranlarını hesaplarken daha konservatif bir yaklaşım olduğudur. Bunun temelinde yer alan varsayım ise piyasa değerli borç oranlarının defter değerli borç oranlarına daha düşük olmasıdır. Fakat bu, gerçeğe dayanmamaktadır. Üçüncü sav ise, kreditorlerin piyasa değerlerine göre değil de defter değerlerine göre borç verdikleri yönündeki savunmalarıdır. Bu da daha çok algılama ile ilgili bir durumdur. Teorik olarak piyasa değeri ağırlıklarını kullanmak daha doğrudur. Çünkü menkul kıymetler piyasaya defter değeri üzerinden değil piyasa değeri üzerinden çıkarılır.*

Aynı zamanda birçok analist borç/özsermaye oranlarını belirlerken şirketin uzun vadede gerçekleştirmek istediği borç/özsermaye oranlarını hedef borç /özsermaye oranı olarak kullanırlar. Burada şirketin ait olduğu sektördeki ortalama borç/özsermaye oranları kullanılır. Bunun altındaki varsayım şirketin sektördeki ortalama borç/özsermaye oranlarına yaklaşıcağıdır. Aynı zamanda WACC'yi minimize eden optimal borç/özsermaye oranları da kullanılabilir.⁵¹

Hedef sermaye yapısı geliştirilirken aynı zamanda şirketin şu andaki piyasa değerlerine göre sermaye yapısı göz önüne alınarak sektördeki şirketlerin ortalamasına bakılır. Bu durumda; şirket yönetiminin hedef sermaye yapısı hakkındaki yaklaşımları da önemlidir.⁵²

2.3.1 Marjinal Sermaye Maliyeti

Piyasa faiz oranlarının yüksek olduğu zamanlarda, yeni hisse senedi çıkarımı ile sağlanan özsermayenin maliyeti dağıtım ve çıkarım giderleri de eklendiğinde

* Pazar değeri ağırlıkları şöyle hesaplanabilir. Özsermayenin piyasa değeri, toplam hisse senedi sayısı ile hisse senedinin cari fiyatının çarpılmasıyla bulunur. Borcun piyasa değerini bulmak daha zordur. Borcun defter değeri piyasa değerine basit olarak şöyle çevrilir. Defter üzerindeki borç; kuponlu tahvilmiş gibi kabul edilerek tahvilin şu anki piyasa değerinden, yani fiyatından borcun piyasa değeri hesaplanır. Tahvil fiyatlama formülü kullanılır. Şöyleki;

$$T_d = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

Burada; T_d =borcun piyasa değeri, r şu anki borçlanma maliyeti, C_t =faiz ödemesi, n = borcun vadesi, P =borcun defter değeri'dir. Bkz. Damodaran(2002), a.g.e., s.216.

⁵¹ Luis E. Pereiro, **Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach**, 1.b., New York: John Wiley & Sons, 2002, s.130.

⁵² Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels, **Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies**, 4.b., New Jersey: John Wiley Sons, 2005, s.323.

dağıtılmayan karlara göre daha yüksektir. Bu yolla sağlanan kaynak şirketin WACC'sini arttırmaktadır. Öncelikle en düşük maliyetli kaynakların kullanılması gerekir.

Marjinal sermaye maliyeti, ilave bir liralık kaynak için ödenmesi gereken sermaye maliyetidir.⁵³ Yani yatırımlar için yeni sağlanacak fon maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Marjinal sermaye maliyeti şirketin sermaye bütçelemesinde iskonto oranı olarak da kullanılır. Projenin iç verim oranı, marjinal sermaye maliyetinden büyük olduğu sürece yatırım projesi kabul edilir.

2.3.2 Genel Değerlendirme

Pratikte WACC'yi hesaplamak her ne kadar kolay ve basit olmasa da, bunu doğru olarak hesaplamak çok önemlidir. Zira yanlış hesaplanan WACC ile şirket değerini doğru bulmak imkansızdır.

Şirketler sermaye gereksinimlerini özsermaye veya yabancı kaynaklarla karşılarlar. Burada hangi kaynağın ne oranda kullanılacağını belirlemek için bu kaynakların maliyetini bilmek gerekir. Sermaye maliyetini düşürmek için kaynak maliyeti daha düşük olan kaynak kullanılmalıdır. Bu da şirket değerini maksimum kılmak için çok önemlidir.

Şirketlerin sadece borç ile (yabancı kaynak) varlıklarını sürdürmeleri imkansızdır. Fakat sermaye yapıları içerisinde eğer yabancı kaynağın maliyeti diğer kaynak maliyetlerinden düşükse finansal kaldıraçtan yararlanıp borca daha fazla yer verebilirler. Buradaki en önemli fayda; alınan borç faizinin vergiden düşülmesi yani vergi avantajı sağlanmasıdır. Finansal kaldıraçtan ancak şirket riskli hale gelmeden faydalanmak avantajlı olabilir.* Finansal kaldıraç belli bir noktaya yükseldikten sonra şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesi zorlaşabilir. Bu da şirketi iflasa kadar götürebilir. Bu nedenle, finansal kaldıraç belli bir noktasından sonra şirket riskli hale

⁵³ Cudi T.Gürsoy, **Finansal Yönetim İlkeleri**, 1.b., İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, 2007, s.48.

* Finansal kaldıraç; Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar (veya Borçlar/Özsermaye) olarak hesaplanır. Gelişmiş ülkelerde finansal kaldıraç için uygun oran (toplam borçlar/toplam varlıklar) 0.5'tir. Özkaynakların düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerde ise finansal kaldıraç 0.6'lara hatta 0.65'lere kadar çıkabilir. Fakat bu oran üzerindeki şirketler riskli kabul edilir.

geleceğinden kreditorler ya daha fazla faiz talep edeceklerdir ya da borç vermeyeceklerdir. Riskli hale gelen şirkette hisse senedi sahipleri de daha fazla getiri talep edeceklerdir. Bundan dolayı da sermaye maliyeti artacaktır.

Genelde sermaye maliyetindeki borç maliyeti yedeklerin (alıkonan karların) maliyetinden, yedeklerin(alıkonan karların) maliyeti de yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyetinden daha avantajlıdır.

WACC iskonto edilecek nakit akımlarıyla aynı para biriminde olmalıdır. Nakit akımları dolar bazlı tahmin edilmişse WACC'de dolar cinsinden hesaplanmalıdır. Yerel para cinsinden hesaplama yapılıyorsa hem nakit akımı hem de WACC yerel para cinsinden olmalıdır.

Değerleme nominal değerlerle yapılıyorsa hem nakit akımları hem de WACC nominal bazda hesaplanmalıdır. Reel bazda değerlendirme ise yüksek ve istikrarsız enflasyon durumunda yapılır. Bu durumda nakit akımlarını tahmin ederken enflasyon etkisi dikkate alınmadan reel büyüme oranları kullanılır. Tutarlı olmak için iskonto oranlarını da reel bazda hesaplamak gerekir.

BÖLÜM 3

ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Herhangi bir şirketin değerlemesine geçilmeden önce şirketin yer aldığı ekonominin ve sektörün analizi yapılmalıdır. Bunlardan sonra şirket analizi yapıp değerlendirmeye geçilmelidir. Ekonomi analizinde genel ekonomideki durum, para ve sermaye piyasasındaki gelişmeler incelenmelidir. Ekonominin gelişme ve daralma dönemlerinin şirket faaliyetleri üzerindeki etkileri araştırılmalıdır. Bir şirketin değeri içinde bulunduğu ekonomiye bağlıdır. Şirket değeri ekonomideki dalgalanmalardan etkilenir. Bu yüzden değerlendirme ne kadar iyi araştırılmış ve düzgün yapılmış olursa olsun zamanla sınırlıdır ve gelen yeni bilgilere ve ekonominin durumuna göre gözden geçirilip güncellenmelidir.

Sektör analizinde ise şirketin hangi sektör içinde olduğu ve bu sektörün ekonomik konjonktüre ne kadar duyarlı olduğu araştırılır. Bilindiği gibi bazı sektörler ekonomiye daha duyarlı olurlar. Bazıları ise dönemsel olarak ekonomiden etkilenirken diğer bir kısmı ise ekonomiye daha az duyarlıdır. Genel ekonomik durum ve sektör incelendikten sonra şirket analizinde şirketin geçmiş yıllardaki kar/zarar rakamları, geçmiş yıllardaki finansal tabloları, temettü dağıtım politikası, şirketin finansman durumu ve etkinliği, şirketin patent, imtiyaz gibi haklara sahip olup olmadığı, yönetim kadrosu ve hukuki durumu incelenmelidir.⁵⁴ Değerlemeden önce oluşturulacak proforma finansal tablolar için şirket analizi çok önemlidir.

Teorik olarak uygulanan birçok değerlendirme yöntemi vardır. Bu değerlendirme yöntemlerinin pratikte uygulanması kolay olmamakla beraber önceden de söz edildiği gibi geleceğe yönelik birçok varsayım içerir. Geleceğe yönelik yapılan bu varsayımlar ne kadar gerçeğe yakın olursa şirket değeri de o derece doğru hesaplanmış olur.

Bir şirketin hisse başı piyasa fiyatı ile belirli yöntemlere göre bulunan gerçek değeri (olması gereken teorik değer) arasındaki ilişki oldukça önemlidir. Eğer bir şirket hissesinin pazar fiyatı gerçek değer üzerinde ise, bu şirket hissesinin pahalı olduğu, şirket hissesinin piyasa değerinin gerçek değerden düşük olduğu durumlarda ise, söz konusu şirket hissesinin ucuz olduğu söylenir.

⁵⁴ Yazıcı, a.g.e.,s 19.

Şirket değerleme yaklaşımları için birçok kategori tanımlanmıştır. White/Sondhi/Fried değerleme modellerini, aktiflere dayalı değerleme modelleri (asset based valuation), iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yöntemler (discounted cash flow-DCF), normal dışı karlar (Residual Income, Edwards-Bell-Ohlson) modeli olarak kategorize ederken⁵⁵ Fernandez en çok kullanılan değerleme modellerini bilanço bazlı metotlar, gelir tablosu bazlı metotlar, karışık metotlar, indirgenmiş nakit akımlarına dayalı metotlar olarak kategorize etmiştir.⁵⁶ Damodoran ise, değerleme modellerini genelde dört yaklaşıma ayırmıştır. Birincisi, indirgenmiş nakit akımları (discounted cash flow valuation-DCF) modelleri, ikincisi aktif bazlı yaklaşımlar, üçüncüsü göreceli değerleme (relative valuation), ve son olarak ise opsiyon fiyatlama modellerine dayalı metotlardır.*

Bu çalışmada ise değerleme yöntemleri; aktif bazlı yaklaşım, gelir bazlı yaklaşım (iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yaklaşım) ve piyasa bazlı yaklaşım (göreceli değerleme) olarak üç ana grup altında incelenmiştir. Bunlardan ayrıca yine iskonto edilmiş nakit akımlarına dayanan Ekonomik Katma Değer'den (Economic Value Added- EVA) ana hatlarıyla bahsedilmiş ve hem iskonto edilmiş nakit akımları hem de aktif bazlı yaklaşımların karışımı olan Artık Kar (Residual Income-RI) metodu anlatılmıştır. Ayrıca Ekonomik Kar (Economic Profit-EP) ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (Cash Flow Return on Investment-CFROI) modelleri incelenmiştir.

3.1 Aktif Bazlı Yaklaşım

Aktif bazlı yaklaşımlarda şirket değeri belirlenirken aktiflerinin değeri esas alınır. Bu modele göre; bir şirketin değeri sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden oluşur. Aktif bazlı (varlığa dayalı) değerleme yöntemleri şirketin maddi olan duran varlıkları, maddi olmayan duran varlıkları ve borçlarını temsil eder.⁵⁷ Bu yaklaşımlar muhasebe kayıtlarına dayanır. Statik bir değerlendirme yöntemi olduğundan şirketin gelecekte beklenen değişimini dolayısıyla şirketin gelecekte sağlaması beklenen nakit akımlarını, sektörün içinde bulunduğu durumu, insan kaynakları veya organizasyon problemlerini,

⁵⁵ A.Osman Gürbüz, Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, l.b., İstanbul:Literatür Yayıncılık, 2004, s.87.

⁵⁶ Fernandez, a.g.m., s.3.

* Bu çalışmada opsiyon fiyatlama modellerine dayalı metotlar yer almadığından inceleme konusu edilmemiştir.

⁵⁷ James R. Hitchner, **Financial Valuation:Application and Models**, l.b.,New York: John Wiley& Sons, 2006, s. 317.

şirketin yapmış olduğu anlaşmalar gibi muhasebe tablolarına yansımayan diğer faktörleri dikkate almaz.⁵⁸ Bu yüzden aktif bazlı modeller, iskonto edilmiş nakit akımları ve göreceli değerlemeye dayanan modellerinin alternatifi olamaz

Bu yaklaşımda şirketin değerinin bilançodan belli olduğuna inanılır. Bu yaklaşım kapsamında, maddi ve maddi olmayan aktiflerin yanında kullanılmayan aktifler de alınır fakat şerefiye ve diğer benzeri maddi olmayan aktifler alınmaz.⁵⁹

Bir şirketin değeri, sahip olduğu varlıkların toplam değeridir şeklindeki yaklaşım tartışma konusudur. Devam eden bir işletme için sadece şu an yapılmış olan yatırımlar değil aynı zamanda gelecekte yapılması beklenen yatırımlar ile bunların karlılığı da önemlidir. Büyüme fırsatları olan şirketler için aktif bazlı değerlemeler düşük değerlemelere sebep olur.

Aktif bazlı değerlendirme metotları dahilinde, Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Net Aktif Değeri yöntemleri incelenmiştir.*

3.1.1 Defter Değeri

Bir şirketin defter değeri bilançosunda gözüken özsermaye (öz kaynak,özvarlık) değeridir. Özsermaye değeri toplam varlıklar ve toplam borçlar arasındaki farka eşittir. Şöyle ki;

Defter Değeri (Özsermaye Değeri)= Toplam Aktifler- Toplam Borçlar

⁵⁸ Fernandez, a.g.m., s.4.

⁵⁹ Chambers, a.g.e.,s.178.

* Aktif bazlı değerlendirme yaklaşımına maliyet yaklaşımı da denmektedir. Buradaki varsayım; bir şirketin geçmişte elde ettiği kazançları gelecekte elde edeceğinin garantisi bulunmadığı bu yüzden önemli olan şirketin varlıklarının değeridir. Bu, yatırımcı açısından da değerlendirildiğinde şirketin geçmişteki karlarından çok şirketin varlıklarının maliyet veya piyasa değerinin önemli olduğu ortaya çıkar. Bu yaklaşımı temel alan değerlendirme yöntemlerinden defter değeri, net aktif değeri, tasfiye değerinden başka yerine koyma değerinden (substantial value veya replacement value) bazı yazarlar tarafından az da olsa söz edilmiştir. Pablo Fernandez (2006); yerine koyma değerini temelde bir işletmenin yeni baştan yapılması için yapılacak maliyetlerin toplamı olarak tanımlamış ve değerlendirilen bir şirket için, aynı koşullarda özdeş bir yatırımın yeniden yapılması için olan değeri temsil ettiğini söylemiştir.

Özsermayenin çıkarılmış toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse başına defter değeri bulunur. Normal şartlarda bir hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinin üzerinde olması beklenir. Eğer bir hisse senedi defter değerinin altında işlem görüyorsa söz konusu senedin düşük değerlenmiş olduğu kanısı oluşur. İşletmenin özsermayesi ödenmiş sermayesinden yüksek ise defter değeri nominal değerinden yüksek, aksi durumda nominal değerden düşük olacaktır.* Bir başka deyişle; defter değeri (muhasabe değeri), belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasabe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir.⁶⁰ Muhasebe sistemi maliyet değerlerine ve belli bir tarihe göre düzenlendiğinden dolayı, zamanla varlıkların değeri özellikle maddi duran varlıkların değeri büyük oranda değişir. Dönen varlıklarda, nakit değerler, kasa, menkul kıymetlerin ve ticari alacakların defter değerleri ile piyasa değerleri birbirine yakın olabilir. Fakat duran varlıkların defter değerleri piyasa değerlerinden farklılık gösterir. Aynı zamanda maddi olmayan duran varlıkların bir kısmı kaydedilmez, diğer bir kısmı da piyasa değerleriyle örtüşmez. Bu yüzden ki, defter değerleri şirketlerin gerçek değerlerini göstermez.

Defter değerlerinin piyasa değerleri ile çok fazla uyum sağlamadığı gözlenmektedir. Bunun nedenleri arasında, uygulanan muhasabe esaslarının varlığın değişimdeki değerini yansıtmaması (örneğin enflasyon muhasebesinin uygulanmaması) veya varlığın değerinde oluşan değişimler muhasebeleştirilirken farklı tercihlerin kullanılması (amortisman oranları, varlığa yapılan ek yatırımların giderleştirilmesi vb gibi) gösterilebilir.⁶¹

Defter değeri aşağıdaki durumlarda önemli olabilir.⁶²

- Yeni kurulmuş şirketlerde,
- Gelecek ile ilgili belirsizliğin çok yüksek olmasından dolayı gelecek yıllarda beklenen nakit akımlarına dayalı yöntemlerin oldukça spekülatif bir hal aldığı durumlarda,
- Karları dengesiz olan şirketlerde,

* 1 yıl nominal değerli hisse senetleri için geçerlidir.

⁶⁰ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, 3.b., İstanbul: Alfa Basım Yayın, 1998, s.232.

⁶¹ Mehmet Kepez, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2006.

⁶² İsmet Demirkol, **“Firma Değeri Yaklaşımları”**, 2008, [www.finanskulup.org.tr/assets/makale/Ismet.Demir.kol.Firma.Degeri.Yaklasimlari,2008].

-Bankalar gibi varlıklarının önemli bir bölümü "parasal varlıklar" olan finansal kurumlarda.

Bir şirketin değeri sadece maddi duran varlıkların değerinden oluşmaz. Maddi duran varlıklarının yanı sıra, maddi olmayan duran varlıklar da şirket değerlemesinde değer yaratıcı unsurdur. Şirketlerde değeri meydana getiren faktörler günümüzde maddi duran varlıklardan, maddi olmayan ve entellektüel varlıklara doğru kaymaktadır.* Buna karşın maddi olmayan duran varlıkların finansal tablolarda ölçülmesi yetersiz kalmaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar içerisinde patentler, haklar, şerefiye, yazılım programları, kuruluş ve örgütlenme giderleri, araştırma ve geliştirme maliyetleri, isim hakkı, müşteri ve tedarikçiyle olan ilişkiler, müşteri sadakati, pazar payı ve pazarlama hakları yer alabilir. Bunların bir kısmı var olan muhasebe sistemine göre ölçülüp aktifleştirilmekte iken diğer bir kısmı gider olarak kaydedilmekte, diğer bir kısmı ise ölçülemeyip finansal tablolara aktarılamamaktadır.* İşletmelerin sahip oldukları bu maddi olmayan varlıkların genel olarak entellektüel sermaye olarak adlandırılmasına rağmen entellektüel sermaye sadece patent, marka, şerefiye gibi maddi olmayan duran varlıkları değil teknoloji, beceri, bilgi, eğitim ve müşteri ilişkileri gibi insan sermayesini de içerir.⁶³ Ancak, entellektüel sermayenin birçok unsuru varlık tanımına uymadığı için bilançoya dahil edilememektedir. Bir şirket için önemli olan gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarıdır. Bu nakit akımları hem maddi olan duran varlıklarla hem de maddi olmayan duran varlıklarla yaratılabilir. Bu yüzden ki indirgenmiş nakit akımlarına dayalı modeller şirket değerlemesinde maddi olmayan varlıklardan yaratılan gelirleri de hesaba kattığı için daha yararlı sonuçlar vermektedir.

Defter değerleri aynı zamanda piyasada göreceli değerlendirme metotlarında kullanılır. Öte yandan bir şirketin defter değerinin (özsermayesinin) yüksek olması ve bu özsermayeyi etkin olarak kullanması son derece önemlidir.

* Bunun altındaki önemli faktörler arasında yasal yapıdaki değişimler (patentlerin değer üzerindeki etkisi), internet ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerin etkileri ve entellektüel sermayenin kaldıraç etkisini göstermiştir.

Bkz. http://enm.blogcu.com/entelektuel-sermayenin-firma-degeri-uzerine-etkisi-2_4804663.html, 2008.

* Örneğin şerefiye hesabı Muhasebe Sisitemi Uygulama Genel Tebliği'ne göre bir şirket devralınırken katlanılan maliyet ile söz konusu şirketin rayiç bedelle hesaplanan net varlıklarının değeri arasındaki olumlu farkların izlenmesinde kullanılır. Rayiç bedel tespit edilemiyorsa şirketin net defter değeri esas alınır. Bu durumda şerefiye, bir şirketin defter değeri ile şirket satın alınması sırasında ödenen bedel arasındaki farka dönüşmüş olur.

⁶³ Mustafa Çıkrıkçı, Abdulkirim Daştan, "Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması", Bankacılar Dergisi, Sayı 43, 2002, ss.18-32.

3.1.2 Net Aktif Değeri

Net aktif değeri yöntemi şirketlerin piyasa değerleri ile hesaplanan varlıklarından mevcut borçlarının çıkarılmasıyla bulunur. Yani bilançoda yer alan tarihi maliyetli kalemlerin günümüzün cari piyasa değerlerine taşınmasıdır.⁶⁴ Bu yüzden net aktif değerine düzeltilmiş defter değeri de denir. Aşağıdaki gibi gösterilir.

Net Aktif Değer= Şirketin Aktiflerinin Piyasa Değeri-Şirketin Borçlarının Piyasa Değeri

Net aktif değerinde bilançoda kaydedilen bütün varlıklar (maddi ve maddi olmayan duran varlıklar) yeniden piyasa değerlerine göre düzeltilmelidir. Bu yapıldıktan sonra borçların piyasa değeri bulunup, varlıkların piyasa değerinden çıkarılması ile şirketin net aktif değeri bulunur.

Bu yöntemi savunanlar “şirket satın alanlar gelecekteki kazançları satın almaz; önceki yıllardaki kazançların gelecekte de olacağının garantisini kimse veremez” tezini savunmaktadırlar. Bundan dolayı şirketlerin net aktif değerlerinin önemli olduğu ifade edilmektedir⁶⁵. Fakat bu yöntemin uygulanması kolay değildir zira aktiflerin piyasa değerini belirlemek zordur. Genelde yöntem uygulanırken eksperlerden yararlanılır.*

Net aktif değerinin kullanıldığı durumlar aşağıda belirtilmiştir.⁶⁶

- Şirket faaliyetlerini yavaşlatmış veya durdurmuşsa,
- Şirket faaliyetlerine kısa bir süre önce başlamışsa,
- Şirketin finansal yapısı zayıf veya şirket zarar etmekteyse,
- Şirket yükümlülüklerini karşılayacak kadar nakit yaratamıyorsa,
- Şirketin varlıkları oldukça değerli ise,
- Şirket know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse*

⁶⁴ İvgen, a.g.e., s.165.

⁶⁵ Yazıcı, a.g.e.,s.52.

* Veya duran varlıkların değerlendirilmesinde şirketlerin duran varlıklarını sigorta ettirdikleri cari değerler kullanılabilir.

⁶⁶ Yazıcı, a.g.e.,s.53.

* Net aktif değerinde maddi olmayan varlıkların da alınması gerekir. Sahip olunan patent, kullanım hakları, know-how değeri gibi son derece subjektif maddi olmayan varlıklar da değerlemeye dahil edilmelidir.

Şirketler sahip oldukları maddi duran varlıkların değerlerini tarihi maliyet ile kaydederler. Bu varlıklar somut varlıklar olduğundan, bunların piyasada alım satımı yapılıyorsa eskime payları da dikkate alınarak işletmelerin maddi duran varlıklarının cari fiyatları hesaplanabilir. Maddi olmayan duran varlıklar ise soyut varlıklar olduğu için bunları ölçmek, maddi duran varlıklara göre daha zor ve karmaşıktır.

Bu yöntem uygulanırken bazı güçlüklerle karşılaşılır. Zira bazı varlıkların piyasa değerini belirlemek oldukça zordur. Özellikle şirketin sahip olduğu makine ve teçhizatın başka kurumlarda olmaması durumunda bu varlıkların piyasa fiyatları subjektif olarak tahmin edilir. İkinci el piyasada bu varlıklara karşı talep yoksa, duran varlıklardaki teknoloji geri kalmışsa, varlıkların son durumu kötü ve bakımı yapılmamışsa, yeniden yapma maliyeti ile nakit oluşturma potansiyeli düşükse, bu varlıkların piyasa değerleri de düşük olacaktır.⁶⁷

Şirketin işleyen değerini (faaliyette bulunmasını) hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi, karlı şirketler için düşük değer tespitine neden olabilir. Bu yöntem; ülkemizde iştirak ve bağlı ortaklıklara sahip holding, bankacılık ve sigorta şirketlerinin değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlerden biridir.⁶⁸

3.1.3 Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, şirketin tasfiyesi durumunda, yani varlıkları satılıp borçları ödendikten sonra kalan değerdir. Bu değer bir şirket tasfiye edildiğindeki (elden çıkarıldığında) değeridir. Toplam varlıklarının belirli bir süre içerisindeki zorunlu satışından sağlanacak değerden şirketin tüm borçları ödendikten ve tasfiye giderleri (işçilere fazladan yapılan ödemeler, vergi giderleri gibi) düşüldükten sonra tasfiye değerine ulaşılır.⁶⁹ Ayrıca bir şirket varlıklarını nakde çevirmede tasfiye işlemini hızlandırabilmesi için acele etmesi, onun makul indirgenme oranından daha fazla bir indirgenme oranını kabul etmesini zorunlu kılabilir. Bu yüzden tasfiye değeri bir şirketin olabilecek minimum değeridir. Hisse başına tasfiye değeri, tasfiye değerinin toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse senedinin piyasa değeri ile ilgili alt sınırını hisse başına tasfiye değeri oluşturur.

⁶⁷ Yazıcı, a.g.e., s. 54.

⁶⁸ İvgen, a.g.e., s.165.

⁶⁹ Fernandez, a.g.m., s.5.

Bir şirketin faaliyetlerine son vermesi durumunda varlıklarının tümü satılarak elde edilen tutardan, önce şirkete borç vermiş kurumların borcu ve vergiler ödenir. Daha sonra sırasıyla imtiyazlı hisse senetleri sahiplerine ve adi pay senetleri sahiplerine ve diğer giderlere ilişkin gerekli ödemeler yapılır. Bütün bu ödemelerden sonra geriye kalan tutar tasfiye değerini oluşturur. Aynı zamanda bu değere likidasyon değeri de denir.⁷⁰

Tasfiye değeri hesaplanırken uygulamada bir takım zorluklar olabilir, özellikle şirketteki duran varlıkların tasfiyesinde farklı ekspertiz raporlarına göre değişik değerler oluşabilir. Bu nedenle aktif bazlı değerlendirmelerin özel bir durumu olan likidasyon (tasfiye) değeri şirket varlıklarının derhal satılması gerektiği varsayımına dayanır.

Tasfiye değeri gelecek yıllarda nakit akımı yaratması zor ve soysal faydası bulunmayan şirketler için hesaplanabilir, yoksa faaliyetlerini başarı ile sürdüren şirketler için tasfiye değerinden söz etmek pek anlamlı değildir. Yani, tasfiye değeri aslında finansal durumu kötü olan şirketler için daha anlamlı olur, büyüme potansiyeli olan şirketler için anlamlı olmaz.

3.2 Gelir Bazlı Yaklaşım

Gelir yaklaşımına göre şirket değeri, şirketin gelecekte elde etmesi beklenen gelirlere dayanmaktadır. Varlıklar gelir elde ettiği sürece değer ifade ederler. Şirketlerin gelecekte elde edeceği gelirler de nakit akımı yaratma kapasitelerine bağlıdır. Gelir yaklaşımına göre, bir şirketin değeri gelecek yıllarda yaratacağı nakit akımlarının şimdiki değeridir. Bu nakit akımları şirketin büyüme potansiyeli ve riskine bağlıdır.

Gelir yaklaşımını temel alan yöntem, indirgenmiş nakit akımları (Discounted Cash Flows-DCF) yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımları dahilinde başlıca iki yöntem vardır. Bunlar; Özsermayeye Serbest Nakit akımları (Free Cash Flow to Equity-FCFE) ve Firmaya Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flow to Firm-FCFF) yöntemleridir. Özsermayeye serbest nakit akımları dar anlamda kar payı olarak tanımlanırsa, Temettü (Kar payı) İskontolama Yöntemine (Dividend Discount Model-DDM) göre özsermaye değeri bulunur.

⁷⁰ Chambers, a.g.e., s.186.

Bu bölümde indirgenmiş nakit akımları modelinin genel yapısı ve bu modele dayanan Temettü İskontolama, Özsermayeye Serbest Nakit Akımları ve Firmaya Serbest Nakit Akımları Modelleri açıklanmıştır.

3.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme (Discounted Cash Flow Model)

İndirgenmiş Nakit Akımları (Discounted Cash Flow- DCF) yöntemine göre bir şirketin değeri gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değeridir. Bu nedenle bu yöntemin temelini, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen serbest nakit akımları ile bu nakit akımlarını bugünkü değere indirgemedede kullanılan iskonto faktörü oluşturur. Bu yöntemde bir şirketin değerini, şirketin yarattığı nakit akımı, nakit akımlarının gerçekleşme süresi ve söz konusu nakit akımlarının şimdiki değere indirgemedede kullanılacak risk derecesinin fonksiyonu oluşturmaktadır. Gelecekte yaratılacak nakit akımları; şirketin organizasyon yapısı, insan kaynakları, marka değeri, şerefiye ve entellektüel sermayeyi kapsayan nedenlere de bağlı olabildiğinden DCF şirketin gerçek değerini belirlemede önemli ve genel kabul görmüş bilimsel bir yöntemdir. DCF yöntemi, şirket değerlemesinde en çok kullanılan yöntemlerden biridir. Copeland, Koller ve Murrin tarafından ABD’de 31 büyük şirket için yapılan çalışmada; şirketlerin piyasa değerleri ve DCF’ye göre belirlenen değerleri arasında yüksek bir ilişki tespit edilmiştir.⁷¹

Bu yöntemin genel mantığı şöyle işlemektedir: Gelecek yıllarda kazanılması beklenen serbest nakit akımları belli bir süre boyunca, geçmiş finansal tablolardan yararlanılıp, gelecek için proforma finansal tablolar oluşturularak tahmin edilir. Geleceğe yönelik 3-10 yıl arasında serbest nakit akımları tahmini yapılabilir. Bu; değerlemeyi yapan analistin bakış açısı, şirketin yer aldığı sektörün durumu, şirketin dengeye ulaştığı olgunlaşma yılına göre değişir. Tahmin süresi, gelecek ile ilgili belirsizliklere yol açacak bir biçimde çok uzun da tutulmamalıdır.⁷² Tahmin süresi sonunda artık bir değer (nihai değer-terminal value) hesaplanır ve bu değerini yani serbest nakit akımının sonsuza kadar ya belli bir büyüme oranı ile büyüyeceği ya da sabit kalacağı kabul edilir. Belli bir süre boyunca tahmin edilen serbest nakit akımlarının bugünkü değeri ile artık (nihai) değerini de bugünkü değeri bulunarak

⁷¹ Ercan ve diğerleri, a.g.e., s.27.

⁷² Pereiro, a.g.e., s.49.

birbirleriyle toplanır. Böylece şirket değerine ulaşılmış olur. Bunu aşağıdaki gibi genel bir formülde gösterebiliriz.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{SNA_t}{(1+r)^t} + \frac{SNA_{n+1}}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

SNA= Serbest nakit akımı

n=Yıl

r=İskonto faktörü

g=Serbest nakit akımlarının büyüme oranı

Bu genel formülde serbest nakit akımlarının türüne göre iskonto faktörü ve büyüme oranı değişim gösterir. Eğer özsermayeye serbest nakit akımları ile özsermaye değeri bulunuyorsa; iskonto faktörü olarak özsermaye maliyeti, firmaya serbest nakit akımları ile şirket değeri bulunuyorsa Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) iskonto faktörü olarak kullanılır. Bunlara FCFE ve FCFF modelleri açıklanırken değinilmiştir.

DCF; uygulamada karmaşık bir yöntemdir. Birçok bilgi ve girdiyi içermesi, subjektif varsayımlar yapılması ve geleceğe yönelik belirsizlikler modelin dezavantajlarını oluşturur.⁷³ Özellikle gelişmekte olan piyasalarda yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, esnek muhasebe sistemleri gibi ek risklerin nakit akımlarının tahmininde ve iskonto oranında dikkate alınması gerekir. Nakit akımları pozitif olan ve geleceğe yönelik nakit akımları kolaylıkla tahmin edilebilen şirketler için daha anlamlı sonuçlar vermektedir. Aşağıda DCF modeli dahilindeki DDM, FCFE; FCFF modelleri anlatılmıştır.

3.2.1.1 Kar payı (Temettü) İskontolama Modeli-(Dividend Discount Model)

Özsermaye değerlendirme modellerinde, bir şirketteki özsermayeye özgü nakit akımlarının, özsermaye maliyeti (hisse senedi yatırımcılarının istedikleri getiri oranı) ile bugünkü değere indirgemek suretiyle özsermaye değeri tahmin edilir. Özsermayeye özgü nakit akımları dar anlamda kar payı olarak tanımlanırsa Kar payı (Temettü)

⁷³ Chambers, a.g.e., s.211.

İskontolama Yöntemi'ne göre ve geniş anlamda özsermayeye özgü nakit akımları olarak tanımlanırsa FCFE'ye göre özsermaye değeri tahmin edilir.⁷⁴

İndirgenmiş nakit akımları (DCF) değerlemesinin temel modellerinden olan Kar payı İskontolama Modeline (Dividend Discount Model-DDM) göre bir hisse senedinin değeri, şirketin gelecekte ödemesi beklenen temettülerin bugünkü değeridir. Yatırımcılar hisse senetlerine yatırım yaptıkları zaman bekledikleri getiri, temettü (kar payı) ödemeleri ve sermaye kazançlarıdır.

Bir hisse senedinin piyasa fiyatı P_0 , 1 yıl sonraki beklenen fiyatı P_1 ve hisse başına beklenen temettü D_1 olsun. Bu hisse senedinin bugünkü P_0 fiyatı, yani bugünkü değeri 1 yıl sonraki sağlanacak sermaye kazancı ve temettü ödemesinin bugünkü değeridir. Bu durum aşağıdaki gibi formüle edilir.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}$$

Buradaki r = beklenen getiri oranı veya piyasa kapitalizasyon oranı olarak adlandırılır. Bu oran temelde iskonto faktörüdür yani özsermaye maliyetidir. Buradaki P_1 fiyatı da gelecekte ödenmesi beklenen kar paylarına göre belirlendiğinden, hisse senedinin şu anki değeri yani P_0 fiyatı, şirketin gelecekte sonsuza kadar ödemesi beklenen temettülerin şimdiki değeridir. O zaman bir hisse senedinin değerini DDM'ye aşağıdaki gibi formüle ederiz.

$$\text{Bir Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t}$$

Bu formülde;

DPS_t = Hisse başı beklenen temettü

r = özsermaye maliyeti (hisse senedinden beklenen getiri oranı)

Bu modelde görüldüğü üzere iki temel bilgiye ihtiyaç vardır. Birincisi, beklenen temettü ödemelerini tahmin etmektir. İkincisi ise özsermaye maliyetidir. Beklenen temettü ödemelerini tahmin etmek için gelecek kazançlardaki beklenen büyüme oranları

⁷⁴ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.111.

ve kar payı ödeme oranları ile ilgili varsayımlar yapılır. Özsermaye maliyetini belirlemek için ise ikinci bölümde anlatıldığı gibi CAPM, APT veya Gordon Modeli'nden faydalanılır.

Temettü ödemeleri projeksiyonları sonsuza kadar yapılamayacağından Gordon'un sabit büyüme modeli kullanılır. Bu model, bir şirket uzun dönemde sabit bir büyümeye yani durgun, değişmeyen bir büyüme oranına sahipse kullanılır. Modele göre; bir hisse senedinin değeri aşağıdaki gibi bulunur.

$$\text{Bir Hissenin Değeri} = \frac{DPS_1}{r - g}$$

Bu formülde;

DPS_1 = Gelecek yılda beklenen temettü ödemesi

r = Özsermaye maliyeti (hisse senedinden beklenen getiri oranı)

g =Temettü büyüme oranı

Durağan büyüme döneminde, bir şirketin büyüme oranı içinde bulunduğu ekonominin büyüme oranından fazla olamaz. Uzun dönemde hiçbir şirket ekonomideki büyüme oranından daha fazla ve anlamlı bir şekilde büyüyemez. Örneğin ekonomi %5 büyürken, bir şirket sonsuza kadar %15 büyürse en sonunda şirket ekonomiden daha büyük bir hale gelir. Fakat kısa dönemde örneğin birkaç yıl için bir şirket içinde bulunduğu ekonomiden daha hızlı büyüyebilir veya bir şirketin sabit büyüme hızı, içinde bulunduğu ekonominin büyüme oranından en fazla %1 veya %2 üzerinde olabilir.⁷⁵ Şirketin önümüzdeki birkaç yıl içinde hızlı büyüyeceği ondan sonra da sabit bir büyüme hızına ulaşacağı tahmin ediliyorsa, iki aşamalı Temettü İskontolama Modeli kullanılabilir. Bu modelde ilk dönemdeki büyüme oranı genelde sabit büyüme oranından fazla olur. Bu nedenle iki aşamalı temettü iskontolama medelinde birinci evrede şirket belli bir süre olağandışı (extraordinary) büyüme evresindedir. İkinci evrede ise sonsuza kadar sabit bir büyüme evresine girer.

* Bu formülün kullanılabilmesi için $r > g$ olmalıdır. Aksi takdirde sonuç belirsiz ya da negatif olacağından bu formül mantıksız olacaktır.

⁷⁵ Damadoran (2002),a.g.e., s.354.

İki aşamalı temettü iskontolama modelinde hisse senedinin değeri aşağıdaki gibi ifade edilir.

Hisse Senedinin Değeri= Olağan Dışı Dönemde Elde Edilecek Temütlülerin Bugünkü Değeri+ Son (Nihai) Fiyatın Bugünkü Değeri

Nihai (Son) Değer: Hisse senedinin belirlenmiş bir elde tutma dönemi sonundaki fiyatı

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+r_{e,hg})^n} \text{ ki burada } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(r_{e,st} - g_n)}$$

DPS_t = Hisse başına beklenen kar payı

r_e = Özsermaye maliyeti (h_g = yüksek büyüme dönemi; s_t = sabit büyüme dönemi)

g_n = n yılından sonra sonsuza kadar temettü büyüme oranı

P_n = n yılı sonundaki hisse fiyatı

Şirket üç aşamalı bir büyüme evresinden geçiyorsa ve birinci evrede yüksek sabit büyüme, ikinci evrede büyümenin azalması ve üçüncü evrede sonsuza kadar sabit bir büyüme durumu var ise; yukarıdaki formül üç aşamalı temettü iskontolama modeline dönüşür.* 3 aşamalı temettü iskontolama modelinde, hisse senedinin değeri yüksek büyüme evresi ve geçiş evresindeki beklenen temettü ödemelerinin bugünkü değerleri ile sonsuza kadar sabit büyüme evresinin başındaki uç (nihai) fiyatın (terminal price) bugünkü değerinin toplamıdır.

Bunu aşağıdaki gibi formüle ederiz.⁷⁶

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1+g_a) \times \Phi_a}{(1+r_{e,hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1+r_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n2}(1+g_n) \times \phi_n}{(r_{e,st} - g_n)(1+r_{e,st})^n}$$

Yüksek Büyüme Evresi

Geçiş Evresi

Sabit Büyüme Evresi

Bu formülde;

* Şirket iki veya üç aşamalı büyüme evresinde ise veya belli bir süre için farklı büyüme hızları tahmin ediliyorsa yapılan işlem yine aynıdır. Bu durumda da bir hissenin değerini bulmak için, şirketin gelecekte sonsuza kadar ödeyeceği temettülerin şimdiki değeridir teorisi uygulanır. Şirket sabit büyüme hızına ulaşana kadar ödenecek temettülerin şimdiki değeri hesaplanır. Sabit büyüme evresindeki sonsuza kadar ödenecek temettülerin de şimdiki değeri alındıktan sonra, hesaplanan tüm temettülerin şimdiki değerleri toplanarak bir hisse senedinin değeri bulunur.

⁷⁶Aswath Damodaran, "ThreeStageDDM", Lecture Notes, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/ddm.html, 2008]

EPS_t =t yılındaki hisse başına kazanç

DPS_t =t yılındaki hisse başı temettü tutarı

g_a =Yüksek büyüme evresindeki büyüme oranı(dönem uzunluğu n_1)

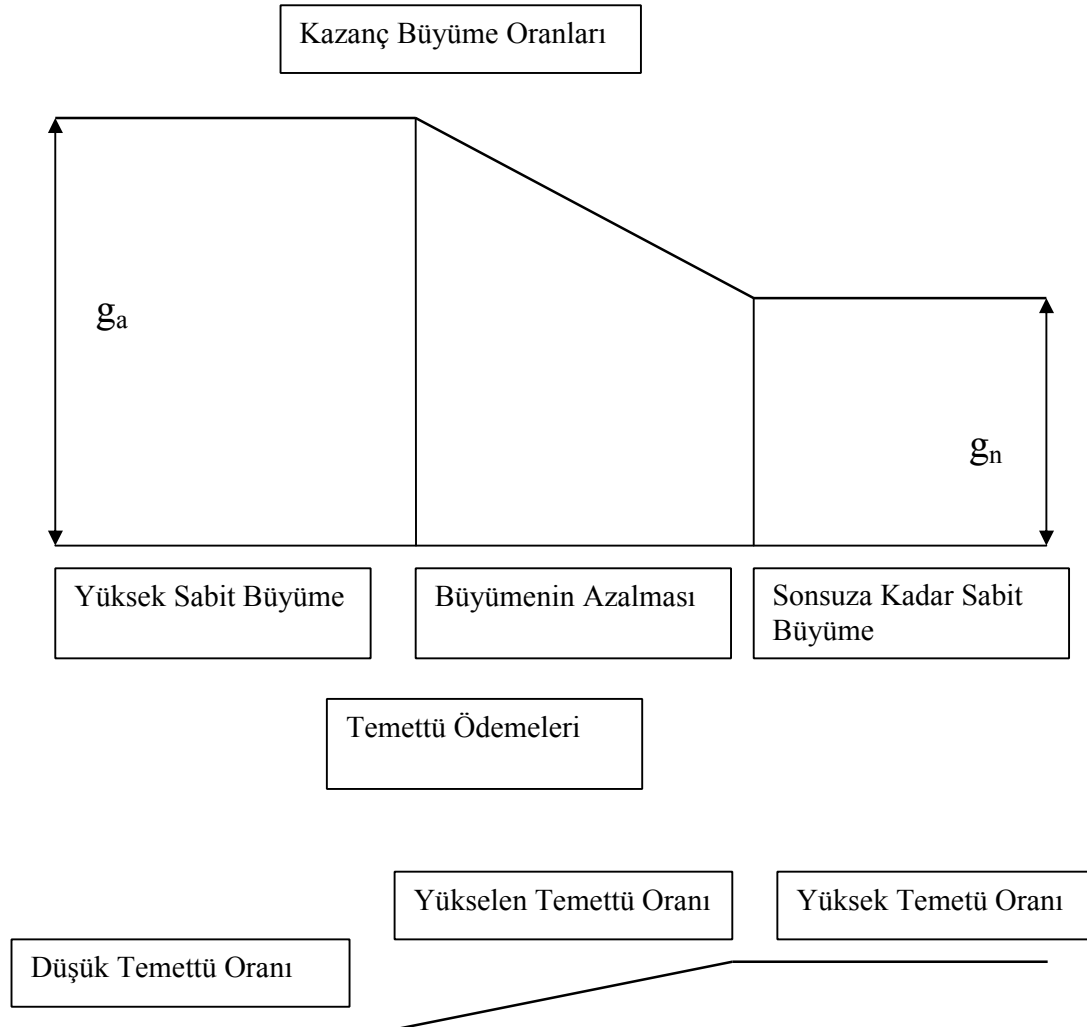
g_n =Sabit büyüme evresindeki büyüme oranı

ϕ_a =Yüksek büyüme evresindeki kar payı (temettü) dağıtım oranı

ϕ_n =Sabit büyüme evresindeki kar payı (temettü) dağıtım oranı

r_e =Yüksek büyüme evresi (hg), geçiş evresi(t) ve sabit büyüme evresindeki(st) özsermaye maliyeti

Aşağıdaki şekilde üç evreli karların büyüme oranları ile kar payı dağıtım oranı arasındaki ilişki gösterilmektedir.



Şekil 1: Üç Aşamalı Temettü İskontolama Modelinde Beklenen Büyüme

Kaynak: Aswath Damodaran, *Investment Valuation*, 2002, s.341

Şirketlerin bir yaşam seyiri vardır. Bazı şirketler belli dönemlerde ekonomiden daha hızlı büyür ve daha sonra bu büyüme durur. Belli bir süre sonra da sabit bir büyüme oranını yakalayabilir.

Bu modelde temettü oranlarını ve bu temettülerdeki büyüme oranlarını gelecek için tahmin etmek pratikte oldukça zordur. Temettülerdeki büyüme oranı aşağıdaki gibi tahmin edilebilir.

$$\text{Beklenen Büyüme Oranı} = \text{Dağıtılmayan Kar Oranı} \times \text{Özsermaye Karlılığı}^*$$

Yüksek hızla büyüme ve risk arasında pozitif bir korelasyon olduğundan; yüksek büyüme ivmesine sahip şirketler yüksek betaya sahiptir. Buna bağlı olarak şirketlerin büyüme oranları değiştikçe, riskleri de değişeceğinden beta değerleri de değişecektir. Bir şirket zaman içinde yüksek büyümeden düşük büyümeye geçerse, beta değerinin de şirketin düşük büyüme hızını yansıtacak bir biçimde düşmesi gerekir.*

İstikrarlı büyüme oranını tahmin ederken iki temel olguyu göz önünde tutmak gerekir. Birincisi, şirketin temettülerindeki büyüme oranının sonsuza kadar süreceği düşünüldüğünden şirketin kar dahil diğer performans göstergelerinde de aynı oranda büyümenin gerçekleşmesi beklenir. Örneğin bir şirkette kar payları sonsuza kadar yılda %10 büyürken, karları %8 büyürse; zaman içinde kar payları şirket karını geçer. Bir şirketin karı, uzun dönemde kar paylarından daha hızlı büyürse; kar payı dağıtım oranı uzun vadede sıfıra yaklaşır. Bu durum istikrarlı bir durum değildir. Eğer şirket gerçekten istikrarlı bir durum yaşıyorsa; model için gerekli olan temettü büyüme oranı yerine finansal analistler kardaki beklenen büyüme oranını kullanarak aynı sonuca varırlar. İkinci husus makul istikrarlı büyüme oranının ne olması gerektiğidir. Önceden de söz edildiği üzere, uzun dönemde şirketin büyüme oranı, içinde bulunduğu ekonominin büyüme oranına eşit veya bu orandan az olmalıdır.⁷⁷ Dolayısıyla büyüme için yapılan projeksiyonlar kar payı yerine karın büyümesi üzerine yapılabilir.

* Dağıtılmayan Kar Oranı=1-Temettü Ödeme Oranı'dır.

* Damadoran'a göre sabit büyüme evresindeki şirket beta değerleri 0.8 ile 1.2 arasında değişir.

Bkz. Damodaran (2002), a.g.e., s.364.

⁷⁷ Damadoran (2002), a.g.e., ss.323-324.

Temettü İskontolama Modeli her ne kadar teoride iyi bir model olsa da, pratikte bu modelin doğru uygulanması oldukça zordur. Çünkü çeşitli dönemlerde kar paylarında önemli değişiklikler olur. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda şirketlerin ödemesi beklenen kar payları, temettü ödeme oranı ve temettü büyüme oranlarını tahmin etmek oldukça zordur. Bunlara rağmen kar payı iskontolama yöntemi özellikle belirgin bir temettü ödeme politikasına sahip ve ülke ekonomisinin nominal büyüme oranına yakın bir oranda büyüyen şirketler için özellikle de sermaye harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacı tam olarak belirlenemeyen finansal sektörde olan şirketler için pratikte kullanılır.

3.2.1.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımı Değerleme Modeli (Free Cash Flow to Equity)

Özsermayeye serbest nakit akımlarına göre (Free cash flow to equity-FCFE)şirket değeri bulunurken; borç ve özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları değil, sadece özsermaye sahiplerine yani hissedarlara gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları tahmin edilir. Bu nakit akımları sadece özsermaye sahiplerine sağlanması beklenen nakit akımları olduğundan iskonto faktörü olarak şirketin özsermaye maliyeti kullanılır. Özsermayeye serbest nakit akımlarının şimdiki değere iskonto edilmiş tutarlarının toplamı şirketin özsermaye değerini verir. Toplam özsermaye değerinin toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ile her bir hisse senedinin bu yöntemle göre olması gereken teorik fiyatı bulunur.

Bir şirketin sahibi; hissedarlar yani özsermaye sahiplerinin yanı sıra, o şirkete finansal kredi sağlayan kreditorlerdir. Şirket değeri, şirketin kredi sahipleri ve hissedarları için toplam değeri olduğundan, bir şirketin değeri şirketin net finansal borcu (hazır değerler ve menkul kıymetler düşüldükten sonra) ve özsermaye değerinin (toplam hisse senetleri değeri) toplamıdır.

Özsermayeye serbest nakit akımları şirket bütün finansal yükümlülüklerini karşıladıktan sonra yani faiz ve borç anapara taksit ödemeleri yapıldıktan ve gelecekteki büyümeyi sağlayabilmek için bütün yatırım ihtiyaçları karşılandıktan sonra kalan nakit akımını ifade eder. Bu nakit akımı tutarı hissedarlara ödenebilecek nakit akımını ifade eder. Fakat uygulamada birçok şirket özsermayeye özgü nakit akımlarının

hepsini kar payı olarak hissedarlara ödemediği bilinen bir gerçektir. Bu yüzden özsermayeye serbest nakit akımları kar paylarına göre serbest nakit akım kapasitesini daha doğru gösterdiği söylenebilir.

Özsermayeye serbest nakit akımlarını hesaplarırken öncelikle hissedarların dönem içindeki kazançlarını gösteren muhasebe ölçümü olan net kar ile başlanır. Net kardan her türlü sermaye harcamaları çıkarılır. Çünkü sermaye harcamaları nakit çıkışı gerektirir. Herhangi bir nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve itfa payı gibi fiktif giderler de eklenir. Sermaye harcamaları ve amortisman arasındaki fark; net sermaye (yatırım) harcamaları olarak adlandırılır ve bu net sermaye harcamaları bir şirketin büyümesinin fonksiyonunu oluşturur. Yüksek büyüme gösteren şirketler yüksek net sermaye harcamaları yaparlar, düşük büyüme gösteren şirketlerin ise düşük hatta bazen negatif net sermaye harcamaları olabilir.⁷⁸

İşletme sermayesindeki artış nakit çıkışı, azalış ise nakit girişi anlamındadır. Burada nakit akımları ile ilgilendiğimizden sadece nakit dışı işletme sermayesi alınır.*

Son olarak hisse sahipleri özsermayeye serbest nakit akımları hesaplanırken şirketin borcunun değişim düzeyini dikkate almak zorundadır. Borcun anaparasının ödenmesi nakit çıkışı gerektirir fakat borcun anapara ödemesinin finansmanının tamamı veya bir kısmı yeni borçlanma ile gerçekleşirse bu bir nakit girişi sağlar. Eski borcun geri ödemesi ve yeni borç ihracı arasındaki netleştirme şirketin borcundaki değişimin nakit akımları üzerindeki etkisinin ölçülmesini sağlar. Özsermayeye serbest nakit akımları aşağıdaki formülle hesaplanır.

Özsermayeye Serbest Nakit Akımı= Net Kar - Sermaye Harcamaları + Amortisman + İtfa Payı ∓ Net İşletme Sermayesindeki Değişim + Net Borç İhraçları*

⁷⁸ Damodaran (2002), a.g.e., s.351.

* Nakit dışı işletme sermayesinin hesaplanmasına ilerleyen kısımlarda yer verilmiştir.

* Yeni borç ihraçları ile anapara geri ödemeleri arasındaki fark net borç ihracı olarak tanımlanır. Bu durumda özsermayeye serbest nakit akımları; FCFE=Net Kar - Sermaye Harcamaları + Amortisman + İtfa Payı ∓ Net İşletme Sermayesindeki Değişim+Yeni Borç İhraçları -Borç Anapara Geri Ödemeleri olur.

Buradaki özsermayeye serbest nakit akımı hissedarlara temettü olarak dağıtılabilecek potansiyel nakit akımıdır.

Eğer net sermaye harcamaları ve işletme sermayesindeki değişim şirketin hedeflenen borç oranı ile finanse ediliyor ve borç anapara geri ödemeleri yeni borçlanmalar ile gerçekleştiriliyorsa FCFE aşağıdaki gibi hesaplanır.⁷⁹

$$FCFE = \text{Net Kar} - (1 - \text{BO}) \times (\text{Sermaye Harcamaları} - \text{Amortisman} - \text{İtfa Payı}) \mp (1 - \text{BO}) \times \text{Net İşletme Sermayesindeki Değişim}^*$$

Bu formülde net borç ödemesi elimine edilir. Çünkü borç oranı rasyosunu sabit tutmak için borç anapara geri ödemeleri yeni borçlanmalarla finanse edilir. Şirketin optimal veya hedef borç rasyosu gelecekteki özsermayeye özgü nakit akımlarını tahmin etmek için kullanıldığında, net sermaye harcamalarının ve işletme sermayesi ihtiyacının belirlenmiş oranının borç ile finanse edileceğini varsaymak yararlı olur. Diğer yandan, geçmiş dönemlerdeki özsermayeye özgü nakit akımlarının hesaplanmasında, şirketin incelenen dönem için ortalama borç oranı kullanılabilir.

Şirket ödeyebileceğinden daha az kar payı ödediği durumlarda temettü iskontolama modeli kullanıldığında şirketin özsermaye değeri düşük değerlenmiş olur. Şirket ödeyebileceğinden daha fazla kar payı öderse; bu sefer de şirket daha yüksek değerlenmiş olur. Şirket özsermayeye serbest nakit akımlarının hepsini teoride temettü olarak ödeyebilir. Zaten özsermaye serbest nakit akımları özsermaye sahiplerine ödenebilecek potansiyel kar paylarını gösterir. Fakat birçok şirket, kar payı olarak FCFE'den yani ödeyebileceğinden daha az temettü ödemesi yaparlar. Bunun nedenleri arasında; istikrar isteği, gelecek yatırım ihtiyacı, vergi faktörü ve yönetimin kendi çıkarı sayılabilir. Şirket FCFE'nin tamamını kar payı olarak öderse özsermaye sahiplerine ödeyebileceği nakit akımlarının hepsini ödüyor demektir. Şirket FCFE'den daha az kar payı ödüyor ise, aradaki farkı nakit dengesini yükseltmek veya yatırım yapmak için kullanıyor olabilir. Şirket ödeyebileceğinden daha fazla temettü ödemesini ancak mevcut hazır değerlerini azaltarak veya borçlanarak yapabilir.⁸⁰

⁷⁹ Damodaran (1994), a.g.e., s.128.

* Bu formülde borç oranı, BO= Borç/Borç+Özsermaye'dir.

⁸⁰ Damodaran (2002), a.g.e., ss. 352-356.

İskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı olan FCFE modelinde; temüttü iskontolama modelinde olduğu gibi gerçek temüttüler değil, dağıtılabilecek potansiyel temüttüler özsermaye maliyeti ile iskonto edilir. Bu modelde, temettü iskontolama modelinde olduğu gibi üç tane durum söz konusudur. Burada sadece temettü ödemeleri yerini özsermayeye serbest nakit akımlarına bırakır. Kar payı ödemeleri yerine özsermayeye özgü nakit akımlarını kullanmak üstü kapalı olarak yapılmış olan iki varsayımı içerir. Birincisi, şirkette gelecek dönemler için nakit artışı, gelişmesi olamayacaktır. Çünkü finansal yükümlülükler ve yatırım ihtiyaçlarından sonra elde kalan nakdin tamamının hissedarlara ödendiği varsayılır. İkincisi ise, FCFE'deki beklenen büyüme; faaliyetlerle ilgili varlıklardaki (operating assets) büyümeyi içerir. Menkul kıymet artışlarından gelen kardaki büyümeyi içermez.⁸¹

FCFE'deki beklenen büyümeyi tahmin etmek için kullanılan yaklaşım, temettülerde beklenen büyümeyi bulmak için kullanılan yaklaşım ile aynıdır. Temettülerde beklenen büyüme oranının aşağıdaki gibi bulunduğunu önceki kısımda göstermiştik.

Temettülerde Beklenen Büyüme Oranı= Dağıtılmayan Kar Oranı×Özsermaye Karlılığı
Fakat bu formülde kullanılan dağıtılmayan kar oranı* temettü olarak ödenmeyen kısmın; şirket içine tekrar yatırıldığını gösterir ki bu da FCFE'deki potansiyel temettülerin yani özsermayeye özgü nakit akımlarının hissedarlara ödendiği varsayımı ile tutarlı değildir. Dağıtılmayan kar oranı yerine özsermaye yeniden yatırım oranını kullanmak daha tutarlı olur. Özsermaye yeniden yatırım oranını aşağıdaki şekilde bulabiliriz.

Özsermaye Yeniden Yatırım Oranı (Equity Reinvestment Rate)=(Net Sermaye Harcamaları + Net İşletme Sermayesindeki Artış - Net Borç İhraçları)/Net Kar*

⁸¹ Damodaran (2002),a.g.e., s.358.

* Dağıtılmayan kar oranı (alıkonan kar oranı), 1-kar payı ödeme oranına eşittir.

* Özsermaye yeniden yatırım oranı, şirkete (şirketin faaliyetleri ile ilgili varlıklarına) yeniden geri yapılan yatırım tutarının net kara yüzdesi olarak tanımlanır. Net sermaye harcamaları, sermaye harcamalarından amortisman giderlerinin çıkarılmasıyla bulunur. Net işletme sermayesi, nakit dışı net işletme sermayesi olarak alınmalıdır. Nakit dışı net işletme sermayesindeki artış, şirketin faaliyetleri ile ilgili varlıklarına yapılan yatırımı temsil ettiğinden, şirkete yeniden yapılan yatırıma pozitif etki eder. Net borç ihraçları, net borçlanma ise, yeni borçlanma tutarı ile geri ödenen borç (anapara) tutarı arasındaki farktır. Veya

özsermaye yeniden yatırım oranını; Özsermaye Yeniden Yatırım Oranı= $1 - \left(\frac{FCFE}{NetKar} \right)$ formülünden hesaplayarak da aynı sonuca ulaşılır.

Özsermaye karlılığı (getirisi) da sadece nakit olmayan yatırımların getirisini ölçecek biçimde modifiye edilmelidir.Bunu da şöyle gösterebiliriz;
Nakit Olmayan Özsermaye Getirisi=Net Kar-Hazır Değerlerden Kaynaklanan Vergi Sonrası Kar/Özsermayenin Defter Değeri-Hazır Değerler

Dolayısıyla, FCFE’de beklenen büyüme oranı aşağıdaki gibi ifade edilir.⁸²
FCFE’de Beklenen Büyüme = Özsermaye Yeniden Yatırım Oranı×Nakit Olmayan Özsermaye Getirisi

Üç aşamalı uygulanabilen FCFE modelinin evreleri aşağıda açıklanmıştır.

1. Sabit Büyümelili FCFE Modeli

Bu model sonsuza kadar sabit bir büyüme içinde olan şirketleri değerlemek için kullanılır.Yani şirket istikrarlı ve sabit bir büyüme dönemi içindedir. Şöyle formüle edilir;

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{r_e - g_n}$$

Bu formülde;

P_0 =Hisse Senedinin Değeri

$FCFE_1$ =Gelecek yıl beklenen FCFE

g_n =FCFE deki sonsuza kadar beklenen büyüme oranı

r_e =Özsermaye maliyeti

2. İki Aşamalı FCFE Modeli

İki aşamalı model ilk dönmede; yani önümüzdeki birkaç yıl içinde istikrarlı bir şirkete göre daha yüksek büyüyen ve bundan sonra istikrarlı, sabit büyümeye geçen şirketler için kullanılır.

⁸² Damodaran (2002),a.g.e., s.358.

Aşağıdaki gibi hisse değeri bulunur.

$$\text{Hisse Değeri} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + r_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + r_{e,hg})^n} \text{ ki burada; } P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(r_{e,st} - g_n)}$$

Bu formülde;

$FCFE_t$ =t yılındaki Özsermaye Özgü Nakit Akımı

P_n =Olağan dışı büyüme sonundaki hisse senedi fiyatı

r_e =Özsermaye maliyeti (hg=yüksek büyüme döneminde, st=sabit büyüme döneminde)

g_n =Nihai yıldan sonraki sonsuza kadar büyüme oranı

3. Üç Aşamalı FCFE Modeli

Bu model üç aşamalı büyüme evresinden geçen şirketleri değerlemek için kullanılır. İlk evre yüksek büyüme oranının olduğu evredir, ikinci evre büyümenin düştüğü geçiş evresi iken üçüncü evre de büyümenin sabit olduğu istikrarlı büyüme evresidir. Bu üç aşamalı modeli aşağıdaki gibi formüle edebiliriz.⁸³

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1 + r_e)^{n2}} \text{ ki burada } P_{n2} = \frac{FCFE_{n2+1}}{(r_e - g_n)}$$

Bu formülde;

P_0 =Hisse senedinin değeri

$FCFE_t$ =t yılındaki FCFE

r_e =Özsermaye maliyeti

P_{n2} = Geçiş evresi sonundaki nihai fiyat

$n1$ =Yüksek büyüme evresinin sonu

$n2$ =Geçiş Evresinin sonu

Özsermayeye özgü nakit akımları yani hissedarlara olan nakit akımları bir şirketin belirli bir dönem içerisinde bütün finansal yükümlülüklerini karşıladıktan sonra kalan ve hissedarlara dağıtabilecek maksimum nakit akımlarını ifade eder. Temettü ise bir şirketin yönetim politikası doğrultusunda elde ettiği kar üzerinden hissedarlara dağıtılan

⁸³ Aswath Damodaran, "The FCFE Discount Model", Lecture Notes, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/fcfe.html, 2008].

kısımdır. FCFE ile DDM iki durumda aynı sonucu verir. Birincisi, eğer ödenen kar payları FCFE'ye eşitse iki modelde de bulunan sonuç birbirine eşit olur. İkinci durum ise; FCFE temettülerden daha büyük ve FCFE ile kar payları arasındaki fark yani nakit fazlası net bugünkü değeri sıfır olan projelere yatırılırsa iki model aynı sonucu verir.⁸⁴

3.2.1.3 Firmaya Serbest Nakit Akımları-(Free Cash Flow to Firm)

Firmaya serbest nakit akımları, hissedarlar(özsermaye sahipleri), kreditorler (alacaklılar, borçlanma senedi sahipleri) ve imtiyazlı hisse sahiplerine yani şirket üzerindeki bütün hak sahiplerine olan nakit akımlarının toplamını ifade eder. Firmaya serbest nakit akımları (free cash flow to firm-FCFF) aşağıdaki gibi bulunur;

FCFF=FVÖK(1-t) - Sermaye Harcamaları + Amortisman ± Net İşl. Sermayesindeki Değişim*

FVÖK=Faiz ve Vergi Öncesi Kar

t=kurumsal vergi oranı

Firmaya serbest nakit akımları yöntemine genelde şirket değerlemesi de denir. Bu yöntemde, serbest nakit akımları WACC ile iskonto edilerek şirket değeri bulunur. Şirketin borç ve yükümlülüklerinin düşülmesi ve hazır değerlerin eklenmesi ile özsermaye değerine ulaşılır.* Bu yöntemde serbest nakit akımları tanımı itibariyle faiz öncesi olduğu için nakit akımları şirketin borçluluk düzeyinden etkilenmemektedir. Borçluluk düzeyi etkisini WACC'de gösterir.

FCFF modeline göre; bir şirketin değeri gelecekte beklenen firmaya serbest nakit akımlarının şimdiki değeridir.Bu aşağıdaki gibi gösterilir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

⁸⁴ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.137.

* İtfa payı gibi diğer nakit çıkışı gerektirmeyen giderler de (örneğin kıdem tazminatı) nakit akımlarına ilave edilir. Fakat bazı uygulamalarda, itfa payı giderleri düşük olan şirketler için nakit akımlarını bulunurken itfa payları ihmal edilebilir.

* Şirketin net finansal borcunun şirket değerinden düşülmesi ile özsermaye değerine ulaşılır.

$FCFF_t$ =t yılında beklenen FCFF

WACC=Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Temettü İskontolama Modeli ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Modeli'nde olduğu gibi, iki veya üç evreli FCFF modeli olabilir. Şirketin değerinin bulunmasında izlenecek yöntem diğer modellerde olduğu gibi aynıdır. Burada şirketin sabit büyümeye ulaşıncaya kadar olan dönemdeki FCFF'lerin şimdiki değeri bulunur. Sabit büyüme döneminden sonsuza kadar olan FCFF'lerin de şimdiki değeri bulunarak, iki değer toplanır ve böylelikle şirket değerine ulaşılır.

Şirket sabit büyüme dönemine; olağan dışı büyüme evresinden sonra n yıl sonunda ulaşıyorsa ve bundan sonra g_n büyüme hızı ile sabit olarak sonsuza kadar büyüyorsa, şirket değeri aşağıdaki gibi bulunur.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{hg})^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{st} - g_n)} \times \frac{1}{(1 + WACC_{hg})^n}$$

Burada; WACC=Ağırlıklı Ort. Sermaye Maliyeti'dir. (h_g =yüksek, h_{st} =sabit büyüme)

FCFE ve FCFF aynı oranda büyümeyiz. Özsermayeye serbest nakit akımları net kara veya özsermaye karına (hisse başı kazanç) dayanır, firmaya serbest nakit akımları ise faaliyet karına (operating income) (borç ödemelerinden önceki kazanç) dayanır. Genel bir kural olarak faaliyet gelirindeki büyümenin net kardaki büyümeye oranla daha düşük olması beklenir. Çünkü finansal kaldıraç net kardaki büyümeyi artırır.⁸⁵ Net kardaki beklenen büyüme oranı tahmininin aynı zamanda FCFE'deki beklenen büyüme oranını tahmini olarak kullanıldığı ve "FCFE Beklenen Büyüme Oranı= Özsermaye Yeniden Yatırım Oranı $\times$ Nakit Olmayan Özsermaye Getirisi" formülünden hesaplandığı önceki kısımda gösterilmişti. Faaliyet karındaki beklenen büyüme oranı ise firmaya serbest nakit akımlarının beklenen büyüme oranını verir. Bunu şöyle formüle ederiz.

⁸⁵ Damodaran (2002), a.g.e.,s.385.

FCFF Beklenen Büyüme Oranı= Yeniden Yatırım Oranı×Toplam Sermaye Getirisi (Karlılığı)*

Bir şirket borç alıp, bu borcu vergi sonrası borç maliyetinden getirisi daha yüksek olan projelere yatırır; bu durumda özsermayenin getirisi toplam sermayenin* getirisinden daha yüksek olacaktır.* Bu, en azından kısa vadede özsermaye karındaki yüksek büyüme oranı demektir. Bu yüzden bu şirketin özsermayeye serbest nakit akımlarındaki büyüme oranı en azından kısa dönemde bile olsa daha yüksek olacaktır.⁸⁶ Şirketlerin büyümeleri için yeniden yatırım yapmaları gerekir.

Temettü, FCFE ve FCFF büyüme oranlarını tahmin etmek için temel verilerden hareketle kullanılan değişik modeller üzerinde duruldu. Şirket yeniden yapılanma sürecinde ise, temel verilerden hareketle büyüme oranlarını tahmin etmek en doğru seçim olur. Bu modellerden başka, şirketin geçmiş büyüme oranlarının geometrik, aritmetik ortalamaları kullanarak veya regresyon analizleri yaparak gelecekteki büyüme oranları tahmin edilebilir.

Bir şirket uzun bir geçmişe sahip ve geçmiş büyüme oranları ve temel verileri stabil bir özellik gösteriyor, fazla bir değişiklik yoksa zaman serisi regresyon analizi kullanılabilir. Şirketin satışlarını etkileyen temel ekonomik bir faktör ile kurulan

* Yeniden yatırım oranı bir şirketin gelecekteki büyümeyi sağlaması için ne kadar fonu geri çektiğini ölçer. Bir şirketin yeniden yatırım oranını şöyle bulabiliriz;
Yeniden Yatırım Oranı=[Sabit Sermaye Harcaması (net) + Nakit Dışı Net İşletme Sermayesindeki Artış]/FVÖK(1-t). Burada; FVÖK=Faiz, vergi öncesi kazanç ve Sabit Sermaye Harcaması (net)= Sermaye Harcaması-Amortisman'dır. Veya yeniden yatırım oranını;

$$\text{Yeniden Yatırım Oranı} = 1 - \left(\frac{FCFF}{FVÖK(1-t)} \right) \text{ formülünden hesaplayarak da aynı sonuca ulaşılır.}$$

Toplam sermaye karlılığı ise; Toplam Sermaye Karlılığı= FVÖK(1-t)/D+E formülünden hesaplanır. Burada; t=kurumsal vergi oranı, D+E= borç ve özsermayenin defter değeri üzerinden toplamıdır.. Yeniden yatırım oranı, sabit büyüme döneminde olan şirket için ise şöyle bulunur;

$$\text{Yeniden Yatırım Oranı} = \frac{\text{Sabit Büyüme Oranı}}{\text{Sermaye Getirisi}}$$

Herhangi bir kaldıraçlı şirket için, sabit büyüme döneminde, özsermaye yeniden yatırım oranı, şirket yeniden yatırım oranından daha düşük olur. Bkz. Aswath Damodaran, **“The Fundamental Determinants of Growth”**, Lecture Notes, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invfables/growthdeterminants.htm, 2007].

* Toplam sermaye; borç ve özkaynakların toplamıdır.

* ROA (Return on Assets) Aktiflerin Getirisi ile ROC (Return on Capital) toplam sermaye getirisi birbirine eşittir. ROA=ROC.

⁸⁶ Damodaran (2002), a.g.e., s.386.

regresyon sonucunda yüksek açıklama gücü ve düşük standart sapma değerleri elde edilirse regresyon analizi yöntemi en uygun yöntem olur.⁸⁷

FCFF’de özsermaye değil şirket değerlendirilir. Özsermaye değeri, şirket değerinden şirketin net borcunun piyasa değeri düşülerek hesaplanır. Teorik olarak şirket değerlendirme ve özsermaye değerlendirme yaklaşımlarından elde edilen özsermaye değerlerinin aynı sonucu vermesi gerekir fakat bunun için bazı şartların gerçekleşmesi gerekir. Öncelikle her iki yaklaşımda da büyüme hakkında yapılan varsayımlar tutarlı olmalıdır. Bu her iki yaklaşımda da aynı büyüme oranının kullanılacağı anlamına gelmez. İkinci şart, şirket tahvillerinin yani borcunun piyasa değerinin doğru bir şekilde fiyatlanması gerekir. Şirketin borcu yüksek değerlendirilirse; FCFF modelinden elde edilen özsermaye değeri, özsermaye değerlendirme yaklaşımından elde edilen değerden daha düşük olacaktır. Teorik olarak iki yaklaşımdan da elde edilen özsermaye değerlerinin aynı olması için finansal kaldıraçla ilgili yapılan varsayımların tutarlı olması gerekir. Fakat pratikte tam olarak eşit sonucu almak son derece zordur.

Özellikle şirketin borcunun maliyetine ilişkin doğru bilgiler yok ise; FCFE yöntemini kullanmak daha doğru olur. Şirket yüksek kaldırıca sahipse veya kaldıracın ciddi anlamda değişmesi bekleniyorsa FCFF modelini kullanmak daha uygundur. FCFE ile ilgili en büyük problem FCFE’lerin özellikle çok borçlu ve satışları dönemsel olan şirketlerde negatif çıkmasıdır. Firmaya olan serbest nakit akımları borç ödemelerinden önce hesaplandığı için negatif olma olasılığı düşüktür.⁸⁸

Aşağıda ise serbest nakit akımları hesaplanırken çok önemli olan amortisman-itfa payı, sermaye harcamaları ve işletme sermayesi kalemleri incelenmiştir.

3.2.1.3.1 Amortisman ve İtfa Giderleri

Amortisman (depreciation), işletmelerde bir yıldan fazla kullanılan maddi duran varlıkların aşınma, yıpranma ve teknolojik eskime sonucundaki değer kayıplarıdır. Maddi olmayan duran varlıklardaki amortisman yani değer kaybı itfa payı olarak adlandırılır. Amortisman ve itfa gelir tablolarında gider olarak yer aldığından bunlar vergiden düşülür ve vergi avantajı sağlar. Amortisman ve itfa giderleri diğer giderler

⁸⁷ İvgen, a.g.e., s.66.

⁸⁸ Chambers, a.g.e., s.228.

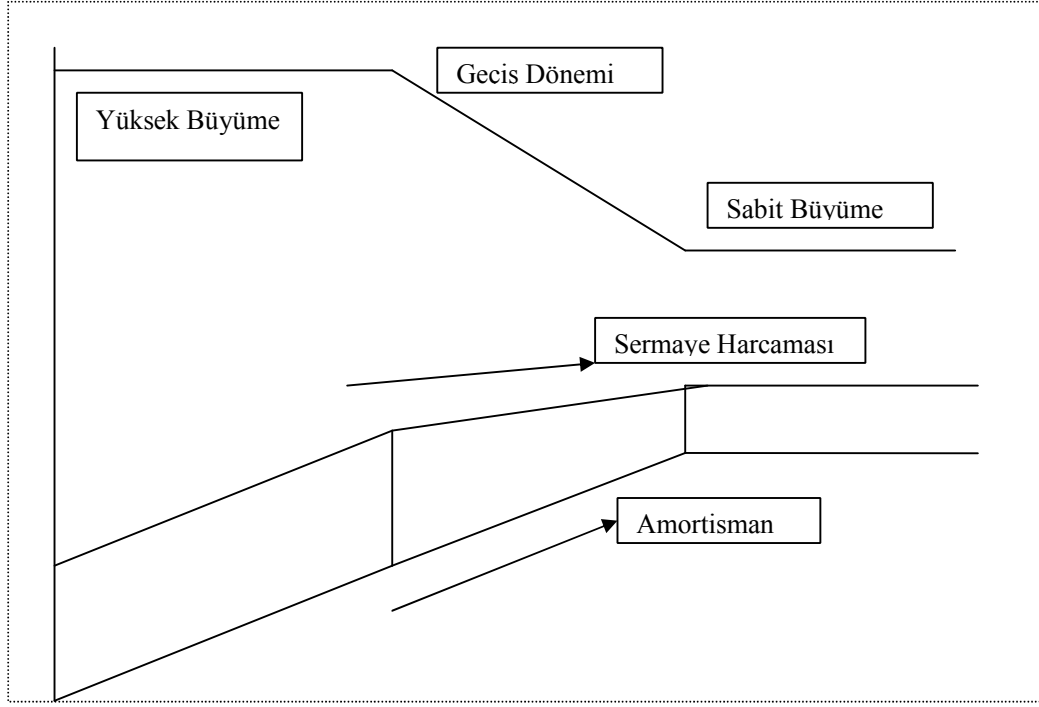
gibi finansal tablolarda gider olarak gösterilmekle beraber; diğer giderlerden farklı olarak nakit çıkışı gerektirmeyen fiktif giderlerdir. O yüzden nakit akımları hesaplanırken amortisman ve itfa gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler dönemin nakit akışına eklenir.*

Amortisman gideri, maddi duran varlıklar ile yeni yapılacak yatırımların bir fonksiyonudur. Duran varlıklara yapılan yatırım büyüdükçe amortisman gideri de artar. Gelecek yıllardaki amortismanın tahmininde; gelirlerin (satışların) veya maddi duran varlıkların yüzdesi olarak tahmin edilebilir. Sermaye harcamaları düzgün ise; gelirlerin (satışların) veya maddi duran varlıkların yüzdesi olarak amortisman tahmini fark etmez. Fakat sermaye harcamaları çok değişken ise daha iyi amortisman tahmini için maddi duran varlıkların yüzdesi olarak alınabilir.⁸⁹ Amortisman ve sermaye harcamaları arasındaki ilişki büyümenin farklı evreleri ve farklı sektörler bakımından değişiklik arz eder. Yüksek büyüme öngörülen şirketlerde sermaye harcamaları yüksek olur ve muhtemelen amortisman giderlerinden oldukça yüksektir. Şirketlerin yüksek büyüme döneminde sermaye harcamaları ve amortisman giderlerinin genelde aynı oranda büyüdüğü varsayılır. Sabit (durağan) büyüme evresindeki şirketlerde ise amortisman giderleri ve sermaye harcamaları arasındaki fark büyümeyi yansıtacak biçimde olmalıdır. Genellikle şirketler yüksek büyüme evresinden sabit büyüme evresine geçerken sermaye harcamalarının amortismanına oranı azalmaktadır.⁹⁰ Uygulamada, maddi duran varlık için yapılan sermaye harcamaları ve amortisman giderlerinin büyüme oranları eşit olarak alınmaktadır. Bunlar da gelirlerin yani satışların büyüme oranlarıyla eşit olarak varsayılır. Aşağıdaki tabloda şirketlerin üç aşamalı büyüme evresindeki sermaye harcamaları ve amortisman giderleri arasındaki ilişki gösterilmiştir.

* Nakit çıkışı gerektirmeyen diğer giderler var ise; kıdem tazminatı karşılıkları gibi bunlar da nakit akımlarına ilave edilebilir.

⁸⁹ Koller, Goedhart, Wessels, a.g.e., s. 238.

⁹⁰ Damadoran (2002), a.g.e., s.368.



Şekil 2: Üç Aşamalı Büyüme Evresindeki Sermaye Harcamaları ve Amortisman Giderleri

Kaynak: Aswath Damodaran, *Investment Valuation*, 2002, s.369.

3.2.1.3.2 İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi kavramı bilançodaki dönen varlıkları konu edinir. Bir şirketin dönen varlıkları bir yıl içinde nakde dönüştürülebilen nakit, menkul kıymetler, ticari alacaklar ve stoklar gibi kalemleri içerir. Bu kalemlerin toplamı şirketin brüt işletme (çalışma) sermayesini oluşturur. Net işletme sermayesi veya işletme sermayesi ihtiyacı dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki farka eşittir.

İşletme sermayesi için bağlanan nakdin, nakit akımları hesaplanırken dikkate alınması gerekir. İşletme sermayesindeki artış işletmenin daha fazla nakdi dönen varlıklarına bağladığı anlamına gelir ki bu da nakit akımlarına negatif etki yapar. İşletme sermayesindeki azalış ise, bir kısım nakdin serbest bırakılmasını ve nakit akımlarına pozitif etki oluşmasını sağlar.

İşletmenin etkin bir biçimde faaliyetlerini devam ettirmesi ve kısa vadeli yükümlülüklerini zamanında ödeyebilmesi için işletme sermayesinin önemi büyüktür.

Net işletme sermayesinin muhasebe açısından tanımı şirketin dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçları arasındaki farktır. Diğer bir deyişle, net işletme sermayesi şirketin dönen varlıklarını kullanarak var olan yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra geriye kalan tutardır.⁹¹ Fakat muhasebe açısından yapılan bu tanımlama şirket değerlemesi yapılırken ve nakit akımları ölçülürken biraz farklılaşmaktadır. Değerleme yapılırken hesaplanan işletme sermayesinde dönen varlıklardan; hazır değerler (nakit, kasa ve menkul kıymetler) kalemleri dışarıda bırakılmalıdır. Stoklar, kısa vadeli ticari alacaklar ve diğer dönen varlıklar gibi kalemler ise dikkate alınmalıdır. Bunun altındaki varsayım, şirketin hazır değerlerini aslında her gün faaliyetlerinde kullanmadığı bundan dolayı da işletme sermayesi ölçülürken bunların dışarıda bırakılması gerektiğine dayanır. Zaten birçok şirket hazır değerlerinin çoğunu hazine bonoları, tahviller gibi menkul kıymetlerde değerlendirir.⁹²

Bir şirket günlük operasyonları için büyük miktarlarda nakit kullanıyorsa bu nakit işletme sermayesi hesabında dikkate alınabilir.* Şirketlerin nakit bulundurma nedenleri de bireyler gibi işlem, ihtiyat ve spekülasyon nedenleridir. Şirketler işlem nedeni ile günlük faaliyetlerini aksatmadan sürdürebilmek için nakit tutarlar. İhtiyat nedeni ile beklenmeyen gelişmeler karşısında hazırlıklı olmak amacıyla para tutarlar. Bu beklenmeyen gelişmelere hammadde de beklenmeyen fiyat artışları, olağanüstü olaylar, yurt dışına satılan mal bedellerinin transfer edilememesi, teknolojik gerilemeler örnek verilebilir.⁹³ Spekülasyon amaçlı tutulan nakit ise riskli yatırımlara yönelerek örneğin riskli hisse senetleri, arsa ya da gayrimenkullere yatırım yaparak spekülatif bir kazanç sağlamak içindir. Fakat bireylere nazaran, şirketlerde spekülatif amaçlı tutulan nakit daha önemsizdir. Aynı şekilde kısa vadeli yükümlülüklerden faize maruz kalan borçlar

⁹¹ Chambers, a.g.e., s.153.

⁹² Damadoran (2002),a.g.e., s.261.

* Buna faaliyetlerle ilgili nakit (operating cash) denir. Faaliyetlerle ilgili işletme sermayesi (operasyonel işletme sermayesi operating working capital), faaliyetlerle ilgili dönen varlıklardan faaliyetlerle ilgili kısa vadeli borçların çıkarılması şeklinde tanımlanır. Faaliyetlerle ilgili dönen varlıklar bulunurken hazır değerlerin faaliyetlerde kullanılan kısmı da olmalıdır. Sadece tutulan fazla nakit ve menkul kıymetler çıkarılmalıdır.Faaliyetlerle ilgili kısa vadeli borçlarda ise, faize maruz kalan borç yani finansal borçlar yer almamalıdır. Sadece faiz yürütülmeyen borçlar alınmalıdır.Bir şirketteki işletme sermayesindeki artış, şirketin elinde fazla nakit ve menkul kıymet tutmasından (günlük operasyonları için tuttuğu nakit dışında) kaynaklanıyorsa; bu tabi ki de nakit akımlarına negatif bir etki yapmayacaktır. Çünkü bu durum şirketten bir nakit çıkışı anlamına gelmemektedir. Fakat pratikte bir şirketin ne kadar fazla nakit tuttuğunu veya hazır değerlerinin ne kadarını günlük işlemlerde kullandığını belirlemek zor olduğundan; hazır değerler ve finansal borçlar net işletme sermayesi hesabında dikkate alınmaz. Yine de burada değerlemeyi yapan analistin tutumu önemlidir. Analist, şirketin içinde bulunduğu sektör ve şirketin durumunu da göz önünde tutmalıdır. Bkz. Koller, Goedhart, Wessels, a.g.e., ss.168-169.

⁹³ Berk, a.g.e.,s.115.

yani finansal borçlar da dışarıda bırakılmalıdır.Uzun dönemli finansal borcun kısa dönemki kısmı da bunun içine girer.

Bir sonraki bölümde yapılmış olan ampirik çalışmada şirket değerlemelerinde nakit akımları hesaplanırken net işletme sermayesi ölçümünde, hazır değerler (kasa+banka+menkul kıymetler) kalemi dönen varlıklar dışında ve finansal borçlarda kısa vadeli borçların dışında bırakılacaktır.Uygulamada, nakit olmayan işletme sermayesi serbest nakit akımlarını hesaplamada kullanılır.Bunu aşağıdaki gibi gösterebiliriz.

Net İşletme Sermayesi (İşletme Sermayesi İhtiyacı)= [Dönen Varlıklar-Hazır Değerler (Kasa+Banka+Menkul Kıymetler)]-[Kısa Vadeli Borçlar-Finansal Borçlar]

Diğer bir deyişle; nakit akımlarını hesaplarken kullanacağımız net işletme sermayesi:

Net İşletme Sermayesi (İşletme Sermayesi İhtiyacı)=[Ticari Alacaklar+Stoklar+ Diğer Dönen Aktifler]- [Kısa Vadeli Ticari Borçlar+Diğer Kısa Vadeli Pasifler] olur.

Değerleme yapılırken, net işletme sermayesi değişimi (gelirlerin) satışların yüzdesi olarak tahmin edilir. Burada şirketin geçmiş bilançolarına bakılarak ortalama bir tahmin yapılabilir veya sektör standart ortalamaları kullanılır. Aynı zamanda şirket yönetiminin görüşü de analist için önemlidir. Örneğin, bir şirketin net işletme sermayesi gelirlerinin %15 ise fakat analist şirket yönetiminin bu oranı %10'a düşürmek istediğine inanıyorsa bu %10 oran gelecek varsayımlarda kullanılabilir.

Ayrıca işletme sermayesindeki değişim şirketin büyüme potansiyeli ile uyumlu olmalıdır. Genelde, aynı sektörde yüksek büyüme hızına sahip şirketlerin işletme sermayesindeki artışın, düşük büyüme gösteren şirketlere göre daha yüksek olması beklenir.

Nakit olmayan net işletme sermayesindeki değişim negatif olabilir.Bunun negatif olması, bir kısım bağlanmış nakdi serbest bırakır ve nakit akımlarını artırır. Eğer bir şirketin geçmiş dönemde stokları şişmiş ve ticari alacakları fazla artmış ise; etkin bir stok ve alacak yönetimi uygulayarak işletme sermayesini azaltabilir.Net işletme

sermayesindeki bu azalış nakit akımları için gelecek dönemde pozitif bir etki yaratabilir. Bu nakit akımlara pozitif etki 3, 4 hatta 5 yıl sürebilir, fakat zaman içerisinde bunun etkin bir yönü olmayacak ve belli bir süreden sonraki net işletme sermayesindeki azalışların, şirketin gelirlerinin büyümesine negatif etkisi olacağından şirket karları düşecektir. Bu yüzden pozitif net işletme sermayesine sahip şirketler kısa bir süre için işletme sermayesindeki değişimi negatife çevirebilirler. Uzun dönemde bu mümkün olmaz. Net işletme sermayesindeki değişim gelirlerin yüzdesi olarak tahmin edilmelidir.⁹⁴

Net işletme sermayesinin kendisi de negatif olabilir. Eğer bir şirketin kısa vadeli yükümlülükleri dönen varlıklarından fazla ise net işletme sermayesi negatif çıkar. Bu net işletme sermayesindeki değişimin negatif olmasından daha çetrefilli bir durumdur. Negatif işletme sermayesine sahip bir şirket özellikle negatif net işletme sermayesi büyürken şirket de büyüyorsa tedarikçilerin kredisini sermaye kaynağı olarak kullanıyor demektir. Yani işletmenin operasyonu işletme için fon kaynağı olur. Buna örnek olarak büyük süpermarket zincirleri ve perakende sektörü gösterilebilir. Bu tür şirketler peşin satış yaptığı için ticari alacakları oldukça az fakat vadeli alımlarda ticari borçları fazla olur. Özellikle Wal-Mart bunun için iyi bir örnek oluşturur. Wal-Mart büyümek için bu stratejiyi kullanmıştır. Bu her ne kadar etkili bir maliyet stratejisi gibi gözükse de tedarikçi kredileri maliyetsiz değildir. Tedarikçilerin alacağının ertelenmesi, nakit ödemede yapılacak indirimden kaybedilmesine ve diğer fiyat kırmalarının kaybedilmesine sebep olur. Şirketler bu ayrıcalık için bir maliyete katlanırlar. Bundan dolayı bir şirket bu stratejiyi uygulamak istiyorsa, şirketin bunun maliyeti ile diğer geleneksel borçlanma maliyetlerini karşılaştırması gerekir. İkinci sakıncalı durum ise, negatif net işletme sermayesinin derecelendirme kuruluşları tarafından ödememe riskinin (default risk) kaynağı olarak görülmesidir. Çünkü net işletme sermayesinin negatif olması demek şirketin cari oranının 1'den küçük ve dolayısıyla yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi riski ile karşı karşıya olması demektir.* Bu da şirketin ratinglerinin düşmesine ve ödenen faiz oranlarını artmasına sebebiyet verebilir. İşletme sermayesi değişimleri negatif olduğunda, gelecek için işletme sermaye değişimleri ile ilgili tahmin problem olabilir. Kısa vadede işletme sermayesindeki değişimler negatif olabilir. Fakat uzun vadede nakit olmayan işletme sermayesindeki

⁹⁴ Damodaran (2002), a.g.e., s.264.

* Cari Oran; dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle bölünmesiyle bulunur.

(faaliyet işletme sermayesi) değişimin daha fazla negatif olması varsayılmamalıdır. İleriki zaman dilimi içinde operasyonel işletme sermayesindeki (faaliyetlerle ilgili işletme sermayesi) değişimin 0 olması veya artan baskı ile birlikte pozitif olması varsayılır.⁹⁵

3.2.1.3.3 Sermaye Harcamaları

Sermaye harcamaları (capital expenditures) bir şirketin büyümesi ile birlikte hareket eder. Hızla büyüyen şirketlerin sermaye harcamaları yavaş büyüyen şirketlere göre daha yüksektir. Sermaye yatırımları şirketlerin geleceği için çok önemlidir. Sermaye harcamalarının temel amacı kar sağlamaya yöneliktir. Sabit sermaye harcamalarını genel olarak yeni üretim birimlerinin kurulması için yapılan harcamalar, yenileme yatırım harcamaları, genişleme amaçlı yatırım harcamaları, modernizasyon yatırım harcamaları olarak gruplandırmak mümkündür.⁹⁶

Sermaye harcamaları hem maddi duran varlıklara yapılan yatırımları hem de maddi olmayan varlıklara yapılan yatırımları kapsar.* Sermaye harcamaları nakit akımı açısından incelendiğinde; bu harcamalar nakit çıkışı gerektirir. Genel olarak sermaye harcamalarının satışlara bağlı hareket ettiği söylenebilir.

Net sermaye harcamaları sermaye harcamalarından amortisman giderleri çıkarılarak bulunur. Bunun nedeni ise amortisman giderlerinin nakit akımlarına pozitif bir etki yaparak sermaye harcamalarını düşürmesidir. Sermaye harcamaları satışların ve büyümenin bir fonksiyonu olsalar da nakit akımları hesaplanırken bunları tahmin etmek kolay olmayabilmektedir. Çünkü bir dönem için çok yüksek olan sermaye harcamaları, izleyen dönemde düşük olabilir. Onun için böyle durumlarda sermaye harcamaları tahmin edilirken; bunların normalize edilmeleri gerekir. Sermaye harcamalarını normalize etmek için en basit yol; şirketin önceki 4 veya 5 yılda yaptığı sermaye harcamalarının ortalamasını almaktır. Eğer şirket son yılda yeni bir fabrika açarak yüksek bir sermaye harcaması yapmış ise; gelecek yıllar için de bu sermaye harcamalarını referans alarak kullanmak sermaye harcamalarının gelecek yıllar için

⁹⁵ Damodaran(2002), a.g.e., s.265.

⁹⁶ İvgen,a.g.e., s.45-46.

* Bazı kitaplarda şirket değerlemesinde nakit akımları hesaplanırken sadece maddi duran varlıklara yapılan sermaye harcamaları ve amortisman giderleri alınmıştır. Bunun nedeni, maddi olmayan varlıklara yapılacak olan yatırımların ve itfa paylarının göreceli olarak az olmasının düşünülmesidir.

yüksek tahminine sebebiyet verir. Ortalamalar alınarak bunun önüne geçilir. Burada son kaç yılın ortalamasının alınacağı ise; her şirket açısından ve kaç yılda bir yüksek sermaye harcaması yapıldığına göre değişir. Net sermaye harcamaları hesaplanırken aynı zamanda amortisman giderlerinin de ortalamasını almak gerekir. Eğer şirketin geçmişe ilişkin bilgileri birkaç yıla dayanıyor veya yeni kurulmuş bir şirket ise sektör averajlarının kullanılması da mümkündür.⁹⁷

Muhasebe standartlarına göre araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) giderleri genelde gider olarak muhasebeleştirilir. Oysa bu harcamaların amacı ilerde nakit akımı yaratmaktır. Dolayısıyla Ar-Ge giderlerini sermaye harcaması içine almak daha doğru olur. Böylece sermaye harcamaları düzeltilmiş olur.* Ancak bu giderler Türkiye'deki şirketlerde büyük tutarlarda olmadığından ve sermaye harcamalarına etkisi çok az olduğundan böyle bir düzeltme yapmak anlamlı olmaktan çıkabilir. Zaten Ar-Ge giderleri projeksiyonlarda faaliyet giderleri içinde raporlanır.⁹⁸

Sermaye harcamaları için projeksiyon yaparken, yapılan dahili yatırımlar ile harici yatırımlar (şirket satın almaları) arasında bir fark yoktur. Bu yüzden sermaye harcamaları, o dönemde şirket başka bir şirketi devralıyor yani satın alıyorsa onu da içermelidir. Gelecek dönemler için şirketin hangi yıllarda hangi şirketi satın alacağını ve bunun maliyetinin ne olacağını tahmin etmek neredeyse imkansızdır. Pratikte satın almalar, şirket değerleri hesaplanırken sermaye harcaması kalemi içine dahil edilmezler. Çünkü bunları önceden öngörmek imkansızdır. Bunun için iki varsayım yapılabilir. Şirketin ilerde yapacağı satın almaya ödeyeceği fiyatın gerçek fiyat (fair value) olacağı varsayılırsa; satın almanın etkisi olmayacaktır. Çünkü gerçek değer (fair value) üzerinden yapılan satın alma işlemi demek beklenen getiriye (istenen, talep edilen) kazanan yatırım demektir, dolayısıyla da net şimdiki değeri sıfır olur. Satın almaları yok saymanın bir başka yolu da, satın almalarla gelecek olan sinerjinin şirketin büyümeye olan etkisini de yok saymaktır. Dolayısıyla bu durumda hem satın almalar hesaba katılmadığı hem de satın almalarla gelecek büyümenin şirketin büyümesine ek bir katkı yapmayacağı varsayıldığında; satın almaların herhangi bir etkisi de olmayacaktır.⁹⁹

⁹⁷ Damodaran (2002), a.g.e., s.256.

* Düzeltilmiş Sermaye Harcamaları şöyle hesaplanır.

Düzeltilmiş Sermaye Harcaması=Net Sermaye Harcaması+ Ar-Ge Giderleri-İtfa Payı.

⁹⁸ Arman T. Tefvik, **Hisse Senedi Değerlemesi**, 1.b., İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2005, s.141.

⁹⁹ Damodaran (2002),a.g.e., s.260.

Özetle; şirketin büyümesi için gerekli olan artan yatırımların hepsi dikkate alınmalıdır. Duran varlıklardaki artan yatırımlar veya sermaye harcamaları (capex-yatırım harcamaları) ve ek işletme sermayesi, satışlarda beklenen büyümeyi sağlamak için gereklidir. Sermaye harcamaları veya net işletme sermaye değişimleri satışların bir fonksiyonu olarak tahmin edilir. Devam eden işletmelerde, sermaye harcamalarını tahmin ederken, geçmiş bilanço ve gelir tablolarından 3-5 yıllık tarihsel ortalaması alınabilir, veya sektör averajları kullanılabilir.*

3.3 Göreceli Değerleme (Relative Valuation)

Piyasa yaklaşımı olarak da bilinen göreceli değerlemenin temelini; birbirine benzer varlık veya şirketlerin piyasa tarafından nasıl fiyatlandırıldığı, birbirlerine göre ucuz mu pahalı mı olduğu oluşturur.

Bir varlığın piyasa değeri, varlık ve benzerleri için piyasada arz ve talep dengesine göre oluşan fiyattır. Göreceli değerlemede veya diğer adıyla piyasa değeri yaklaşımında amaç, piyasada fiyatlanmış benzer şirketlere dayanarak ilgili şirket için fiyat (değer) bulmaktır. Öncelikle piyasa çarpanları oluşturulur. Piyasa çarpanları fiyatı belirli olan bir şirketin, hisse senedi değeri veya şirket değerinin belirli bir ekonomik büyüklüğe bölünmesiyle elde edilir. Bundan sonra karşılaştırılabilir şirketler grubu oluşturularak değerlendirme yapılan şirket, bunlarla göreceli olarak mukayese edilir.¹⁰⁰

İskonto edilmiş nakit akımları ve göreceli değerlemenin mantıkları arasında farklılık vardır. İskonto edilmiş nakit akımlarına göre değerlendirme, şirketin gerçek değeri gelecekte nakit akımları yaratma kapasitesine göre tahmin edilir. Göreceli değerlendirme ise, bir varlığın değerini bulmak için piyasanın benzer varlıkları nasıl fiyatladığından yola çıkılır. Eğer piyasa ortalama olarak varlıkları fiyatlarken doğru ise, iskonto edilmiş nakit akımları ile göreceli değerlendirme birbirine yaklaşıp. Eğer piyasa bir grup varlığı veya tüm sektörü yüksek veya düşük fiyatlıyorsa, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi ve göreceli değerlendirme birbirinden ayrılır. Göreceli değerlendirme

* Yeni kurulmuş işletmelerde tarihsel bilanço bilgileri mevcut olmadığından bu işletmelerde sektör ortalamalarına doğru işletmenin yatırım yapacağı düşünülür. Veya bu yeni kurulmuş işletme ile benzer yapıdaki bir şirket veya şirketler grubu alınıp, onların yüzdeleri kullanılır. Bu aynı zamanda halka açık olmayan şirketlerde bir tahmin yöntemi de olabilir. Bkz. Pereiro, a.g.e.,ss.51-52.

¹⁰⁰ Chambers, a.g.e., s.178.

varlığın gerçek değerini araştırmaktan çok piyasanın varlık fiyatlarını en azından ortalama olarak doğru fiyatladığına inanılır.¹⁰¹

Analizlerin birçoğunda değerlendirilmesi yapılan şirket ile karşılaştırılabilir şirketlerin aynı sektörde olması gibi bir önyargı bulunmaktadır. Bu durum her zaman doğru olmamakla birlikte, ancak sektörde faaliyet gösteren şirketlerin yeterli sayıda olması durumunda ve bazı varsayımlar altında geçerli olup; benzer risk profili, büyüme oranı ve nakit akımlarına sahip şirketlerin karşılaştırılması daha sağlıklı sonuçlar verir. Karşılaştırılabilir şirketler grubu seçimi detaylı olarak ilerleyen bölümde açıklanmıştır.

3.3.1 Piyasa Çarpanları

Aşağıda piyasa tarafından en çok kullanılan çarpanların neler olduğu ve bunların nasıl kullanıldıklarına değinilmiştir.

3.3.1.1 Fiyat/Kazanç Oranı (F/K Oranı)

F/K oranı çok temelde bir şirketin piyasa değerinin (hisse senetlerinin toplam değeri, piyasa kapitalizasyon değeri) karının kaç katı olduğunu gösterir. Yani, bir şirketin hisse senetlerinin toplam değeri ile net kar arasındaki ilişkidir. Şirketin vergi sonrası 1 YTL'lik hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç YTL ödemeye razı olduklarını gösterir. Hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancın kaç katı olduğunu açıklar. Örneğin F/K oranının 5 olması, yatırımcıların hisse başına düşen kazancın 5 katını hisse senedine ödemeye razı olduklarını gösterir. Büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak olan şirketlerin hisse başına düşen karına, yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler. Bu şirketlerin F/K oranı yüksek olur. Yüksek F/K oranının kabul edilebilmesi için yatırımcıların hızlı büyüme potansiyeline inanmaları gerekir.¹⁰² F/K oranı aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$Fiyat / KazançOranı = \frac{PiyasaKapitalizasyonu}{ToplamNetKar} * veya$$

¹⁰¹ Aswath Damadoran, “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, Working Paper, Stern School of Business, 2006, ss.58-59.

¹⁰² Chambers, a.g.e., s.193.

* Piyasa kapitalizasyonu toplam hisse senetlerinin değeridir.

$$F / KOranı = \frac{HisseFiyatı}{HBK}, \text{ HBK=Hisse Başı Kar}$$

Hisse fiyatı olarak, cari piyasa fiyatı kullanılabildiği gibi yıllık ortalama fiyatlar da kullanılabilir. Payda da yer alan hisse başı kar için, cari kar (en son yıllık kar rakamları) kullanılırsa cari F/K oranı, gelecek yıl için beklenen kar tahminleri kullanılırsa ileri (forward) F/K oranı hesaplanmış olur.*

F/K Çarpanı için örnek bir hesaplama aşağıda yapılmıştır.

Bir şirketin finansal bilgileri aşağıdaki gibidir.

Net Kar: 3 000 000 YTL

Hisse Senedi Adedi: 1 500 000 adet

Bir hissenin cari piyasa fiyatı:10 YTL

Hisse Başı Kar=3 000 000/1 500 000=2YTL

Bu şirketin faaliyette bulunduğu sektörün F/K çarpanı ortalaması 10 olsun. Bu sektör ortalaması oranına dayanarak hisse senedinin fiyatı;

Hissenin Cari F/K Oranı= Hisse Senedi Piyasa Fiyatı/Hisse Başı Kar

Hissenin Cari F/K Oranı=10/2=5

$$\left(\frac{F}{K} \right)_{\text{sektörort}} = \frac{HisseSenediFiyatı}{HBK}$$

Hisse senedi Fiyatı = 2YTL×10= 20 YTL olmalıdır. Piyasa kapitalizasyon değeri ise 20 YTL× 1 500 000= 30 000 000 YTL olur.

Yukarıdaki verilmiş olan örnek, pratikte birçok aracı kurum ve finansal kurumlar tarafından kullanılmaktadır. Hissenin cari F/K çarpanı 5 iken, sektör ortalamasının F/K çarpanı 10 olursa, bu hissenin ucuz olduğu ve hisse fiyatının dolayısıyla piyasa değerinin yukarıda görüldüğü gibi 2 katına çıkma potansiyeli olduğu söylenir.

* Uygulamada dönemlik bilançolar açıklandığında, örneğin 1. çeyrek net karları açıklandığında F/K oranını hesaplarken kaydırılmış yıllık kar hesaplanır. Geçen yılın son 9 aylık kar rakamları üzerine bu yılki 1.çeyrek kar rakamı eklenerek içinde bulunan yıldaki kar tahmini yapılır.Her dönem bilançolar geldiğinde net kar rakamları düzeltilerek kullanılır. Fiyat olarak ise en son kapanış fiyatı kullanılır.

Piyasada, şirketlerin F/K oranları sektör ortalamasının altında ise ucuz olduğu, sektör ortalamasının üzerinde ise pahalı olduğu görüşü hakimdir. Bir şirketin hisse senedini alırken düşük çarpan oranı yüksek çarpan oranlarından daha iyidir. Tabi ki bu yaklaşım bütün çarpanlar için geçerli olup fakat belli varsayımlar altında doğrudur. Bu varsayımların neler olduğuna dair açıklamalar ileride yapılmıştır.

F/K çarpanlarının zarar eden şirketlerde kullanılması mümkün olmamasına rağmen uygulamada yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir.

3.3.1.2 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri/Defter değeri oranı bir hisse senedi piyasa fiyatının hisse başına defter değerine veya şirketin özsermayesinin piyasa değerinin şirketin defter değerine (özsermaye değerine) oranıdır.

Bunu aşağıdaki şekilde gösterebiliriz.

$$PD/DD = \frac{\text{Piyasa Kapitalizasyonu}}{\text{Defter Değeri}}$$

Bu formülde; piyasa kapitalizasyonu hisse senetlerinin toplam piyasa değeri iken defter değeri de özsermayenin defter değeridir. Aynı zamanda, bir hissenin piyasa fiyatının hisse başı defter değerine bölünmesiyle de PD/DD bulunur. Aslında burada hissenin piyasa değerinin defter değerinin kaç katı olduğu bulunur.

Uygulamada F/K oranının da olduğu gibi, sektör ortalamaları ile mukayese edilerek hissenin ucuz mu yoksa pahalı mı olduğu ve hissenin piyasa fiyatının ne olması gerektiğine dair yorumlar yapılır.

Bu oranın genelde 1'in üstünde olması gerekmektedir. Oran 1'in altına düşecek olursa şirketin, ortaklarına değer artışı sağlayamadığı anlaşılır. Bir şirketin defter değerini aşan kısmı entelektüel sermaye olarak tanımlanırsa PD/DD oranı yüksek olan şirketlerin güçlü bir entelektüel sermaye yönetimine sahip olduğu söylenebilir.¹⁰³

¹⁰³ Chambers, a.g.e., s.196.

Bu oran özellikle sabit duran varlıkları yüksek olan sektörler ile finansal hizmet sektöründe sıkça kullanılan bir yöntemdir. Bu çarpanın avantajı; zarar eden şirketler için de hesaplanabilmesidir.

3.3.1.3 Fiyat/ Nakit Akımı Oranı

F/K yöntemine alternatif olarak geliştirilmiştir. Amortisman uygulamasının farklı olması nedeniyle, net kar yerine nakit akımı alınmıştır. Aşağıdaki gibi hesaplanır.

F/NA Oranı: Piyasa Kapitalizasyonu(Özsermayenin Piyasa Değeri)/Nakit Akımı

Nakit Akımı: Net kar+Amortisman şeklinde basit olarak hesaplanır.¹⁰⁴

3.3.1.4 Fiyat/Satış Oranı

Aşağıdaki gibi bulunur.

Fiyat Satış Oranı= Piyasa Kapitalizasyonu/Satışlar veya Hisse Başı Fiyat/ Hisse Başına Satış

Daha çok internet, telekomünikasyon sektörleri için kullanılır. Görüldüğü üzere bu oran şirketin özkaynaklarının piyasa değeri ve satışları ile ilişki kurmaktadır. Oysa satışlar üzerinde hem hisse sahiplerinin hem de kreditorlerin hakkı vardır. Bu nedenle çarpanın payı ile paydası arasında bir tutarsızlık oluşmaktadır. Bu tutarsızlığı gidermek için bunun yerine Şirket Değeri/ Satışlar oranı kullanılabilir.¹⁰⁵ Şirket değeri; şirketin özsermayesinin piyasa değerine (piyasa kapitalizasyonu) şirketin net borcu eklenerek bulunur. Perakendecilik sektöründeki şirketler için oldukça yaygın kullanılır. Özellikle zarar açıklamış ve özsermayesi eksiye geçmiş şirketlerde F/K ve PD/DD çarpanlarını kullanmak mümkün olmadığından bu gibi şirketlerde de kullanılabilir. Satış rakamının, muhasebe yönünden etkilenmeyen bir kalem olması da bu çarpanın avantajlarından.

¹⁰⁴ İvgen, a.g.e., s.124.

¹⁰⁵ İvgen, a.g.e., s.126.

3.3.1.5-Şirket Değeri/ Faiz, Vergi, ve Amortisman Öncesi Kar (ŞD/FVAÖK)

Analistler tarafından özellikle uluslararası alanda sıkça kullanılan bir orandır. Şirket değeri faiz, vergi, amortisman öncesi kara bölünerek çarpan hesaplanır. Şirketin değeri hesaplanırken özsermaye değeri ve net borcunun değeri toplanır. Genellikle faiz, vergi, amortisman öncesi karın pozitif olması nedeniyle tüm şirketler için hesaplanabilir. Bu çarpan; şirketlerin işletme sermayesi ihtiyacını ve sabit sermaye harcamaları içermediği için eleştirilere maruz kalmıştır.¹⁰⁶

3.3.1.6-Tobin's q Oranı

Bu oran; şirketin defter değerinin tarihi maliyeti temsil etmesi, amortismanların her şirketçe farklı uygulanması yani muhasebe ayarlamalarından dolayı iyi bir ölçü olmadığını savunur. PD/DD oranındaki defter değeri yerine varlıkları yeniden yerine koyma değerini kullanır. İktisatçı James Tobin tarafından ortaya çıkarılmıştır. Aşağıdaki gibi bulunur.

Tobin's $q = \text{Varlıkların Piyasa Değeri} / \text{Varlıkları Tahmini Yenileme Değeri (Yeniden Kurma Maliyeti)}$

Bu oran; şirket değerinin şirketi tekrar yerine kurma maliyetine oranıdır. Oranın payında şirketin hisse senetleri değeri (özsermaye değeri) ve borcunun değeri de dikkate alınır. Payda da ise, şirketin bütün varlıklarının değeri ele alınır ve bu varlıkların değeri kayıtlı değerlerine göre değil, yenileme değerlerine göre belirlenir.¹⁰⁷ Pratikte yenileme maliyetinin bulunması son derece zor olabilir.

Bu oranda; $q > 1$ ise, şirketler yatırım yapma isteği duyarlar. $q < 1$ ise şirketler yatırım yapmayı durdurur. Şirket yeni varlıkları yatırım yapmaktansa birleşme yoluna gidebilir. Varlıklarını etkin bir biçimde kullanmayan ve negatif artık gelire sahip şirketlerin q oranı 1'den düşük, varlıklarını etkin olarak kullanan şirketlerin ise 1'den yüksektir.¹⁰⁸

¹⁰⁶ İvgen, a.g.e., s.132.

¹⁰⁷ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, 6.b., United States: Irwin McGraw-Hill, 2000, s.831.

¹⁰⁸ Ercan ve diğerleri a.g.e., s.67.

3.3.2 Karşılaştırılabilir Şirketler

Genellikle uygulamada karşılaştırılabilir (benzer) şirketlerin aynı sektörden alındığı önceki kısımda belirtilmişti. Bu kısımda ise; teorik olarak karşılaştırılabilir şirket grubunun nasıl seçilmesi gerektiği ve uygulamada bu çarpanlar kullanılırken yapılan hatalar, varsayımlar ve çarpanları etkileyen değişkenler üzerinde durulmuştur.

Karşılaştırılabilir şirketler grubu seçilirken aşağıdaki alternatiflerden faydalanabilir.¹⁰⁹

- Değerlemesi yapılan şirketin, faaliyet gösterdiği sektörün ortalama F/K oranı alınabilir.
- Toplam piyasa ortalama F/K oranı kullanılabilir.
- Faaliyet gösterdiği sektördeki; risk, büyüme ve nakit akımlarına göre oluşturulacak benzer şirketler grubunun ortalama F/K oranı kullanılabilir.
- Yurtdışındaki benzer şirketlerin ortalama F/K oranı alınabilir.

Bu yaklaşımlar sadece F/K oranı için değil diğer çarpanlar için de kullanılabilecek yaklaşımlardır. Yalnız bu yaklaşımların ne kadar objektif olduğu tartışmalıdır. Karşılaştırılabilir şirket geleneksel olarak uygulamada aynı işkolu ya da aynı sektördeki şirketler olarak tanımlanmasına rağmen; bu her zaman doğru ve yeterli olmayabilir. Şirketler aynı sektörde faaliyet gösterebilirler dahi farklı risk, büyüme ve nakit akımları profiline sahip olabilirler. Bunu ortadan kaldırmak için aynı risk, büyüme ve nakit akım profiline sahip şirketlerden bir grup oluşturulup bunların ortalamasının alınması gerekir. Yani karşılaştırılabilir şirketler grubunu seçerken; aynı sektörden şirketler seçilmesi ve buna ek olarak değerlendirilen şirketle seçilen grubun nakit akımı, risk ve büyüme potansiyelleri benzer olması gerekmektedir. Aynı sektörde çok sayıda şirket var ise; sadece sektördeki aynı büyüklükteki şirketlerin karşılaştırılabilir şirketler grubu olarak seçilmesi yöntemi de kullanılabilir. Aynı sektörde olan ve aynı büyüklükteki şirketlerin seçilmesindeki altında yatan üstü kapalı varsayım, aynı büyüklükte ve aynı sektörde yer alan şirketlerin benzer büyüme, risk ve nakit akımı profiline sahip olduğunun kabulüdür. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda halka arz edilmiş şirket sayısı az olduğundan; karşılaştırılabilir şirket bulmak zor olabilir. Daha önceden belirtildiği gibi, karşılaştırılabilir şirket seçilirken nakit akımı, risk ve büyüme potansiyelleri ile benzer olmalıdır. Örneğin aynı beta, büyüme oranı ve özsermaye karlılığına sahip şirketler grubu oluşturulabilir. Cheng ve McNamara karşılaştırılabilir şirketler grubu olarak

¹⁰⁹ İvgen, a.g.e., s.122

sadece sektörü seçmek yerine, aynı sektör içinde ve aynı toplam varlıklara sahip şirketleri seçmenin fiyatlama açısından daha yararlı olduğunu söylemişlerdir.¹¹⁰ Fakat bunlara ne kadar dikkat edilirse edilsin, değerlendirilen şirketle karşılaştırılabilir şirketler grubu arasında az da olsa birtakım farklılıklar olacaktır. Aşağıda ise bu farklılıkların nasıl kontrol edilebileceğine değinilmiştir. Bu farklılıkları kontrol edebilmenin üç yolu vardır.¹¹¹

Birincisi, subjektif düzeltmelerdir. Değerlemesi yapılan şirketin çarpanı, sektör ortalamasının üzerinde ise ve bu durum daha yüksek bir büyüme oranı ile açıklanabiliyor ise, bu şirket ile ilgili bir sorun olmadığı söylenebilir. Fakat yüksek çarpan oranı büyüme, risk, nakit akımı gibi temel verilerle desteklenmiyorsa, o zaman şirketin aşırı değerli olduğu ortaya çıkar. Ancak bu yaklaşım analistin subjektif kriterlerini içerir.

İkincisi, çarpanların düzeltilmesi yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda çarpan üzerindeki en önemli temel faktör baz alınarak buna göre düzeltme yapılır. Örneğin F/K oranını, hisse başı kardaki beklenen büyüme oranına bölerek düzeltilmiş FK oranlarına göre yorumlar yapılabilir.* Burada üstü kapalı olarak iki varsayım söz konusudur. Birincisi, F/K oranları sadece büyümeye göre düzeltildiği için bütün şirketlerin aynı risk düzeyinde olduğunun kabul edilmesidir. Eğer bazı şirketler diğerlerinden daha riskli ise bu şirketler düşük F/K oranından işlem görürler. İkinci varsayım ise, çarpanlar ve temel değişkenler arasında lineer bir ilişki olduğudur. Aynı şekilde PD/DD çarpanı da özsermaye karlılığına (ROE) bölünerek düzeltilebilir.

Sektöre göre ortalama F/K oranından yararlanıp düşük F/K oranlı şirketlerin düşük değerlendirilmiş oldukları düşünülerek bu şirketlere yapılan yatırımların altındaki varsayım şirketlerin risk, büyüme ve nakit akım profillerinin benzer olduklarıdır. Eğer şirketlerin farklı risk, büyüme ve nakit akım profilleri var ise, bunların şirketlerin F/K oranını nasıl

¹¹⁰ C. S. Agnes Cheng, Ray McNamara, “ **The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods**”, Review of Quantative Finance and Accounting, Vol.15, No:4 (December 2000), ss. 349-370.

¹¹¹ Damodaran (2006), a.g.m., ss. 67-69.

* Buna Fiyat-Kazanç/Büyüme (FK/B) çarpanı denir. F/K oranının önümüzdeki yıllarda şirketin net karındaki beklenen ortalama büyüme oranına bölünmesiyle bulunur.

etkilediği bulunmalıdır. Zaten yüksek büyüme oranı beklenen şirketlerin yüksek F/K oranlarına sahip olmaları gerekir.

Bir şirket sektör ortalama F/K oranlarına göre aşırı değerli olup, FK/B oranına göre düşük değerli çıkabilir. Bu da şirketin önümüzdeki yıllarda beklenen büyüme oranının diğer sektördeki şirketlere göre yüksek olmasından kaynaklanır. Beklenen büyüme oranı yüksek ise yüksek F/K oranına sahip olunması normaldir.

Üçüncü yol ise; ise istatistiksel teknikler kullanmaktır. Yani sektör veya piyasa regresyonlarını kullanarak düzeltme yapılmasıdır. Çarpanlarla çarpanları etkileyen temel faktörler arasında regresyon analizi yapıp daha sonra bu regresyon sonuçlarına göre şirket çarpanları tahmin edilebilir. Örneğin F/K oranı ile, beta, büyüme oranı ve kar payı dağıtım oranı arasında bir regresyon analizi yaparak F/K oranlarının sektör bazında risk mi, büyüme oranlarını mı veya nakit akımlarını mı daha fazla etkilediği bulunabilir. Çıkan regresyon sonuçlarına göre, şirketlerin tek tek F/K oranları saptanabilir. Fakat regresyon analizinin anlamlı olması açısından fazla veri gerekir.

Diğer yandan sektör veya gruplar için çarpanların ortalamaları alınırken dikkat edilmesi gerekir. Ortalamalar alınırken genelde aritmetik olarak alınır. Fakat aritmetik ortalamalar serideki aşırı(uç) değerlerden çok etkilenir. Aritmetik ortalamalar kullanılırken aşırı(uç) değerler ihmal edilebilir. Bir başka yöntem de medyan veya ağırlıklı ortalama yöntemi kullanmaktır. Ağırlıklı ortalama yöntemi, ilgili çarpanın şirketlerin piyasa değerleri ile ağırlıklandırılmasıyla hesaplanır. Bu yöntem; piyasa değeri düşük olan şirketlerin çarpanlarının manipüle edilmesinden dolayı, bu çarpanların gereğinden düşük veya yüksek çıkmasından kaynaklanan sorunun önüne geçer. Bir diğer ortalama yöntemi ise harmonik ortalamadır. Baker ve Ruback yaptıkları çalışmada harmonik ortalamanın diğerlerine göre daha iyi sonuç verdiğini ortaya koymuştur.¹¹²

¹¹² Malcolm Baker, Richard S. Ruback, “**Estimating Industry Multiples**”, Working Paper, Harvard University, 1999, s.20, [<http://www.people.hbs.edu/mbaker/cv/papers/Multiple.pdf>, 2007].

3.3.3 Çarpanları Etkileyen Değişkenler

Şirket değerlemesini indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yaparken, şirket değerinin nakit akım yaratma gücü, nakit akımlarındaki beklenen büyüme oranı ve nakit akımlarının riski şeklinde üç temel değişkenin fonksiyonu olduğunu önceki bölümlerde belirtmiştik. Yukarıdaki değişkenler aynı zamanda bahsetmiş olduğumuz çarpanların da bir fonksiyonudur.

Genellikle yüksek büyüme oranı, düşük riske sahip ve daha fazla nakit akımı yaratan şirketlerin çarpanları, düşük büyüme oranı ve düşük riske sahip ve daha az nakit akımı yaratma potansiyeli olan şirketlere göre yüksek olur.

Aşağıda F/K, PD/DD ve F/S çarpanlarının iskonto edilmiş nakit akımlarından nasıl türetildiği gösterilmiştir.

F/K oranını sabit oranda büyüyen bir şirket için kar payı iskontolama modelinden türetirsek; özsermaye değeri yani bir hissenin değeri temettü iskontolama modelinde sonsuza kadar sabit oranda büyüyen bir şirket için aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$P_0 = \frac{D_1}{r_e - g}$$

Burada P_0 = Bir hissenin fiyatı (değeri)

D_1 = Gelecek yılda beklenen temettü ödemesi

r_e = özsermaye maliyeti

g = sabit büyümeye oranı

Her iki tarafı hisse başı kara (HBK) bölersek;

$$\frac{P_0}{HBK} = F / K = \frac{D_1}{(r_e - g) \times HBK} \text{ olur.}$$

Kar payı oranı (KPO) ve D_1 yerine aşağıdaki denklemleri yazarsak,

$$KPO = \frac{D}{HBK}, \quad D_1 = D \times (1 + g) \text{ ve } D = \frac{D_1}{(1 + g)} \quad D = \text{Cari temettü ödemesi}$$

$$KPO = \frac{D_1}{(1 + g) \times HBK}, \quad \frac{D_1}{HBK} = KPO \times (1 + g)$$

$$\frac{P_0}{HBK} = F / K = \frac{KPO \times (1 + g)}{r_e - g} \text{ olur.}$$

Diğer faktörler eşit olduğunda; F/K oranı; büyüme oranına, kar payı ödeme oranına dolayısıyla nakit akımı yaratma gücüne, riske (özsermaye maliyetine) bağlı olmaktadır. Yani büyüme oranı yüksek, riski düşük, (özsermaye maliyeti düşük), yüksek kar payı ödeme oranına sahip şirketlerin F/K oranları daha yüksek olacaktır. Teoride bu doğru olsa da, diğer koşullar pratikte eşit olmaz. Çünkü yüksek büyüme hızına sahip şirketlerin riskleri biraz daha fazla olabilir ve bu yüksek büyüme oranlarını sürdürülebilmeleri için yatırım yapmaları gerekir. Bu yüzden de sabit sermaye harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyaçları yüksek olacağından kar payı dağıtma oranları düşebilir ve daha riskli hale gelebilirler. Bu yüzden diğer faktörlerin eşit olması pratikte zordur.¹¹³ Yüksek büyüme oranına sahip şirketlerin daha yüksek F/K oranından işlem görmesi normaldir.*

Aşağıda ise PD/DD çarpanının sonsuza kadar sabit büyüme hızı ile büyüyen bir şirket için temettü iskontolama modelinden nasıl türetildiği ve PD/DD çarpanının temel belirleyici değişkenleri gösterilmiştir.

Temettü iskontolama modelinde sabit olarak sonsuza kadar büyüyen bir şirketin hisse fiyatı (P_0);

¹¹³ İvgen, a.g.e., s.146.

* Buna Fiyat-Kazanç/Büyüme (FK/B) çarpanı denir. F/K oranının önümüzdeki yıllarda şirketin net karındaki beklenen ortalama büyüme oranına bölünmesiyle bulunur.

Diğer yandan bazı kitaplarda F/K oranının 1/özsermaye maliyetine (r_e) eşit olduğu gösterilmiştir. Örneğin bir şirketin F/K oranının 10 olması özsermaye maliyetinin 1/10=0,1 anlamına geldiği yazılmıştır.

Bunun olabilmesi için kar payı oranının %100 olması, yani şirketin tüm karını temettü olarak dağıtması gerekmektedir. Bu matematiksel olarak şöyle gösterilir. Yine sonsuza kadar sabit kar payı (D) ödeyecek

bir şirketin temettü iskontolama modelinden hisse fiyatı (P_0); $P_0 = \frac{D}{r_e}$ 'dir. Eşitliğin her iki tarafını hisse

başı kar (HBK) ile bölersek $\frac{P_0}{HBK} = F / K = \frac{D}{r_e \times HBK}$ ve kar payı oranı yerine

$KPO = \frac{D}{HBK}$ yazarsak, $F / K = \frac{KPO}{r_e}$ olur. Yani F/K çarpanı, kar payı oranının özsermaye

maliyetine bölünmesine eşit olur. F/K çarpanının $1/r_e$ 'ye eşit olması ancak KPO'nun 1 yani %100 olması koşulunda geçerli olur.

$$P_0 = \frac{D_1}{r_e - g} \text{ 'dir. } D_1 = \text{Gelecek yılda beklenen toplam temettü ödemesi}$$

r_e =özsermaye maliyeti

g = temettülerin sonsuza kadar sabit büyüme oranı

Eşitliğin her iki tarafı defter değeri (DD) yani özsermaye değerine bölersek; aşağıdaki eşitliği elde ederiz.

$$\frac{P_0}{DD} = PD / DD = \frac{D_1}{(r_e - g) \times DD}, \quad D_0 \text{ (cari toplam temettü ödemesi) ve } D_1 \text{ yerine}$$

$D_0 = KPO \times NetKar$ ve $D_1 = D_0 \times (1 + g)$ yazarsak, buradan $D_1 = KPO \times NetKar \times (1 + g)$ olur.

$$\text{Yerine koyarsak; } \frac{P_0}{DD} = PD / DD = \frac{KPO \times NetKar \times (1 + g)}{(r - g) \times DD} \quad \text{ve Özsermaye getirisi}$$

$$\text{yerine ROE (Özsermaye getirisi)} = \frac{NetKar}{Özsermaye(DD)} \text{ yazarsak;}$$

$$\frac{P_0}{DD} = PD / DD = \frac{ROE \times KPO \times (1 + g)}{(r_e - g)} \text{ olur.}$$

Dolayısıyla, özsermaye karlılığı, kar payı oranı ve büyüme oranı yüksek, özsermaye maliyeti düşük olan şirketlerin PD/DD oranı diğerlerine göre yüksek olur. PD/DD çarpanına göre yapılacak değerlendirmelerde bu faktörlerinde göz önünde bulundurulması özellikle özsermaye getirilerine dikkat edilmesi gerekir. Örneğin bir şirketin PD/DD çarpanı sektör ortalamasına yüksek olabilir. Fakat bu şirketlerin özsermaye karlılıklarını da işin içine katarsak oran sektör ortalamasının altına düşebilir. Wilcox ucuz hisse senetlerinin; düşük PD/DD çarpanına sahip olduklarını ve aynı zamanda makul veya yüksek özsermaye getirileri olan hisse senetleri olduğunu söylemiştir.¹¹⁴

¹¹⁴ Jarrod W. Wilcox, “The P/B-ROE Valuation Model”, Financial Analysts Journal, Vol.40, No:1 (February 1984), ss.58-66.

Son olarak da, F/S çarpanının sonsuza kadar sabit büyüme hızı ile büyüyen bir şirket için temettü iskontolama modelinden nasıl türetildiği ve F/S çarpanının temel belirleyici değişkenleri aşağıda gösterilmiştir.

Tekrar temettü iskontolama modelinden,(sonsuza kadar sabit büyüyen bir şirketin hisse değeri)

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} \text{ her iki tarafı satışlar (S) değerine bölersek;}$$

$$\frac{P_0}{S} = F / S = \frac{D_1}{(r_e - g) \times S} \text{ olur.}$$

$D_1 = KPO \times \text{Net Kar} \times (1 + g)$ olduğunu daha önce göstermiştik.Yerine yazarsak;

$$\frac{P_0}{S} = F / S = \frac{KPO \times \text{NetKar} \times (1 + g)}{(r_e - g) \times S} \text{ olur.}$$

Net Kar/Satışlar=Net Kar Marjı (NKM)'dır.Yerine yazarsak; F/S arpanı aşağıdaki gibi türetilmiş olur.

$$\frac{P_0}{S} = F / S = \frac{NKM \times KPO \times (1 + g)}{(r_e - g)}$$

Yukarıda görüldüğü üzere F/S arpanı, sabit bir büyüme hızı ile sonsuza kadar büyüyen bir şirkette büyüme, net kar marjı, temettü dağıtma oranı ve riske bağlıdır.

Aşağıdaki tabloda çarpanlar ve bunların temel belirleyici değişkenleri sunulmuştur.

Tablo 4: Çarpanlar ve Temel Belirleyici Değişkenleri

Çarpanlar	Belirleyici Değişkenler
F/K	Büyüme, Temettü deme Oranı,Risk
PD/DD	Büyüme, Temettü deme Oranı,zsermaye Getirisi
F/S	Büyüme, Temettü deme Oranı,Risk, Net Kar Marjı
şD/FVAÖK	Büyüme, Yeniden Yatırım Oranı, Risk, Sermaye Getirisi, Vergi Oranı

Kaynak: Gürbüz, Ergincan, şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar,s.181

3.3.4 Piyasa Çarpanları Üzerine Genel Değerlendirme

Göreceli değerlendirme; çok sayıda karşılaştırılabilir varlık bulunduğu, bu varlıklar piyasada fiyatlandığında ve fiyatı standardize etmek için kullanılabilen bazı ortak değişkenler bulunduğu piyasalar için daha başarılı sonuçlar verir.¹¹⁵

Göreceli değerlemenin kullanım alanı oldukça geniştir. Türkiye’de aracı kurumlar, yatırım bankaları, araştırma, şirket birleşme ve satın almalarda sıkça kullanılır. Piyasada çok kullanılmasının nedenleri arasında; diğer şirket değerlendirme yöntemlerine göre daha az varsayım içermesi, uygulanmasının pratik ve basit olması yer alır. Karşılaştırılabilir şirketlerin tespit edilmesinde sıkıntılar olabilmektedir. Bazı şirketler çok farklı olabilmektedir ve benzer şirketler bulunamamaktadır.

Yapılan en büyük hatalardan biri ise, karşılaştırılabilir şirketlerin risk, büyüme ve nakit akım profillerinin umursanmaması nedeniyle hatalı sonuçlara ulaşılmasıdır. Diğer ise, piyasa çarpanlarının piyasa koşullarını yansıttığından dolayı piyasanın çok dip yaptığı veya aşırı derecede yukarı gittiği dönemlerde, şirketler için düşük veya yüksek değerlendirilmiş durumların söz konusu olabilmesidir. Uygulamada bu tip hataların önüne geçmek için çarpanların tarihsel ortalamaları kullanılabilir.¹¹⁶

Şirket çarpanları genel olarak şirketin kendi geçmişi ile ilgili çarpanlar (tarihsel ortalamalar), sektör ile ilgili çarpanlar, piyasa ile ilgili çarpanlar ile mukayese edilir.¹¹⁷

Göreceli değerlendirme üzerine yapılan bilimsel çalışmalar değerlemede tarihsel veriler yerine gelecekte beklenen verileri kullanmanın daha iyi sonuçlar verdiğini ortaya koymuştur. Liu, Nissim ve Thomas yaptıkları ampirik çalışmada değişik çarpanların şirketlerin fiyatlamasında nasıl rol oynadıklarını araştırmışlardır. Bu araştırmanın sonuçlarına göre; fiyat farklılıklarını, geleceğe yönelik hisse başı kazanç tahminlerine dayanan çarpanların en iyi olarak açıkladığını, defter değeri ve EBITDA’ya dayanan

¹¹⁵ Chambers, a.g.e., s.180.

¹¹⁶ İvgen, a.g.e., s.118.

¹¹⁷ Fernandez Pablo, “Valuation Using Multiples:How Do Analysts Reach Their Conclusions?”, Working Paper, IESE Business School, 2001, s.7.

çarpanların orta derecede açıkladığını bulmuşlardır. Bu çalışmada en kötü performansı ise, satış ve faaliyet nakit akımlarına dayanan çarpanlar vermiştir.¹¹⁸

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi ve göreceli değerlemeye göre aynı anda yapılan şirket değerlemelerinde aynı şirket için farklı sonuçlar bulunabilir. Bir yöntemeye göre şirket yüksek değerli çıkarken diğer yöntemeye göre düşük değerli çıkabilir. Hatta göreceli değerlemede bile seçilen çarpanlara ve karşılaştırılabilir şirketlere göre farklı sonuçlar çıkabilir.

İskonto edilmiş nakit akımları ve göreceli değerlendirme yöntemlerine göre bulunan değer tahminleri arasındaki fark esasında etkin piyasalar hipotezine hatta piyasasının etkin olmadığı durumlara dayanır. DCF’de varsayım; piyasanın şirket, sektör bazında ve hatta piyasanın tümü için hatalar yapabileceği ve bu hataların zamanla düzeleceğidir. Göreceli değerlemenin altındaki varsayım ise, piyasanın tek başına şirket bazında hatalı fiyatlama yapabileceği fakat ortalama olarak fiyatların doğru olduğudur. Örneğin çimento sektöründeki bir şirketi, çimento sektöründeki diğer şirketlere göre göreceli olarak fiyatlarırken, piyasanın sektör ortalamasını doğru olarak fiyatladığını (her bir çimento sektöründeki şirketleri fiyatlarırken hata yapsa bile) varsayabiliriz. Karşılaştırılabilir şirketlerin hepsi piyasa tarafından yüksek fiyatlanmışsa, bir şirket DCF’ye göre yüksek değerli olabilirken, göreceli değerlemeye göre düşük değeri almış olabilir.¹¹⁹

¹¹⁸ Jing Liu, Doron Nissim, Jacob Thomas, “**Equity Valuation Using Multiples**”, Journal of Accounting Research, Vol.40, No:1 (December 2002), ss.135-172.

¹¹⁹ Damodaran (2006), a.g.m., s.73.

BÖLÜM 4

ALTERNATİF ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bu bölümde ise, şirket değerlemesinde son yıllarda daha çok tartışılmaya başlanan ve uygulanan Artık Kar (Residual Income-RI), Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA), Ekonomik Kar (Economic Profit-EP) ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı modelleri (Cash Flow Return on Investment-CFROI) anlatılmıştır.

4.1 Artık Kar Modeli (Residual Income)

Artık kar, bir şirket tarafından belirli bir zaman içerisinde yaratılmış değeri temsil eder. Artık kar metotları ekonomik karı ölçerken sadece raporlanmış muhasebe giderlerini değil, aynı zamanda sermayenin fırsat maliyetini de göz önüne alır.¹²⁰

Artık kar konseptinden ilk olarak 1890 yılında Alfred Marshall tarafından bahsedilmiş ve Marshall ekonomik karı tanımlarken; toplam net kazançtan yatırılan sermayenin maliyetinin düşülmesi gerektiğini belirtmiştir. Aynı şekilde Robert Hamilton 1777 yılında bir şirketin değer yaratabilmesi için borç ve özsermaye maliyetinden daha fazla kazanması gerektiğini belirtmiştir.¹²¹ Bundan sonra artık kara dayanan, artık kar (olağan dışı kar) (Residual Income-RI) modeli geliştirilmiş ve bu modelin çeşitleri olan Ekonomik Kar, (Economic Profit-EP), Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) modelleri geliştirilmiştir. Bu bölümde bu modellere değinilmiş ve şirket değerlemesindeki önemi üzerinde durulmuştur.

Artık Kar (Residual Income) ve Normal Dışı Kar (Abnormal Earnings) modeli Edwards ve Bell tarafından 1961 yılında ortaya çıkarılmış¹²² ve Ohlson ve Feltman tarafından 1991 ve 1995 yıllarında geliştirilmiştir. Bu model aynı zamanda EBO (Edwards-Bell-Ohlson) modeli olarak da anılır.¹²³

¹²⁰ Stephanie Gross, **Banks and Shareholder Value: An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, 1.b., Frankfurt:Gabler Edition Wissenschaft, 2006, s.39.

¹²¹ James S. Wallace, “**Adopting Residual Income Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For ?**”, Journal of Accounting and Economics, Vol.24, 1997, ss.275-300.

¹²² Thomas Plenborg, “**Firm Valuation:Comparing The Residual and Discounted Cash Flow Approaches**”, Scandinavian Journal of Management, Vol.18, 2002, ss.303-318.

¹²³ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., ss.156.

RI modeli DDM'den türetilmiştir ve özsermaye değerini araştırır.¹²⁴ Bu modele göre bir şirketin özsermaye değeri; defter değeri ve gelecekte yaratması beklenen artık karların (normal dışı karların) bugünkü değerinin fonksiyonudur. Bu yüzden, hem aktif bazlı değerlendirme modeli hem de iskonto edilmiş nakit akımları modellerinin karışımıdır.

Bir şirketin hisse değeri P_0 fiyatı (0 zamanındaki özsermaye değeri), 0 zamanındaki defter değeri (BV_0) ve bundan sonraki dönemden sonsuza kadar olan artık karların (olağan dışı karların) bugünkü değerinin toplamıdır.¹²⁵ Bir başka ifadeyle; Özsermayenin Piyasa Değeri= Özsermayenin Defter Değeri+Gelecek Dönemlerde elde Edilmesi Beklenen Artık Karların Bugünkü Değeri'dir.

RI modeli aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$(\text{Özsermaye Değeri})_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{RI_t}{(1+r_e)^t}$$

BV_0 = 0 zamanında defter değeri

r_e = Özsermaye maliyeti

RI_t = Artık Kar (t zamanındaki artık kar)

Gelir tablosunda net kar değeri içinde sadece faiz giderleri düşülmüştür. Bu da borç maliyetini gösterir. Özsermayenin de bir maliyeti vardır; fakat şirkete yatırılan özsermaye için herhangi bir maliyet kaydedilmez. Özsermayenin maliyetinin açık bir biçimde belirlenmesi ve bu maliyetin net kar rakamından çıkarılması akla uygun olur ve bu aradaki farkın bir ek değer yaratması beklenir. O yüzden artık kar, net kar rakamından özsermaye maliyetinin çıkarılmasıyla yaratılır.¹²⁶ Aşağıdaki gibi gösterilir;

Artık Kar = Net Kar - Özsermaye Maliyeti

Özsermaye Maliyeti_(t) = Özsermaye Maliyeti × Özsermaye Değeri (Defter Değeri)_(t-1)

O halde artık kar (RI) aşağıdaki gibi ifade edilir.

¹²⁴ Plenborg, a.g.m., s.305.

¹²⁵ Xiaoquan Jiang, Bon-Soo Lee, "An Empirical Test of The Accounting-Based Residual Income Model and The Traditional Dividend Discount Model", Journal of Business, Vol.78, No:4, 2005, ss.1465-1504.

¹²⁶ Ignacio Velez Pareja, Joseph Tham, "Do the RIM, EVA and DCF Really Match?", Working Paper, No:25, 2003, s.6.

$$RI_t = NI_t - r_e \times BV_{t-1}^*$$

Bu formülde;

NI_t = t zamanındaki net kar

BV_{t-1} = t-1 zamanındaki defter değeri

O halde 0 zamanındaki özsermaye değeri (P_0 fiyatı);

$$(\text{Özsermaye Değeri})_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{NI_t - r_e \times BV_{t-1}}{(1 + r_e)^t} \text{ olur.}$$

Eğer gelecek dönemlerdeki artık karların (RI) bugünkü değeri 0 ise; yani şirket gelecek yıllarda herhangi bir artık kar üretmiyor, özsermaye maliyetinin üzerinde bir kazanç elde edemiyorsa özsermayesinin değeri (P_0) fiyatı defter değerine eşit olacaktır.

Artık kar modeli temettü iskontolama modeline dayanır. Temettü (kar payı) iskontolama modeline göre RI modelini aşağıdaki gibi türetebiliriz.

Temettü iskontolama modelinde bir hisse senedinin fiyatı (P_0);

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_t}{(1 + r_e)^t} \text{ 'dır. Yani;}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + r_e)} + \frac{D_2}{(1 + r_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + r_e)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1 + r_e)^t} \quad t \rightarrow \infty$$

Temiz artı değer (clean surplus) sistemine* göre kazanç, temettü ve defter değeri arasındaki ilişkide, yani t zamanındaki defter değeri; t-1 zamanındaki defter değeri ile t

* Artık kar aynı zamanda vergi sonrası operasyonel kardan (faaliyet karı) yatırılan sermayenin maliyet tutarının düşülmesi olarak da tanımlanır. Faaliyet karı, vergi sonrası faiz giderlerini içermez. Faiz giderlerini içeren borcun maliyeti şirketin yatırılan toplam sermayesinin maliyeti hesaplanırken (WACC-özsermaye maliyeti ve borç maliyeti) göz önüne alınır. $RI = \text{Faaliyet Karı} - (WACC \times \text{Yatırılan Sermaye})$. Bkz. Stephanie Gross, a.g.e., s.40. Yani artık kar hesaplanırken net kar rakamı kullanılırsa bu faiz giderlerini dolayısıyla borç maliyetini içerdiği için net kar rakamından özsermayenin maliyet tutarının düşülmesi yeterli olur. Eğer faaliyet karı (vergi sonrası) kullanılırsa bu faiz giderlerini içermediği için, faaliyet karından, WACC kullanarak ($WACC \times \text{Yatırılan Sermaye}$) yani hem borç maliyet tutarını hem de özsermaye maliyetinin tutarını düşmek gerekir.

zamanındaki net karın toplamından, t zamanındaki temettünün çıkarılmasıyla bulunur. Yani temettü değeri kazançtan defter değerindeki değişimin (özsermayedeki değişimin) çıkarılmasıyla bulunur.¹²⁸ Bunu aşağıdaki gibi formüle ederiz.

$$BV_t = BV_{t-1} + NI_t - D_t \text{ veya } D_t = NI_t - (BV_t - BV_{t-1})$$

D_t'yi ($D_t = NI_t + BV_{t-1} - BV_t$) yukarıdaki temettü iskontoalama modelinde (DDM) yerine koyarsak;

$$P_0 = \frac{NI_1 + BV_0 - BV_1}{(1+r_e)} + \frac{NI_2 + BV_1 - BV_2}{(1+r_e)^2} + \frac{NI_3 + BV_2 - BV_3}{(1+r_e)^3} + \dots \infty^*$$

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t - r_e \times BV_{t-1}}{(1+r_e)^t} = P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} \text{ olur.}$$

$RI_t = NI_t - r_e \times BV_{t-1}$ olduğundan, bunu tekrar düzenlersek

$$RI_t = \left[\frac{NI_t}{BV_{t-1}} - r_e \right] \times BV_{t-1} \text{ burada } \frac{NI_t}{BV_{t-1}} = \text{ROE (Özsermaye Karlılığı [getirisi])}$$

* Ohlson bir şirketin net kar ve defter değerinin “temiz-artı değer (clean-surplus)” muhasebesine uygun olarak tahmin edildiği sürece, gelecekte elde edilmesi beklenen kar paylarının şimdiki değerinin iki bileşenin toplamına eşit olduğunu savunmuştur. Bunlar şirketin defter değeri ve sonsuza dek iskonto edilen artık karların toplamıdır. Temiz artı değer muhasebe sistemi, defter değerini etkileyen tüm kazanç ve zararların kar rakamı içinde bulunmasını şart koşar.

Bkz. James Ohlson, “**A Synthesis of Security Valuation Theory and Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings**”, Contemporary Accounting Research, Vol.6, No:2 (Spring 1990), ss. 648-676

RI modelinin clean surplus accounting muhasebesine uygun olduğu zaman geçerli olduğunun söylenmesine rağmen, Clean Surplus Relation’dan beklenen değer gelecekteki sapmalarının şimdiki değerinin 0 olduğu varsayılır. Söz konusu varsayımın beraberinde getirdiği bir diğer varsayım da, Clean Surplus Relation’ın gelecekteki bütün dönemler için yerine getirilmediğidir.

Bkz. Kenth Skogsvik, “**A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation**”, SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration, No: 10, 1999, s.5.

¹²⁸ Ohlson, a.g.m., ss. 648-676.

* $\frac{BV_0}{(1+r_e)} = BV_0 - \frac{r \times BV_0}{(1+r_e)}$

$$RI_t = (ROE_t - r_e) \times BV_{t-1} \text{ olur.}$$

Bu da özsermaye getiri oranını özsermaye maliyeti ile kıyaslar.

$RI_t = (ROE_t - r_e) \times BV_{t-1}$ aşağıdaki formülde yerine koyarsak;

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{RI_t}{(1+r_e)^t}$$

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(ROE_t - r_e) \times BV_{t-1}}{(1+r_e)^t}$$

$$P_0 = BV_0 + \frac{(ROE_1 - r_e) \times BV_0}{(1+r_e)} + \frac{(ROE_2 - r_e) \times BV_1}{(1+r_e)^2} + \frac{(ROE_3 - r_e) \times BV_2}{(1+r_e)^3} + \dots \text{ olur.}$$

Burada görüldüğü üzere şirketin defter değeri üzerinden özsermaye getiri oranının özsermaye maliyetine ($ROE=r_e$) eşitse, bu şirketin hisse senetleri defter değerine eşit fiyattan satılır. Şirket istenen getiri oranından daha fazla kazandığı takdirde, şirketin hisse senetleri artık karların bugünkü değerine göre, defter değeri üzerinde primli satılır.

Bu modelde, analist,i önce üç veya beş yıl için artık karları hesaplayıp; sonra bir uç (nihai) değer (terminal value) için diğer değerlendirme modellerinde olduğu gibi perpetuity veya büyüyen perpetuity varsayımı yaparak hisse senedi fiyatına ulaşır.^{129,*}

Görüldüğü üzere bu model temettü ödemelerinin tahminine değil, artık kar (olağan dışı kar) rakamlarının tahminine odaklıdır.¹³⁰

¹²⁹ Bartley J. Madden, **CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm**, 7.b., Oxford:Butterworth Heinemann, 2003, s.197.

*Belli bir n zamanı için model düzenlenirse

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(ROE_t - r_e) \times BV_{t-1}}{(1+r_e)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=\infty} \frac{(ROE_t - r_e) \times BV_{t-1}}{(1+r_e)^t} \quad \text{ki burada}$$

$\sum_{t=n+1}^{t=\infty} \frac{(ROE_t - r_e) \times BV_{t-1}}{(1+r_e)^t}$ uç değerdir (nihai değer-terminal value). n zamanından sonraki, sermaye

üzerindeki fazla kazanç süresiz sonsuza doğru devam edeceğinden, n zamanından sonra yapılan yeni yatırımların sermayenin maliyeti kadar kazanacağı ve dolayısıyla bugünkü değere etkisinin olmayacağı

varsayılır. Bunu limit fonksiyonu ile şöyle gösterebiliriz. $\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{(ROE_t - r_e) \times BV_{t-1}}{(1+r_e)^t} \rightarrow 0$

Bkz. Madden, a.g.e., s.197.

Uygulamada kar rakamları değ erleme yapılacak süre için tahmin edilir.  zsermaye maliyeti daha çok CAPM kullanılarak tahmin edilir. Artık karlar değ erleme yapılacak süre için tahmin edildikten sonra, sonsuza kadar istikrarlı bir artık kar oranı varsayılmaktadır (perpetuity veya büyüyen perpetuity kullanılır). Bu yöntemde defter değ eri ile net kar ve  zsermaye maliyetinin tahmini önem kazanır.

DCF ve RI modelleri matematiksel olarak birbirine eşit olduklarından ve teorik olarak bu modeller kullanırken bazı tutarlı varsayımlar yapıldığı takdirde, bu modeller  irket değ erlemesi açısından aynı sonucu verirler. Fakat bunu pratikte tam olarak uygulamak ve  irket değ eri açısından aynı sonuca ulaşmak oldukça zordur. Tham 2001 yılında belli varsayımlar altında, basit bir sayısal bir örnek üzerinde RI ve DCF modelleri arasında tutarlılık olduğunu göstermiştir. Fernandez 2002 yılında ise, RI, EVA ve DCF modelleri arasında bazı şartlar altında tutarlılık olduğunu belirtmiştir.¹³¹

4.2 Ekonomik Katma Değer Modeli (Economic Value Added)

Artık kar ve ekonomik kar konseptleri önceden de bahsedildiği gibi, ilk olarak Hamilton tarafından 1777 yılında ve Marshall tarafından ise, 1890 yılında ortaya atılmıştır. Bundan sonra bu kavramlara dayanan modeller geliştirilmiştir. Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) de 1990 yıllarının başında artık kar kavramı revize edilerek Stern&Stewart Company'nin kurucuları olan G. Bennett Stewart ve Joel Stern tarafından bulunmuştur.*

EVA temelde bir şirketin sermaye getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkı, yani ekonomik kar yaratma yeteneğini  l er. Bu, aynı zamanda şirketin sermaye maliyetini a an kazançtır ki bu kazanç da hisse senetleri sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren bir ölçüdür.¹³² şirketin faaliyetlerinin sonucunda değ er yaratması şirketin ortaklarının  zsermaye değ erlerinin (shareholder value) arttırılması anlamına gelir.¹³³

¹³⁰ James A. Ohlson, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, Vol.11, No.2, (Spring 1995), s.664.

¹³¹ Pareja ve Tham, ag.m., ss.3-4.

* EVA, ABD'li danışmanlık  irketi Stern Stewart&Company'nin tescilli markasıdır.

¹³² Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.245.

¹³³ İpek Türker, "Ekonomik Katma Değer (EVA)'in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri", Muhasebe ve Denetime Bakı , Yıl:5, No:15 (Mayıs 2005),ss.125-150.

Artık gelir kavramının üzerine kurulu EVA, şirketin borç ve özsermaye maliyetini dikkate alarak şirket tarafından yaratılan ekonomik değeri parasal olarak ifade eder. EVA bir işletmenin yarattığı veya kaybettiği değerın dönemsel veya bir yıllık tutarını ifade etmektedir.*

EVA en basit haliyle vergi sonrası net faaliyet karından sermaye maliyetinin çıkarılması ile bulunur. Diğer bir deyişle, vergi sonrası faaliyet karı ile toplam sermaye maliyeti arasındaki farktır. Pozitif fark şirketin değerine değer katarken; negatif fark şirket değerinin azalmasına neden olur. Aşağıdaki gibi formüle edilir.

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

$$EVA = NOPAT - \text{Sermaye Maliyeti} \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

$$NOPAT = \text{Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı} - (\text{Net Operating Profit After Tax})$$

$$WACC = \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

$$IC = \text{Yatırılan Sermaye}$$

EVA, GAAP (Genarally Accepted Accounting Principles-Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri) bazlı muhasebe sistemlerine yapılan muhasebe düzeltmeleriyle RI modelini daha anlamlı kılmak için yapılmış versiyonudur. Yani, EVA ile RI arasındaki fark, yapılan muhasebe düzeltmelerine bağlıdır. Muhasebe modifikasyonları, muhasebe karı ve muhasebe sermayesini ekonomik kar ve ekonomik sermayeye değiştirmek için tasarlanmıştır. 1991 yılında Stewart artık karın ölçülmesini birtakım muhasebe düzeltmeleriyle yeniden revize etmiş ve EVA olarak markalaştırmıştır.¹³⁴

EVA hesaplanırken yatırılan sermayenin belirlenmesinde en azından üç temel düzeltmenin yapılması gerekmektedir. Bunlar faaliyetlerden kaynaklanan kira

* Yatırımın karlılığı, vergi sonrası net faaliyet karı, net karlılık gibi geleneksel performans ölçüleri performans değerlemesinde sermaye maliyetlerini dikkate almadıklarından yaratılan değeri doğru olarak ölçmede yetersiz kalırlar. EVA sermaye maliyetini de dikkate aldığı için yeni bir performans tekniği olarak son yıllarda epeyce kullanılmaya başlanmıştır. Buna göre EVA şirket hedeflerinin saptanması, bütçeleme, stratejik planlama, fiyatlamaya kadar uzanan bir finansal yönetim sistemidir. Şirketin tümü için hesaplanabildiği gibi her bir bölüm içinde ayrı ayrı da hesaplanabilir. Bölüm için hesaplandığında, bölümün şirket adına yarattığı veya kaybettirdiği değeri gösterir. EVA etkin olarak uygulandığında, şirketin hangi bölümlerinin değer yarattığını belirlemede iyi bir performans ölçüm yöntemidir. Bkz. Türker, ag.m., ss.129-130.

¹³⁴ Anne M. Anderson, Roger P. Bey, Samuel C. Weaver, “Economic Value Added Adjustments: Much to Do About Nothing”, Working Paper, 2005, s.1.

ödemelerinin borca dönüştürülmesi, Ar-Ge harcamalarının aktifleştirilmesi ve bir defaya mahsus olmak üzere yükümlülüklerin etkilerinin elimine edilmesidir.*

Aynı şekilde yatırılan sermayenin getirisinin hesaplanmasında da, yatırımlarından kaynaklanan vergi sonrası faaliyet karının tahmin edilmesi ve faaliyetlerden kaynaklanan kira ödemelerinin, Ar-Ge harcamalarının ve bir defaya mahsus olmak üzere yükümlülüklerle yönelik düzeltmelerin yapılması gerekir.¹³⁵

EVA hesaplanırken; tespit edilmesi gereken sermaye maliyetinin piyasa değerleri kullanılarak bulunması gerekir. Uygulamada, WACC'nin piyasa değerleri kullanılarak doğru bir şekilde hesaplanması son derece güçtür. Pratiklik açısından defter değerlerinin kullanılması birçok şirket için maliyetin olduğundan düşük gösterilmesi anlamına gelebilir.*

Stern Stewart&Company tarafından EVA'yı artırmak için ileri sürülen bazı öneriler aşağıdadır. Aynı zamanda aşağıdaki işlemler hisse senedi fiyatını da arttırır.¹³⁶

- Yatırım yapılan projelerin, yatırılmış sermayesinin vergi sonrası getirisi toplam sermaye maliyetinden daha yüksek olmalıdır.
- Daha az sermaye kullanarak daha fazla kar elde edilmelidir. Bu da satışları arttırarak veya maliyetleri azaltarak yapılmalıdır.
- Şirketteki fazla sermaye, kar payı olarak veya hisse senetlerini geri alarak hisse sahiplerine geri ödenmelidir.
- Şirketin finansal kaldıracı düşükse, daha fazla borç kullanılmalıdır.

Aşağıda ise EVA, piyasa katma değeri (market value added) ve şirket değeri arasındaki ilişkiye değinilmiştir.

* Artık kar üzerinde çeşitli muhasebe düzeltmelerine dayanan EVA Stern&Stewart Company tarafından genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri ve iç muhasebe uygulamasında yapılabilecek 160 kadar muhasebe düzeltmesi tanımlanmıştır. Yapılan bazı çalışmalarda bu kadar çok muhasebe düzeltmesinin yapılmasına gerek olmadığı ve şirketler için GAAP bazlı muhasebe standartlarına yapılan muhasebe düzeltmelerinin çok fazla etkili olmadığı sonucu çıkmıştır. Bkz. Anderson, Bey, Weaver, a.g.m., s.2.

¹³⁵ Ercan ve diğerleri, a.g.e., ss.83-84

* Yatırılan sermaye şirketin bütün finansmanının toplamıdır; fakat buna biriken ücretler, biriken vergiler gibi faize bağlı olmayan ticari borçlar dahil değildir. Yatırılan sermaye, hisse senetleri sahiplerinin sermayesi yani özsermaye ve faiz yürütülen bütün kısa ve uzun süreli borçların toplamıdır. Yatırılan sermaye toplam aktiflerden (varlıklardan) faaliyet borçları (ticari) borçlar (faiz yürütülmeyen borçlar) çıkarılarak hesaplanabilir. Bkz. Chambers, a.g.e., s.30.

¹³⁶ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.249.

Piyasa katma değeri (MVA) şirketin piyasa değeri ile toplam yatırılan sermayesi arasındaki farktır. Bir başka ifadeyle, piyasa katma değeri, şirketin borç ve özkaynaklarının piyasa değeri ile yatırılan sermayesinin defter değeri arasındaki farktır.* Aşağıdaki gibi gösterilir:

$$MVA = \text{Borç ve Özkaynakların Piyasa Değeri} - \text{Şirkete Yatırılan Sermaye}$$

Şirketin piyasa değeri ile toplam sermayesi (toplam defter değeri) arasındaki farkın artırılması durumunda maksimize edilebileceğine dayanan MVA'yı aşağıdaki gibi ifade edebiliriz.¹³⁷

$$MVA = TMV - TBV$$

TMV = Şirketin Toplam Piyasa Değeri

TBV = Kullanılan Sermayenin Toplam Defter Değeri (Özsermaye ve borcun toplam defter değerleri)

Bundan dolayı;

$$MVA = (MVE + MVD) - (BVE + BVD) \text{ olur.}$$

Burada;

MVE = Özsermayenin Piyasa Değeri

MVD = Borcun Piyasa Değeri

BVE = Özsermayenin Defter Değeri

BVD = Borcun Defter Değeri*

EVA ve MVA arasındaki ilişki tanımlanırken, MVA'nın gelecekte beklenen EVA'ların bugünkü değerine eşit olduğu belirtilir.¹³⁸ Cari yıla ait MVA gelecekte beklenen EVA'ların bugünkü değeridir. Bunu aşağıdaki gibi gösterebiliriz.

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

* MVA ile ilgili literatürde kullanılan oran; Piyasa Değeri/ Toplam Yatırılan Sermaye'dir.

¹³⁷ Otavio Ribeiro De Medeiros, "Empirical Evidence on the Relationship Between EVA and Stock Returns in Brazilian Firms", Working Paper, 2005, s.3.

* Borcun piyasa değeri ile borcun defter değeri birbirine eşitse (MVD= BVD); MVA= MVE-BVE olur. Yani, piyasa katma değeri özsermayenin piyasa değeri ile özsermayenin defter değeri arasındaki farktır.

¹³⁸ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.253.

O halde, Şirketin Piyasa Değeri= Şirkete Yatırılan Sermaye +Gelecekteki EVA'ların Şimdiki Değeri olur.* Bu aşağıdaki gibi formüle edilir.

$$\text{Piyasa Değeri}_{(0)} = C_{(0)} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} *$$

$C_{(0)}$ =Şirkette kullanılan toplam sermayenin defter değeri

WACC=Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

EVA'nın hisse senedi sahiplerinin değeri için ana belirleyici olması iddiası ampirik olarak birçok çalışmada test edilmiş fakat farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bazı çalışmalarda şirketlerin piyasa değerleri ile EVA arasında veya hisse senedi getirileri ile EVA arasında istatistiksel olarak çok az açıklayıcı bağıntı veya hiçbir ilgi bulunamamıştır. Yapılan diğer çalışmalar ise EVA'nın şirket değerini belirlediğini göstermektedir. Şimdiye kadar literatürde yapılmış olan çalışmaların özeti 5.1 Literatür Taraması kısmında incelenmiştir.

Artık kar üzerine geliştirilen RI, EVA ve Ekonomik Kar (Economic Profit-EP) modelleri temel olarak birtakım muhasebe düzeltmeleri hariç aynı modellerdir. Çünkü bu modellerin hepsi ekonomik karın tanımında olduğu gibi finansal tablolarda muhasebe kazancının hesaba katılmadığı özsermayenin maliyetini de dikkate alırlar.

4.3 Ekonomik Kar Modeli (Economic Profit)

Mc-Kinsey & Company tarafından kullanılan Ekonomik Kar (EP) da yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) ile sermaye maliyeti arasındaki farkın yatırılan sermaye toplamı ile çarpılmasına eşittir. Ekonomik kar; bir şirketin belli bir zaman dilimi içinde yarattığı değeri ölçer. Yani sermaye maliyetinin üzerinde kazanç sağlayan (sermayenin

* MVA=Borç ve Özkaynakların Piyasa Değeri-Şirkete Yatırılan Sermaye ve MVA=Gelecekteki EVA'ların Şimdiki Değeri olduğundan; Şirket Değeri (Borç ve Özkaynakların Piyasa Değeri)=Şirkete Yatırılan Sermaye + Gelecekteki EVA'ların Şimdiki Değeri olur.

* EVA'yı sonsuza kadar sürekli bir büyüme oranı ile büyütebileceğimiz gibi ki böyle bir yöntem seçilirse; daha önce FCFF, FCFE ve DDM anlatıldığı gibi Gordon modeli kullanılır veya EVA belli bir süre farklı büyüme hızları ile büyüyebilir, bundan sonra sabit bir büyüme oranı yakalayabilir. DCF ile EVA yöntemlerinden aynı sonucu alabilmek için, FCFF tahmin edilmesinde kullanılan vergi sonrası faaliyet karı ile EVA'nın hesaplanmasında kullanılan vergi sonrası faaliyet karının birbirine eşit olması gerekir. Aynı zamanda, büyüme oranı ile yapılacak tahminler de birbirleriyle tutarlı olmalıdır.

getirisi sermayenin maliyetinden fazla ise) ekonomik kar yaratıp hisse sahiplerine değer yaratırlar.

Aşağıdaki gibi formüle edebilir.

$$\text{Ekonomik Kar} = \text{IC} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Burada;

IC=Yatırılan Sermaye

ROIC=Yatırılan Sermayenin Getirisi

WACC= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

ROIC yerine NOPAT/ IC yazarsak; (ROIC=NOPAT/IC)

NOPAT=Vergi Sonrası Faaliyet Karı

$$\text{Ekonomik Kar} = \text{NOPAT} - (\text{IC} \times \text{WACC}) \text{ olur.}^{139}$$

Ekonomik Kar yaklaşımında da bir şirketin değeri, yatırılan sermaye ve gelecekte beklenen ekonomik karların bugünkü değerlerinin toplamıdır.

Şirket Değeri=Yatırılan Sermaye+Gelecekte Beklenen Ekonomik Karların Bugünkü Değeri

Aşağıdaki gibi gösterilir.

$$\text{Şirket Değeri}_0 = \text{Yatırılan Sermaye}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EK_t}{(1 + WACC)^t}$$

Ekonomik kar yaklaşımı firmaya serbest nakit akımların modelinden (FCFF) türetilir. Aşağıda ekonomik kar ile firmaya serbest nakit akımları modellerinin birbirine eşit olduğu matematiksel olarak ispat edilmiştir.

Bir şirketin değerinin; gelecekte sağlayacağı serbest nakit akımlarının şimdiki değeri olduğunu göstermiştik. Şöyle ki;

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}, \quad \text{FCFF}_t = \text{t yılındaki firmaya serbest nakit akımı}$$

WACC=Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

¹³⁹ Koller, Goedhart, Wessels, a.g.e., s.116.

Yukarıdaki formülde, yatırılan sermayenin (IC) gelecekteki kümülatif toplamlarını ekleyip, çıkarıyoruz.

$IC_t = t$ yılında yatırılan sermaye

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{IC_t}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=0}^{\infty} \frac{IC_t}{(1+WACC)^{t+1}} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \text{ olur.}$$

Birinci toplamdan IC_0 'yı dışarı alıp eşitliği tekrar düzenlersek;

$$\text{Şirket Değeri} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_t}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_{t-1}}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \text{ olur.}$$

İkinci toplamı $(1+WACC)/(1+WACC)$ ile çarpıp, üçüncü toplamda FCFF'nin tanımından yola çıkarak yerine NOPAT – yatırılan sermayedeki artış yazarsak;
 $[FCFF = NOPAT - (IC_t - IC_{t-1})]$ şirket değeri aşağıdaki gibi gösterilir.

$$IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_t}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_{t-1} \times (1+WACC)}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT - (IC_t - IC_{t-1})}{(1+WACC)^t}$$

$$\text{Şirket Değeri} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_t - IC_{t-1} \times (1+WACC) + NOPAT - (IC_t - IC_{t-1})}{(1+WACC)^t}$$

$$\text{Şirket Değeri} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_t - IC_{t-1} - WACC \times IC_{t-1} + NOPAT - IC_t + IC_{t-1}}{(1+WACC)^t} \text{ olur.}$$

Tekrar düzenlersek;

$$\text{Şirket Değeri} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT - WACC \times IC_{t-1}}{(1+WACC)^t}$$

$NOPAT - WACC \times IC_{t-1} = \text{Ekonomik kar olduğundan};$

$$\text{Şirket Değeri} = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EK_t}{(1+WACC)^t} \text{ olur.}$$

Görüldüğü üzere; bir şirketin değeri yatırılan sermayesinin defter değeri ve gelecekte beklenen ekonomik karların bugünkü değerinin toplamına eşittir.¹⁴⁰

4.4 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli (Cash Flow Return on Investment)

Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (Cash Flow Return on Investment-CFROI) da diğer artık kar modelleri gibi sermaye maliyetini dikkate alan bir yöntemdir. CFROI yıllık bazda hesaplanır ve şirketin sermaye maliyetinden daha fazla bir getiri elde edip etmediğini araştırır. CFROI hissedarları için değer yaratıp yaratmadığını araştırırken bunu nominal değerler üzerinden değil, reel değerler üzerinden yapar.

CFROI, HOLT Value Associates Danışmanlık şirketi tarafından EVA'ya rakip olarak geliştirilmiştir. CFROI bir getiri değeridir, oran olarak ifade edilir. EVA gibi parasal bir değeri göstermez. Genel olarak CFROI, mevcut vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımlarıyla (reel nakit akımları), enflasyona göre düzeltilmiş sermayenin (reel sermaye maliyeti) maliyeti ile karşılaştırır.¹⁴¹

CFROI, bir şirketin mevcut olan yatırımlardaki reel nakit akımlarına dayanan iç getiri oranıdır (Internal Rate of Return-IRR). Bu reel sermaye maliyeti ile mukayese edilerek yatırımların kalitesi hakkında yargılara varılır. CFROI hesaplarırken dört bilgiye ihtiyacımız vardır.¹⁴² Bunlar;

- 1-Mevcut olan varlıklardaki brüt yatırım tutarı,*
- 2-O yıl için varlıklardan kazanılan brüt nakit akımı,*
- 3-Varlıkların beklenen ömrü
- 4-Beklenen ömür sonundaki hurda değer (salvage value-SV)

CFROI, bu brüt nakit akımlarının iç verim oranıdır (getiri oranı-IRR). Yani brüt nakit akımları ve hurda değerini, brüt yatırıma eşitleyen iskonto oranıdır.

¹⁴⁰ Koller, Goedhart, Wessels, a.g.e., s.669.

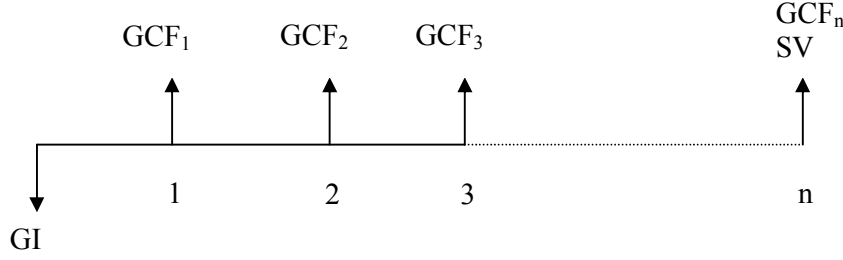
¹⁴¹ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.320

¹⁴² Damodaran (2002), a.g.e., s.878

* Brüt yatırım tutarını bulmak için; defter değeri üzerine birikmiş amortisman eklenir ve defter değeri üzerinden enflasyon düzeltmeleri yapılır.

* Vergi sonrası faaliyet geliri ve fiktif giderlerin (amortisman ve itfa payı gibi) toplamından oluşur.

Bunu aşağıdaki şekilde gösterebiliriz.



Şekil 3: CFROI ve Brüt Nakit Akımları

Kaynak: Damodaran, *Investment Valuation*, s.878

Burada;

n=Varlık ömrü (yıl olarak)

GI=Brüt yatırım

$GCF_{(1,2,3..n)}$ =1,2,3, n. yıldaki brüt nakit akımları

SV=Hurda değeri

$$\frac{GCF_1}{(1+r)} + \frac{GCF_2}{(1+r)^2} + \frac{GCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{GCF_n}{(1+r)^n} + \frac{SV}{(1+r)^n} = GI$$

Burada 0 zamanda GI değerinde yapılmış brüt yatırımın ve n yıl boyunca kazanılacak brüt nakit akımları ile n.yıl sonundaki hurda değer, net şimdiki değerini (NPV) 0'a eşitleyen iskonto oranı (r) CFROI'ya eşittir.

CFROI modeli, şirket değerlemesinde DCF modeline benzer.*

* Damodaran bu ilişkiyi basitçe aşağıdaki gibi ifade etmiştir. Bkz. Damodaran(2002), a.g.e., ss.880-881. CFROI şirket değeri ile ilişkilendirirsek, sabit büyümesi olan bir şirket için şirket değeri;

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{FCFF_1}{(WACC - g)}$$

FCFF₁=beklenen(gelecek yıldaki) firmaya serbest nakit akımı

WACC=Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

g=Sabit büyüme oranı

Bu denklemi yaklaşık olarak CFROI kullanarak tekrar yazarsak

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{[(CFROI \times GI - DA)(1-t) - (CE - DA) - WC]}{(WACC - g)}$$

GI=Brüt yatırım

DA=Amortizasyon ve İtfa Payı

CE= Sermaye Harcaması

t=Kurumlar vergi oranı

WC=İşletme Sermayesindeki Artış

Bu denkleme göre şirket değeri sadece CFROI'nın fonksiyonu değil aynı zamanda brüt yatırım, vergi oranı, büyüme oranı, sermaye maliyeti ve şirketin tekrar yatırım ihtiyacının fonksiyonudur.

Aynı nakit akımlarının tahmini ve aynı iskonto oranı kullanıldığında aynı sonucu vermelidir. Teoride değişik modellerin eşit sonuçlar vermesi beklenirken uygulamada farklılıklar göze çarptığında bir gerçektir.

CFROI ile şirket değeri arasındaki ilişkide şirket yöneticileri bazen CFROI'yı artırırken şirket değerini azaltabilirler. Bunu nedenleri aşağıda sıralanmıştır.¹⁴⁴

-Brüt yatırımın azaltılması: Mevcut aktiflere yapılan brüt yatırım azaltılırsa, CFROI arttırılabilir. Değerin belirlenmesi brüt yatırım ve CFROI'nın çarpılmasından oluştuğundan bir şirketin CFROI'yı arttırmasına karşın değeri düşebilir.

-Gelecekteki büyümeden ödün verilmesi: CFROI mevcut aktiflere yoğunlaşıp gelecekteki beklenen büyüme oranından ödün verilmesi durumunda, CFROI'nın arttırılması değerin azaltılmasına yol açabilir. Yöneticiler gelecekteki büyümeden feragat ederek şu anki CFROI'yı arttırabilirler. Bu da şirket değerinin azalmasına yol açar.

-Risk değişimleri: Bir şirketin değeri gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bir şirket CFROI ve sermaye maliyeti arasındaki farkı arttırmasına rağmen, yüksek sermaye maliyetine sahip olmasının şimdiki değeri yüksek CFROI'ya sahip olmaya göre daha baskınsa şirket değer kaybeder.

Dolayısıyla, her zaman yüksek CFROI'ye sahip olmak, eğer bu yüksek CFROI değeri büyümeden ödün vermek ve riskin arttırılması sonucu elde edilmiş ise tek başına şirket değerini arttıracak anlamına gelmez.

Şirket değerlendirirken CFROI değeri, sadece mevcut varlıklardan değil aynı zamanda gelecekte yapılacak yatırımlardan da gelir. Şu anki CFROI değeri zamanla reel sermaye maliyetine karşı zayıflar. Örneğin; bir şirketin %22 oranındaki CFROI ve %10 reel sermaye maliyeti var ise, bu şirket için gelecek yıllarda zamanla daha düşük CFROI oranı projekte edilir. Şirket değeri mevcut varlıklardan yaratılan CFROI ile gelecek yıllarda yapılacak yatırımlardan yaratılacak olan CFROI'nın fonksiyonudur. Dolayısıyla; yüksek orandaki CFROI değerleri uzun vadede ortalama ekonomik getiriye doğru düşme eğilimine girer. Düşük orandakiler ise, ortalama getiriye doğru yükselir.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Damodaran(2002),a.g.e., s.882.

¹⁴⁵ Madden, a.g.e., s.9.

CFROI modelinde şirketin değeri; beklenen net nakit akımlarının bugünkü değeri ile şirketin realize edilebilir faaliyet dışı varlıklarının vergiden sonraki değerinin toplamıdır. Beklenen net nakit akımları şirketin mevcut varlıklarından (faaliyetle ilgili) yaratılan nakit akımlarını ve gelecekteki yatırımlardan sağlanacak nakit akımlarını içerir.¹⁴⁶

Şirket değeri; mevcut varlıklarından kazandığı CFROI'ya ve bu oranın reel sermaye maliyetine doğru düşme hızına (reel sermaye maliyetinden daha yüksek gerçekleşmesine) bağlı olur. Bir şirket CFROI modeline göre değerini, belirli bir brüt yatırım tutarında elde edilen CFROI'yı artırmak ve CFROI'nın reel sermaye maliyetine doğru düşme hızını azaltmak suretiyle arttırabilir.¹⁴⁷ Mevcut getirilerin sonsuza kadar devam edeceğini varsaymak, bu değerlendirme modelini kullanan pratisyenlerin yaptığı yanlışların başında gelir.

CFROI modelinde, HOLT tarafından iskonto oranını belirlemek için diğer değerlendirme modellerinde kullanılan CAPM reddedilir, şirketin iskonto oranını belirlemek için piyasa iskonto oranı ve şirkete özgü risk farkı toplanarak iskonto oranı hesaplanır. Şirkete özgü risk diferansiyeli şirketin büyüklüğü ve finansal kaldıracıyla ilgilidir. Piyasa iskonto oranı ise; büyük şirketlerin iskonto oranlarından türetilir ve geleceğe yönelik oran olarak tahmin edilir. CFROI modelinde sermaye maliyeti veya iskonto oranı; reel borç ve reel özsermaye oranının ağırlıklı ortalamasıdır.¹⁴⁸

Temelde bir şirketin değerinin üç bileşeni vardır. Birincisi, mevcut varlıklardan nakit yaratma kapasitesidir. Yani yüksek nakit akımları yüksek şirket değerini getirir. İkincisi, gelecekteki büyümeyi yaratmak için yeniden yatırım yapma isteği ve bu yapılacak yatırımların kalitesidir. Diğer değişkenlerin sabit kalması halinde, yeniden yapılan yatırımlardan kazanılacak fazladan getiriler de şirket değerini yükseltecektir. En son bileşen ise; sermaye maliyetidir. Yüksek sermaye maliyeti, düşük şirket değerine sebep olur.¹⁴⁹

¹⁴⁶ Madden, a.g.e., s.349.

¹⁴⁷ Damodaran (2002),a.g.e., s.882.

¹⁴⁸ Madden, a.g.e., ss.9-10.

¹⁴⁹ Damodaran(2002), a.g.e.,s.883.

BÖLÜM 5

AMPİRİK ÇALIŞMA

Bu bölümde önceki bölümlerde tartışılan teorik şirket değerleme modellerinden Artık Kar (RI), Özsermaye Serbest Nakit Akımları (FCFE) ve Defter Değeri (BV) modellerine göre tahmin edilen şirket değerlerinin, şirketlerin piyasa değerlerini nasıl açıkladığına dair geçmiş yıllara ait ampirik bir çalışma yapılmıştır. Diğer bir deyişle, FCFE ve RI modellerine dayalı oluşan nakit akımları ve defter değerlerinin şirketlerin piyasa değerlerini nasıl açıkladığı ve bu modellerden hangisinin şirketlerin piyasa değerine ne şekilde etki ettiği istatistiksel olarak irdelenmiştir.

Bu çalışmada, İMKB’de ağırlıklı olarak imalat sanayinde yer alan şirketler seçilmiş,* mali kuruluşlar; yani bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri, finansal kiralama ve faktoring şirketleri, holdingler ve yatırım şirketleri, gayrimenkul yat. ort., menkul kıymet yat. ort., bilişim, ikinci ulusal pazar, gözaltı pazarı, yeni ekonomi pazarındaki şirketler analize dahil edilmemiştir.

Bu ampirik çalışma sonucunda; şirketlerin borsada oluşan piyasa değerlerinin, diğer bir deyişle hisse senedi getirilerinin teorik değerleme modelleriyle ilişkisi ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda, gelişmekte olan bir piyasa olan İMKB için bu sonuçların değerlendirilmesi oldukça önemlidir. Çıkan ampirik sonuçların teorik faydalarının yanı sıra pratikte şirketlerin artık kar, özsermayeye serbest nakit akımları ve defter değerlerinden hangilerini daha fazla arttırarak piyasa değerlerini yükseltebilirler sorusuna cevap vermede de yararları olmuştur. Aynı zamanda bu sonuçların finans sektöründe özellikle yatırım bankacılığı alanında çalışan uzmanlara ve portföy yöneticilerine yararlı olacağı düşünülmektedir. Bu bölümde, sırasıyla literatür taraması, data ve metodoloji, ampirik sonuçlar alt başlıkları anlatılmıştır.

* İMKB’de imalat sanayinde yer alan gıda, içki ve tütün, dokuma, giyim eşyası ve deri, orman ürünleri ve mobilya, kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın, kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler, taş ve toprağa dayalı sanayi, metal ana sanayi sektörlerinden şirketler ve bunlara ek olarak inşaat ve bayındırlık sektörlerinden bir şirket, ulaştırma ve haberleşme sektörlerinden 3 şirket ile toptan ve perakende ticaretten 2 şirket seçilmiştir.

5.1 Literatür Taraması

Bu konu ile ilgili; EVA, artık kar, serbest nakit akımı ve defter değerlerinin piyasa değerlerini nasıl açıkladığı ve piyasa değerlerine etkilerinin ne olduğu konusunda değişik ülkelerde yapılan ampirik çalışmalar farklı sonuçlar vermiştir. Bu sonuçlar aşağıda özetlenmiştir.

RI modeli üzerine geliştirilmiş olan EVA ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda farklı sonuçlar mevcuttur. Bazı çalışmalarda; şirketlerin piyasa değerleri ile EVA arasında veya hisse senedi getirileri ile EVA arasında istatistiksel olarak çok az açıklayıcı bağıntı veya hiçbir ilgi bulunamamıştır.¹⁵⁰ Yapılan diğer çalışmaların sonuçları ise şöyledir.

Biddle, Bowen ve Wallace,¹⁵¹ 1984-1993 yılları arasında 6174 şirket-yıl gözlem sayısı ile yaptıkları panel data regresyon analizinde; hisse senedi getirilerini bağımlı değişken, EVA, RI, CFO (faaliyetlerden sağlanan nakit akımı-cash flow from operations) ve NI'yu (net kar- net income) bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Bu çalışmada; EVA'nın şirket değeri ve hisse senedi getirilerini açıklamada net kara göre daha üstün olmadığını tespit etmişlerdir.*

O'Byrne, şirket değerleri ile EVA ve NOPAT arasında kurulan regresyon analizi sonucunda; R^2 değerlerini EVA için %56 ve NOPAT için %33 bularak, EVA'nın anlamlı olarak piyasa değerlerindeki değişiklikleri açıkladığını tespit etmiştir.¹⁵² Stewart'ın ABD'de 613 şirket üzerinde yaptığı çalışmada, EVA ile piyasa katma değeri (MVA) arasında %99 düzeyinde bir korelasyon bulunmuştur. EVA'nın bir şirketin

¹⁵⁰ Bkz. Shimin Chen, James L. Dodd, "Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure", Journal of Managerial Issues, Vol.9, (Fall 1997), ss.318-333. Christo Auret, J.U. De Villiers, "A comparison of EPS and EVA as Explanatory Variables for Share Price", Journal for Studies in Economics and Econometrics, Vol.22, No:2, (August 1998), ss.47-63. David Sparling, Calum G. Turvey, "Further Thoughts on the Relationship Between Economic Value Added and Stock Market Performance", Agribusiness, Vol.19, No:2, 2003, ss. 255-267

¹⁵¹ Gary C. Biddle, Robert M. Bowen ve James S. Wallace, "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock returns and Firm Values", Journal of Accounting and Economics, Vol.24, No:3 (December 1997), ss.310-306.

* NI, RI, EVA, CFO için düzeltilmiş R^2 'ler sırasıyla %13, %7, %6 ve %3'tür. 5 yıllık veriler kullanıldığı zaman R^2 değerleri ise; NI (%31), CFO (%19), EVA (%14) ve RI (%11)'dir. Zaman dilimi kısaltıldıkça R^2 değerleri artmasına rağmen, EVA'nın NI'ya göre üstün olduğuna dair kanıt bulunamamıştır.

¹⁵² Stephen F. O'Byrne, "EVA and Market Value", Journal of Applied Corporate Finance, Vol.9, No.1, (Spring 1996), ss.116-125.

MVA'sındaki değişimin %50'sini açıkladığı tespit edilmiştir.¹⁵³ Worthington ve West'in, 1992-1998 dönemine ait veri setinden yararlandıkları ve 110 Avustralya şirketine uyguladıkları ampirik çalışmanın sonucu; EVA'nın, faaliyetlerden doğan nakit akımı, olağanüstü gelir ve giderlerden önceki kar ve artık kar gibi ölçülerden hisse senedi getirilerini daha iyi oranda açıkladığını ortaya koymuştur.¹⁵⁴

Dmitry Volkov ve Irina Berezinets, 2001-2005 yılları için Rusya hisse senetleri piyasasından finans sektörü dışındaki 31 şirket üzerinde panel data regresyon analizi kullanarak (31 şirket x 4 yıl= 124 şirket yıl gözlem sayısı) yaptıkları çalışmada; şirket değerlerinin yani şirket fiyatlarının teorik değerleme modellerinden BV ve RI modellerine göre nasıl açıklandığını incelemişlerdir. Sonuç olarak RI modelinin şirket değerlerini daha iyi oranda açıkladığını tespit etmişlerdir.¹⁵⁵

Anastasia Vardavaki ve John Mylonakis yaptıkları ampirik çalışmada ise; İngiltere'deki gıda ve ilaç sektöründe satış cirolarına göre seçilen 10 büyük şirket üzerinde 1998, 1999, 2000 ve 2001 yılları için ayrı ayrı kesitsel analiz regresyon metodu kullanarak, şirket değerleri ile defter değeri, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi* ve artık kar yöntemleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır.¹⁵⁶ Bu çalışmada piyasa değerleri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. BV, EBITDA, BV ve EBITDA, BV ve RI değerleri bağımsız değişken olarak alınmış ve her yıl için 4 ayrı kesitsel analiz regresyon metodu yapılmıştır. Bu regresyon sonuçlarına göre; BV için ortalama $R^2=0,8685$, EBITDA için ortalama $R^2=0,759$, BV ve EBITDA için ortalama $R^2=0,975$ ve RI ve BV için ise ortalama $R^2=0,937$ bulunmuştur. RI'nın katsayı değerleri de

¹⁵³ G. Bennett Stewart III, **The EVA Management Guide: The Quest for Value**, Harper Business Publishers, 1991, ss.153-154.

¹⁵⁴ Andrew C. Worthington, Tracey A. West, "The Usefulness of Economic Value added (EVA) and Its Components in the Australia Context", Accounting, Accountability and Performance, Vol.7, No:1, 2001, ss.73-90.

¹⁵⁵ Dmitry Volkov, Irina Berezinets, "Accounting-Based Valuations and Market Prices of Equity: Case of Russian Market", Working Paper, 2007, [http://www.gsom.pu.ru/files/upload/niim/publishing/papers/2007/Volkov_Berezinets.pdf,2007]

Bu çalışmada kullanılan 2 model şöyledir. 1. model: $P_t = \beta_0 + \beta_1 E_t + \varepsilon$ ve 2. model: $P_t = \alpha_0 + \alpha_1 E_t + \alpha_2 RI_t + \varepsilon$. Bu modellerde; P_t : t zamanındaki hisse senedinin piyasa fiyatı, E_t : t zamanındaki özsermayenin defter değeri ve RI_t : t zamanındaki artık kardır. 1. modelde R^2 değeri 0,68 iken 2. modelde 0,83'tür.

* Bu çalışmada serbest nakit akımları yerine; EBITDA (Faiz, Vergi, Amortisman ve İtfâ Öncesi Kar) kullanılmıştır.

¹⁵⁶ Anastasia Vardavaki, John Mylonakis, "Empirical Evidence on Retail Firms: Equity Valuation Models", International Research Journal of Finance and Economics, No:7,2007, ss.104-119.

diğerlerine göre yüksek çıkmıştır. Özetle, BV ve EBITDA'nın birleştirildiği model ile RI modeli, şirketlerin piyasa değerini en yüksek açıklayıcılığa sahiptir.

Ahmad Ismail'in İngiltere hisse senetleri piyasasında 1990-1997 yılları için 2252 şirket-yıl gözlem sayısı kullanarak panel data regresyon yöntemiyle yaptığı çalışmada; EVA, RI, Net Kar, Vergiden Sonraki Esas Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax-NOPAT) ile Faaliyet Nakit Akımlarının (Operating Cash Flow-OCF) şirket değerlerini nasıl etkilediğini incelemek için R^2 değerlerini ve tahmin edilen katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını ve bu katsayıların büyüklüğünü incelemiştir. Bu çalışmada kurulan model şöyle formüle edilmiştir: ¹⁵⁷

$$R_{it} = b_{oi} + b_1 X_{it} / MV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Bu modelde;

R_{it} =yıllık hisse senedi getirisi (bağımlı değişken)

X_{it} = bağımsız değişken olarak kullanılan EVA, RI, Net Kar, NOPAT ve OCF

MV_{it-1} =şirketin t-1 zamanındaki özsermayesinin piyasa değeri (piyasa kapitalizasyonu)

EVA değerleri Stern Stewart'ın İngiltere için yaptığı çalışmadan* ve net kar değerleri şirket bilançolarından alınmıştır.

NOPAT = EBIT $\times$ (1-t) olarak hesaplanmıştır.*

OCF hesaplaması ise aşağıdaki formüle göre yapılmıştır.

OCF : NOPAT+Amortisman+İtfa+ ($\pm$) Net Faaliyet İşletme Sermayesindeki Değişim (Nakit Dışı İşletme Sermayesi)

Artık kar da, RI=NOPAT- (Sermaye maliyeti $\times$ toplam sermaye) olarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki model uyarınca yapılan 5 ayrı panel data regresyon analizi sonucunda; EVA ve RI şirket değerlerini belirlemede NI'ya üstünlük sağlamamıştır. Net Kar ve

¹⁵⁷Ahmad Ismail,"Is Economic Value Added More Associated with Stock Return Than Accounting Earnings?The UK Evidence", International Journal of Management Finance,Vol.2, No:4, 2006, ss.343-353.

* Stern Stewart tarafından İngiltere için yapılan çalışmada ,EVA ekonomik karın bir konsepti olarak RI' ya birtakım muhasebe düzeltmeleri yapılarak şöyle hesaplanmıştır. EVA= NOPAT-(Sermaye Maliyeti $\times$ Toplam Sermaye)+ Muhasebe Düzeltmeleri

EVA için Stern&Stewart Company tarafından genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri ve iç muhasebe uygulamasında yapılabilecek 160 kadar muhasebe düzeltmesi tanımlanmıştır. Bunlardan en önemlileri 4. bölümde de belirtildiği üzere kira ödemelerinin borca dönüştürülmesi, Ar-Ge harcamalarının aktifleştirilmesi ve bir defaya mahsus olarak yükümlülüklerin etkilerinin elimine edilmesidir.

* EBIT= Faiz ve Vergiden Önceki Kar (Earnings Before Interest and Tax), ve t=kurumsal vergi oranıdır.

NOPAT'ın; EVA, RI ve OCF'ye göre şirket değerlerini daha iyi açıkladığı ve etkilediği sonucuna varılmıştır.*

Penman ve Sougiannis RI modelini, serbest nakit akımı (FCF) ve temettü iskontoama modeli (DDM) modelleriyle karşılaştırmıştır. Sonuç olarak; RI modelinin DDM modeline göre üstün olduğu ve FCF modeline göre ise performansının nihai değeri tahmin etmek için yapılan varsayımlara bağlı olduğu ortaya çıkmıştır.¹⁵⁸

Thomas Plenborg ise; yaptığı çalışmada DCF ve RI modellerini karşılaştırmıştır. Plenborg bu çalışmada; teoride bu iki modelin birbirine eşit olduğu bilirse de, gelecek için yapılan varsayımların basitleştirildiği durumda, her iki modelin de şirket değerlerini farklı etkilediğini göstermiştir. Bazı durumlarda RI modeli şirket değeri için daha doğru sonuçlar verirken, diğer durumlarda ise DCF modeli daha doğru sonuçlar vermiştir. Bu çalışmada, nihai değeri hesaplamada kullanılacak büyüme oranının, finansal tabloları tahmin etmek için (proforma finansal tablolar) kullanılan büyüme oranından farklı olduğu durumda, RI modeli şirketlerin gerçek değerini belirlemede DCF modeline göre daha doğru sonuçlar verdiği gösterilmiştir.¹⁵⁹ Bununla beraber bu çalışmada özetle savunulan iddia şöyledir. Şirket değerini belirlemek için en önemli husus gelecek ile ilgili varsayımların kalitesidir. RI ve DCF modellerinde, gelecek için yapılacak varsayımlar farklıdır. RI modelinde şirketlerin gelecekteki karlarına yönelik tahmin yapılırken, DCF modelinde gelecekteki serbest nakit akımları tahmin edilmeye çalışılır. Geleceğe yönelik kar ve serbest nakit akımları tahminleriyle ilgili son yıllarda yapılan çalışmaların sonucunda; şirket karlarının zaman serilerinin, serbest nakit akımlarına göre daha durağan ve istikrarlı olduğu ve nakit akımlarına göre karların varyanslarının daha düşük olduğu ve karların hisse senedi getirileriyle korelasyonun yüksek olduğu bulunmuştur.¹⁶⁰ Bu yüzden RI modeli kar rakamlarına ve DCF modeli nakit akımlarına dayandığından, RI modelinin DCF modeline göre daha üstün olması gerekir.*

* Bu çalışmada NOPAT, NI, RI, EVA ve OCF için R^2 değerleri sırasıyla %25,78, %25,03, %20,79, %20,20 ve %19,87'dir. Tahmin edilen katsayı değerleri ise (1,271), (1,395), (0,598), (0,335) ve (0,094)'tür. Bu katsayı değerleri %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

¹⁵⁸ Stephen H. Penman, Theodore Sougiannis, "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, Vol.15, No.3, 1998, ss. 343-83.

¹⁵⁹ Plenborg, a.g.m., ss.303-304.

¹⁶⁰ Plenborg, a.g.m., s.315.

* Bernand (1989) pozitif artık kara sahip bir şirketin PD/DD oranının 1'in üzerinde olması gerektiğini fakat pozitif serbest nakit akımına sahip bir şirketin PD/DD oranının 1'in üzerinde olamayabileceğini söylemiştir. Bkz. Plenborg, a.g.m., s.316.

Francis, Olsson ve Oswald; DDM, DCF ve RI modellerinin şirket değerlerini nasıl açıkladıklarına dair geleceğe dönük yaptıkları çalışmada panel data analizi kullanarak; A.B.D’de halka açık olan şirketlerin değerlerini açıklamada, RI modelinin DDM ve DCF modellerine göre daha üstün olduğu sonucuna varmışlardır. Her ne kadar teoride bu modellerin birbirleri ile eşit oldukları bilinse de; pratikte uygulanırken büyüme oranları, iskonto oranları ve varsayımlar birbirleriyle tutarsız oldukları takdirde sözkonusu modellerin farklılaştıkları bilinmektedir. Bu çalışmada RI modeli fiyatlardaki değişimin %71’ini açıklarken, DDM %51’ini ve FCF ise %35’ini açıklamaktadır.¹⁶¹

Jiang ve Lee, Dow Jones endeksindeki şirketler için yaptıkları analiz ve ampirik testte, RI modeli ile geleneksel DDM modelini karşılaştırmışlardır.¹⁶² Bu çalışmada, şu anki hisse senedi fiyatını (şirket değeri) özsermayenin defter değeri ve gelecek yıllarda beklenen artı karların şimdiki değerine göre belirleyen RI modeli, geleneksel temettü iskontolama modelinden şirket değerleri açısından daha iyi sonuçlar vermiştir. Bu çalışmada, şirket kazançları ve defter değerinin değerlendirme fonksiyonunun özü olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Yazarların savı açık ve nettir, muhasebe bazlı değerlendirme modeli olan RI modeli, geleneksel DDM’e karşı daha üstündür. O yüzden de finans araştırmacılarının daha fazla dikkatini çekmesi gerekir.*

5.2 Data ve Metodoloji

Bu bölümde, İMKB’de ağırlıklı olarak imalat sektöründe yer alan şirketlerin 2005, 2006 ve 2007 yıllarında oluşmuş olan piyasa değerlerine; teorik değerlendirme modellerinden RI, FCFE ve BV’nin aynı yıl üzerindeki etkisi istatistiksel bir modelle incelenmiştir.

¹⁶¹ Jennifer Francis, Per Olsson , Dennis R. Oswald, “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, Journal of Accounting Research, Vol. 38, No:1, 2000, ss.45-70.

¹⁶² Jiang, Lee, a.g.m., ss. 1465-1504.

* Fama ve French’in (2001) nakit olarak temettü ödeyen şirketlerin her sektör için azaldığını tespit etmesiyle birlikte, son yıllarda RI modeli DDM’ye göre değerlendirme açısından daha uygundur. Fama ve French, bu durumu temettülerin fark edilen faydalarının zamanla azalmasına bağlamışlardır. Bkz. Jiang, Lee, a.g.m., s. 1502.

Daha önceden bahsedildiği gibi İMKB’de işlem gören şirketlerden mali kuruluşlar, holdingler, ikinci ulusal pazar, gözaltı pazarı, yeni ekonomi pazarı analiz konusu dışında tutularak daha çok imalat sanayinde işlem gören şirketler seçilmiştir. Şirketler seçilirken dikkat edilen diğer kriterler aşağıdadır:

- Seçilen dönemde (2005, 2006 ve 2007 yıllarında) şirketlerin net karlarının pozitif olması
- 2007 yılı sonu itibariyle şirket varlıkları toplamının 100 milyon YTL ve üzerinde bulunması*
- 2002 yılı başı ve 2007 yılının 6. ayının sonuna göre aylık olarak zaman serilerine göre bulunan beta değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olması

Bu kriterlere uygun toplam 53 şirket tespit edilmiştir. 53 şirket x 3 yıl= 159 (şirket-yıl) toplam gözlem sayısıdır ve uygulanacak panel data regresyon analizi için yeterlidir. Regresyon analizlerinde Eviews istatistik programı kullanılmıştır.

Ampirik çalışmada kullanılan 53 şirket şunlardır: Akçansa, Alarko Carrier, Alkim Kimya, Anadolu Efes, Anadolu Cam, Anadolu Isuzu, Arçelik, Aselsan, Aygaz, Batıçim, Batisöke, Bolu Çimento, Bossa, Brisa, Bursa Çimento, Çelebi, Çemtaş, Çimentaş, Çimsa, Demisaş, Doğu Otomotiv, Ege Gübre, Enka İnşaat, Ereğli Demir Çelik, Ford Otomotiv, Gentaş, Gübre Fabrikaları, Hürriyet, İzmir Demir Çelik, Kardemir D, Konya Çimento, Mardin Çimento, Migros, Nuh Çimento, Olmuksa, Otokar, Parsan, Sarkuysan, Soda, Thy, Tofaş Otomobil, Trakya Cam, Turkcell İletişim, Yünsa, Afyon Çimento, Eczacıbaşı İlaç, Hektaş, Kent, Kordsa, Pimaş, Ünye Çimento, Desa ve Ülker.

Bu şirketlerin 2005, 2006 ve 2007 yıllarındaki finansal tabloları (bilanço, gelir gider tablosu, özsermaye değişim tablosu ve nakit akım tablosu) İMKB’nin internet sitesinden alınmıştır.

Bu çalışmada panel data regresyon analizi kullanılmıştır. Panel data metodu, kesit verileri (cross-sectional) metodu ve zaman serileri (time series) metodunun birleştirilmiş halidir. Genelde bu konu ile ilgili uluslararası literatürdeki çalışmalarda

* Sadece Gentaş, Desa ve Afyon çimento şirketlerinin toplam varlıkları 2007 yılı sonu itibariyle 100 milyon YTL’nin altındadır.

da panel data metodu kullanılmıştır. Zaten kesit verileri metodu ve zaman serileri metodunun bazı sakıncaları bulunmaktadır. Zaman serileri metodunda çoklu doğrusallık ve ardışık bağımlılık gibi problemler oluşabilirken, kesit verileri yönteminde değişen varyans problemi olabilmektedir. Bunlar parametre katsayılarını ve istatistiksel anlamlılığı etkileyebilir. Panel data analizi bu sakıncaları ortadan kaldırabilir.¹⁶³

Aşağıda bu şirketlerin bağımlı değişken olarak kullanılacak piyasa değerleri ve bağımsız değişken olarak kullanılacak Artık Kar (RI), Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (FCFE) ve Defter Değerlerinin (BV) nasıl hesaplandığı anlatılmıştır.

5.2.1 Piyasa Değerleri

Halka açık bir şirketin piyasa kapitalizasyon değeri bir hisse senedinin o andaki piyasa fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımından oluşur. Şirketlerin piyasa değeri (özsermayenin piyasa değeri) yıl sonlarındaki fiyat ile o yıl sonundaki toplam hisse senedi sayısının çarpımı alınarak hesaplanmıştır. İMKB'nin sitesinde şirketlerin piyasa değerleri mevcuttur.* Şirketlerin piyasa değerleri Ek 1'de gösterilmiştir.

5.2.2 Defter Değerleri

Bir şirketin defter değeri, şirketin toplam varlıklarından toplam borçlarının düşülmesiyle bulunan özsermaye (özkaynak, özvarlık) değeridir. Özsermaye değerleri zaten bilançolarda mevcuttur.

5.2.3 Artık Kar

Şirketlerin 2005, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşmiş olan artık karları aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır.

$$RI_t = NI_t - r_e \times BV_{t-1}$$

Bu formülde;

¹⁶³ Setalla N. Spilioti, George A. Karathanassis, “The Useful of Empirical Valuation Models: Some Results From The London Stock Exchange”, Working Paper, 2006, s.7.

* İMKB’de oluşan piyasa fiyatları 1 yıl nominal değerli hisse senetleri için gösterilir. Dolayısıyla Piyasa Değeri=Sermaye×Yıl Sonundaki Kapanış Fiyatı formülü ile bulunur.

RI_t =t zamanındaki artık kar

NI_t = t zamanındaki net kar

BV_{t-1} = t-1 zamanındaki defter değeri (özsermaye değeri)

r_e = özsermaye maliyeti

Net kar ve defter değerleri yıllar boyunca bilançolardan alınmıştır. Burada önemli olan nokta şirketler için özsermaye maliyetini 2005, 2006 ve 2007 yılları için doğru olarak hesaplamaktır.

Özsermaye maliyeti hesaplanırken CAPM'den faydalanılmıştır. CAPM'e göre özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi bulunur.

$$r_e = r_f + \beta(\text{Risk primi})$$

Burada;

r_e = Özsermaye Maliyeti

r_f =risksiz faiz oranı

β =şirket betası

Bunun için öncelikle şirket betalarının bulunması gerekir. Şirket betaları da yine CAPM'den aşağıdaki formüle göre, 2002 yılı başı ve 2007 yılının 6. ayının sonuna kadar 5.5 yıl için aylık olarak (toplam 66 ay) zaman serileri regresyonları kullanılarak hesaplanmıştır.

$$R_i - R_f = \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon^*$$

β_i = hisse senedinin betası

R_i =bir hisse senedinin aylık gerçekleşmiş getirisi

R_f =risksiz faiz oranı (aylık)

R_m =İMKB100 endeksinin gerçekleşen getirisi (aylık)

ε =hata terimi

* Bu formüle göre betalar tahmin edildiğinde regresyon sabitinin (c) istatistiksel olarak 0 olması gerekir ki tahmin edilen betalarda regresyon sabiti tüm şirketlerde istatistiksel olarak 0 olarak çıkmıştır. Eğer $R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon$ olarak betalar tahmin edilirse çıkacak regresyon sabitinin aralığı o dönemdeki ortalama risksiz faiz oranının ortalamasını içine almalıdır. Betalar önceki bölümlerde bahsedildiği gibi R_f olmadan sadece, hisse senedi getirileri (R_i) ile piyasa getirisi (R_m) arasında regresyon yaparak da bulunabilir. Bu şekilde de hesaplanan betalar hemen hemen aynı sonucu vermektedir.

Hisse senetlerinin ve İMKB100 endeksinin gerçekleşmiş aylık getirileri İMKB internet sitesinden alınmıştır.

Riskiz faiz haddi olarak 2002 yılının başından itibaren piyasada oluşmuş gösterge tahvillerin faizleri kullanılmıştır. Bu bilgiler ise T.S.K.B Hazine bölümünden alınmıştır. İMKB 100 endeksinin gerçekleşmiş getirileri ve risksiz faiz oranları Ek 2’de mevcuttur.

66 gözlem sayısı ile aylık olarak, zaman serileri regresyon analizi yöntemine göre hesaplanan beta değerleri Ek 3’te gösterilmiştir ve bu betaların tamamı istatistiksel olarak anlamlıdır. Fakat hesaplanmış olan ham betaların düzeltilmesi gerekir. Çünkü düşük beta değerleri düşük özsermaye maliyetlerine, bunlar da şirketlerin yüksek değerlenmelerine sebebiyet verebilir. Betalar Bloomberg’in yaptığı gibi aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir. Bu düzeltmeler önceden yapılmış ampirik kanıtlara dayanarak birçok kurum tarafından yapılır. Bunun altında yer alan varsayım; betaların uzun dönemde ortalama olarak 1’e yaklaşacağı varsayımdır.¹⁶⁴ Düzeltme aşağıdaki formüle göre yapılmıştır.

$$\text{Düzeltilmiş Beta} = \text{Ham Beta} \times (0,67) + 1 \times (0,33)$$

Betalar yukarıdaki şekilde düzeltildikten sonra, Türkiye’de gelişmekte olan bir piyasa olduğundan, gelişmekte olan piyasalar için daha önce özsermaye maliyeti hesaplanmasında anlatıldığı üzere; özsermaye maliyeti aşağıdaki formüle göre her bir yıl için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Gelişmiş olan piyasalarda hesaplanan özsermaye maliyeti ile gelişmekte olan piyasalarda hesaplanan özsermaye maliyeti teorik olarak aynı şekilde hesaplanamayacağı 2. bölümde anlatılmıştı. Çünkü gelişmekte olan piyasalarda ülke risk primleri vardır. Bunun da özsermaye maliyetine yansıtılarak özsermaye maliyetlerinin gelişmekte olan piyasalar için düşük çıkmasının önüne geçilir.

¹⁶⁴ Damadoran (2002), a.g.e., s.186.

İncelediğimiz her şirketin ülke riskine eşit olarak maruz kaldığı kabul edilerek, özsermaye maliyeti (dolar cinsinden) aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.*

$$r_e = R_{f(A.B.D)} + \beta_i (\text{Risk Primi}_{ABD}) + \text{Ülke Risk primi}$$

Burada;

r_e = özsermaye maliyeti (dolar bazında)

$R_{f(A.B.D)}$ = ABD risksiz faiz oranı.

β_i = şirketin düzeltilmiş beta değeri

ABD risksiz faiz oranı olarak 2005, 2006 ve 2007'deki 10 yıllık hazine tahvillerinin ortalaması alınmıştır. Bu veri, Amerika Merkez Bankası (F.E.D) internet sayfasından sağlanmıştır. ABD risk primi ve Türkiye'nin ülke riskini ölçen ülke risk primi verileri Damadoran internet sayfasından alınmıştır.*

Dolar cinsinden bulunan özsermaye maliyetleri, YTL bazında çalışıldığı için YTL cinsine aşağıdaki formülle çevrilmiştir:

$$[1 + \text{Özsermaye maliyeti(YTL)}] = [1 + \text{Özsermaye maliyeti(USD)}] \times (1 + \text{enflasyon oranı(Türkiye)}) / (1 + \text{enflasyon oranı (ABD)})^{165}$$

Enflasyon oranları olarak; hem ABD hem de Türkiye'de tüketici fiyat endeksinin (TÜFE) 12 aylık ortalamaları alınmıştır.

ABD risk primi, Türkiye ülke riski, ABD ve Türkiye risksiz faiz oranları (R_f) ve enflasyon oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

* Özsermaye maliyeti geçmiş yıllar için hesaplanırken gerçekleşmiş veriler kullanılmaz. Çünkü CAPM'nin teorisinde, özsermaye maliyetinin beklenen veriler kullanılarak gelecek için hesaplanması gerekir. Gerçekleşmiş veriler için özsermaye maliyeti hesaplandığında, özsermaye maliyetleri negatif çıkabilir, bu da teoriye aykırıdır. Bundan dolayı, örneğin 2005 yılı için özsermaye maliyeti hesaplanırken 2004 yılındaki veriler kullanılır. 2004 yılı verilerinin ortalama olarak 2005 yılı için de beklendiği varsayılır. Aşağıda 2005 yılı için yapılmış olan hesaplama gösterilmiştir. Diğer yıllar için de aynı mantık uygulanmıştır.

Özsermaye Maliyeti(2005 yılı) = $R_{f(A.B.D)}(2004) + \beta_i(\text{Risk Primi}_{ABD(2004)}) + \text{Türkiye Risk primi}(2004)$

* Damadoran; ABD risk primlerini, hisse senetleri ve tahvil getirileri arasındaki fark olarak hesaplamıştır.

¹⁶⁵ Damadoran (2002), a.g.e., s.206.

Tablo 5: ABD ve Türkiye Risk Primleri, Risksiz Faiz Oranı (R_f) ve Enflasyon Oranları

	2004	2005	2006	2007
Rf (USD)-10 Yıllık Hazine Tahvili (ortalama)	0,0422	0,0439	0,047	0,0402
Risk Primi (ABD)	0,0484	0,048	0,0491	
Enflasyon Oranı ABD(TÜFE-12 aylık ortalama)	0,0268	0,0339	0,0324	0,0285
Rf (YTL)-Gösterge Tahvil (ortalama)	0,2459	0,1637	0,1777	0,1827
Türkiye Ülke Riski	0,0825	0,054	0,045	
Enflasyon Oranı Türkiye(TÜFE-12 aylık ortalama)	0,086	0,0818	0,096	0,0876

Kaynak: FED, Damadoran, T.S.K.B Hazine, TİK

YTL cinsinden her bir şirket için 2005,2006 ve 2007 yılları için hesaplanan özsermaye maliyetleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Aşağıdaki tabloda; r_e özsermaye maliyetini temsil etmektedir.

Tablo 6 : Hesaplanan Özsermaye Maliyetleri

Şirketler	Ham Beta	Düzeltil. Beta	r _e 2005 dolar	r _e 2005 ytl	r _e 2006 dolar	r _e 2006 ytl	r _e 2007 dolar	r _e 2007 ytl
Akçansa	1,060	1,040	0,175	0,229	0,148	0,219	0,143	0,209
Alkim	0,637	0,757	0,161	0,215	0,134	0,204	0,129	0,194
Alarko	0,971	0,981	0,172	0,226	0,145	0,216	0,140	0,206
Anadolu	0,547	0,696	0,158	0,212	0,131	0,201	0,126	0,191
Anadolu	0,907	0,937	0,170	0,224	0,143	0,213	0,138	0,203
Anadolu	0,746	0,830	0,165	0,219	0,138	0,208	0,133	0,198
Arçelik	1,026	1,017	0,174	0,228	0,147	0,217	0,142	0,208
Aselsan	0,733	0,821	0,164	0,218	0,137	0,207	0,132	0,197
Aygaz	0,948	0,965	0,171	0,226	0,144	0,215	0,139	0,205
Batı Çim.	0,642	0,760	0,161	0,215	0,134	0,204	0,129	0,194
Batı Söke	0,799	0,865	0,167	0,221	0,139	0,210	0,134	0,200
Bolu Çim.	1,069	1,046	0,175	0,230	0,148	0,219	0,143	0,209
Bossa	0,647	0,763	0,162	0,215	0,135	0,204	0,129	0,194
Brisa	0,937	0,958	0,171	0,225	0,144	0,214	0,139	0,204
Bursa Çim.	0,525	0,682	0,158	0,211	0,131	0,200	0,125	0,190
Cemtaş	0,834	0,888	0,168	0,222	0,141	0,211	0,136	0,201
Çelebi	0,639	0,758	0,161	0,215	0,134	0,204	0,129	0,194
Çimentaş	0,714	0,808	0,164	0,218	0,137	0,207	0,132	0,197
Çimsa	0,987	0,991	0,173	0,227	0,145	0,216	0,141	0,206
Demisaş	0,667	0,777	0,162	0,216	0,135	0,205	0,130	0,195
Doğuş Oto	1,202	1,136	0,180	0,234	0,152	0,223	0,148	0,214
Ege Gübre	0,680	0,786	0,163	0,217	0,136	0,206	0,131	0,196
Enka	0,587	0,723	0,160	0,213	0,133	0,202	0,128	0,192
Ereğli	1,004	1,003	0,173	0,228	0,146	0,217	0,141	0,207
Ford	0,773	0,848	0,166	0,220	0,139	0,209	0,134	0,199
Gentaş	0,651	0,766	0,162	0,216	0,135	0,205	0,130	0,195
Gübre Fab.	0,932	0,954	0,171	0,225	0,144	0,214	0,139	0,204
Hürriyet	1,040	1,027	0,174	0,229	0,147	0,218	0,142	0,208
İzmir D.Ç.	0,951	0,967	0,171	0,226	0,144	0,215	0,139	0,205
Kardemir D	1,195	1,131	0,179	0,234	0,152	0,223	0,148	0,213

Konya Çim.	0,707	0,804	0,164	0,218	0,136	0,207	0,131	0,196
Mardin	0,890	0,927	0,170	0,224	0,142	0,213	0,137	0,203
Migros	0,744	0,829	0,165	0,219	0,138	0,208	0,133	0,198
Nuh Çim.	0,546	0,696	0,158	0,212	0,131	0,201	0,126	0,191
Olmuksa	0,747	0,831	0,165	0,219	0,138	0,208	0,133	0,198
Otokar	0,947	0,964	0,171	0,226	0,144	0,215	0,139	0,205
Parsan	0,811	0,873	0,167	0,221	0,140	0,210	0,135	0,200
Sarkuysan	0,622	0,747	0,161	0,215	0,134	0,204	0,129	0,194
Soda	0,890	0,926	0,170	0,224	0,142	0,213	0,137	0,203
Trakya Cam	0,686	0,790	0,163	0,217	0,136	0,206	0,131	0,196
THY	1,076	1,051	0,176	0,230	0,148	0,219	0,144	0,209
Tofaş Oto	1,066	1,044	0,175	0,230	0,148	0,219	0,143	0,209
Turkcell	0,867	0,911	0,169	0,223	0,142	0,212	0,137	0,202
Yünsa	0,549	0,698	0,158	0,212	0,131	0,201	0,126	0,191
Afyon Çim.	0,765	0,843	0,165	0,219	0,138	0,208	0,133	0,199
Eczacıbaşı İl.	0,896	0,930	0,170	0,224	0,143	0,213	0,138	0,203
Hektaş	1,037	1,025	0,174	0,229	0,147	0,218	0,142	0,208
Kent	0,563	0,707	0,159	0,213	0,132	0,202	0,127	0,191
Kordsa	1,014	1,009	0,174	0,228	0,146	0,217	0,142	0,207
Pimaş	0,732	0,821	0,164	0,218	0,137	0,207	0,132	0,197
Ünye Çim.	1,125	1,084	0,177	0,232	0,150	0,221	0,145	0,211
Desa	0,869	0,912	0,169	0,223	0,142	0,212	0,137	0,202
Ülker	1,110	1,073	0,177	0,231	0,149	0,220	0,145	0,210

Görüldüğü üzere teoriye uygun olarak; her bir şirket için ytl cinsinden hesaplanan özsermaye maliyetleri incelenen yıllarda ortalama risksiz faiz oranından yüksektir.¹⁶⁶

Özsermaye maliyetleri bulunduğundan sonra, incelenen 53 şirketin artık karları (RI) önceden de anlatıldığı üzere “ $RI_t = NI_t - r_e \times BV_{t-1}$ ” formülünden aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

¹⁶⁶ 2005,2006 ve 2007 yılları için ortalama risksiz faiz oranı sırasıyla 0,1637, 0,1777 ve 0,1827’dir. Riskiz faiz oranı olarak incelenen yıllarda piyasada oluşmuş gösterge tahvillerin faizleri kullanılmıştır. Bu bilgiler ise T.S.K.B Hazine bölümünden alınmıştır. Söz konusu bilgiler Ek 2’de mevcuttur.

Tablo 7: RI Hesaplamaları

RI HESAPLAMALARI
(YTL cinsinden)
ŞİRKETLER

AKÇANSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	185.798.034	146.465.575	113.565.095	63.331.801
Özsermaye Maliyeti	0,209	0,219	0,229	
Özsermaye (Defter Değeri)	841.706.513	789.724.806	738.476.239	618.862.028
RI (Artık Kar)	20.937.059	(14.921.413)	(28.454.383)	

ALARKO CARRIER	2007	2006	2005	2004
Net Kar	19.083.147	19.894.354	19.728.707	
Özsermaye Maliyeti	0,206	0,216	0,226	
Özsermaye (Defter Değeri)	185.897.422	170.790.907	156.654.761	138.938.528
RI (Artık Kar)	(16.044.331)	(13.867.194)	(11.737.903)	

ALKİM KİMYA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	18.230.111	11.170.067	7.930.893	
Özsermaye Maliyeti	0,194	0,204	0,215	
Özsermaye (Defter Değeri)	114.654.786	108.563.378	107.200.401	109.630.516
RI (Artık Kar)	(2.835.416)	(10.709.041)	(15.653.804)	

ANADOLU EFES	2007	2006	2005	2004
Net Kar	374.482.000	269.020.000	290.590.163	232.346.836
Özsermaye Maliyeti	0,191	0,201	0,212	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.821.553.000	1.673.608.000	1.384.933.874	1.137.543.018
RI (Artık Kar)	54.994.118	(9.368.943)	49.357.072	

ANADOLU CAM	2007	2006	2005	2004
Net Kar	70.711.886	37.025.898	53.207.158	61.080.557
Özsermaye Maliyeti	0,198	0,208	0,219	
Özsermaye (Defter Değeri)	653.596.314	633.142.080	603.987.481	531.716.283
RI (Artık Kar)	(54.556.264)	(88.505.147)	(63.157.678)	

ANADOLU ISUZU	2007	2006	2005	2004
Net Kar	25.206.414	23.531.729	32.616.629	24.819.595
Özsermaye Maliyeti	0,203	0,213	0,224	
Özsermaye (Defter Değeri)	199.632.537	189.351.705	185.181.762	173.339.696
RI (Artık Kar)	(13.311.235)	(15.967.679)	(6.259.556)	

ARÇELİK A.Ş. (BİN YTL)	2007	2006	2005	2004
Net Kar	157.765	324.147	312.153	290.207
Özsermaye Maliyeti	0,208	0,217	0,228	
Özsermaye (Defter Değeri)	2.117.453	2.103.647	1.987.056	1.679.165
RI (Artık Kar)	(278.899)	(107.799)	(71.253)	

ASELSAN	2007	2006	2005	2004
Net Kar	100.187.250	76.805.366	90.722.439	
Özsermaye Maliyeti	0,197	0,207	0,218	
Özsermaye (Defter Değeri)	499.967.736	422.119.393	371.776.726	300.567.001
RI (Artık Kar)	16.873.735	(287.782)	25.085.379	

AYGAZ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	439.527.287	323.698.848	90.297.716	50.901.947
Özsermaye Maliyeti	0,205	0,215	0,226	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.418.022.376	1.479.127.372	926.242.719	799.241.347
RI (Artık Kar)	136.514.549	124.821.046	(90.077.101)	

BATIÇİM	2007	2006	2005	2004
Net Kar	55.619.780	87.251.057	42.067.637	
Özsermaye Maliyeti	0,194	0,204	0,215	
Özsermaye (Defter Değeri)	352.819.824	366.239.417	302.117.912	272.367.880
RI (Artık Kar)	(15.507.140)	25.539.827	(16.571.693)	

BATISÖKE	2007	2006	2005	2004
Net Kar	19.032.220	34.629.096	20.256.945	
Özsermaye Maliyeti	0,200	0,210	0,221	
Özsermaye (Defter Değeri)	190.396.766	196.084.620	174.774.603	159.152.824
RI (Artık Kar)	(20.121.456)	(2.008.752)	(14.856.705)	

BOLU ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	48.355.328	71.128.086	38.004.617	21.732.289
Özsermaye Maliyeti	0,209	0,219	0,230	
Özsermaye (Defter Değeri)	207.086.887	217.342.394	178.431.457	160.503.107
RI (Artık Kar)	2.912.402	32.076.318	1.120.389	

BOSSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	20.926.796	32.074.707	6.453.668	28.075.921
Özsermaye Maliyeti	0,194	0,204	0,215	
Özsermaye (Defter Değeri)	299.818.210	292.728.565	266.053.858	283.837.848
RI (Artık Kar)	(35.972.641)	(22.313.687)	(54.701.399)	

BRİSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	62.508.387	41.874.759	53.535.179	48.235.248
Özsermaye Maliyeti	0,204	0,214	0,225	
Özsermaye (Defter Değeri)	437.133.304	412.655.139	419.418.492	408.342.727
RI (Artık Kar)	(21.869.948)	(48.023.058)	(38.468.307)	

BURSA ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	72.296.072	57.410.506	37.559.089	23.934.322
Özsermaye Maliyeti	0,190	0,200	0,211	
Özsermaye (Defter Değeri)	236.508.835	194.161.263	164.108.594	142.113.670
RI (Artık Kar)	35.375.005	24.541.977	7.524.458	

ÇELEBİ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	26.141.069	22.204.955	31.156.786	1.493.676
Özsermaye Maliyeti	0,194	0,204	0,215	
Özsermaye (Defter Değeri)	119.929.764	112.602.992	101.830.978	70.674.192
RI (Artık Kar)	4.284.179	1.415.046	15.948.118	

ÇEMTAŞ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	17.505.435	21.700.575	16.491.083	16.058.749
Özsermaye Maliyeti	0,201	0,211	0,222	
Özsermaye (Defter Değeri)	135.044.707	111.423.826	88.664.077	80.131.206
RI (Artık Kar)	(4.877.334)	3.009.397	(1.282.099)	

ÇİMENTAŞ(BİN YTL)	2007	2006	2005	2004
Net Kar	104.489	34.704	31.988	14.459
Özsermaye Maliyeti	0,197	0,207	0,218	
Özsermaye (Defter Değeri)	727.139	604.366	343.093	244.099
RI (Artık Kar)	(14.392)	(36.217)	(21.159)	

ÇİMSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	290.274.845	136.096.434	109.511.474	65.053.862
Özsermaye Maliyeti	0,206	0,216	0,227	
Özsermaye (Defter Değeri)	926.572.046	702.697.758	628.962.097	516.193.742
RI (Artık Kar)	145.377.270	220.276	(7.660.471)	

DEMİSAŞ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	2.277.072	3.513.652	2.442.868	
Özsermaye Maliyeti	0,195	0,205	0,216	
Özsermaye (Defter Değeri)	69.915.100	70.397.825	68.495.178	69.130.171
RI (Artık Kar)	(11.457.308)	(10.536.998)	(12.500.348)	

DOĞUŞ OT.(Bin Ytl)	2007	2006	2005	2004
Net Kar	64.327	21.992	111.405	58.351
Özsermaye Maliyeti	0,214	0,223	0,234	
Özsermaye (Defter Değeri)	540.703	478.230	468.691	295.900
RI (Artık Kar)	(37.874)	(82.713)	42.072	

EGE GÜBRE	2007	2006	2005	2004
Net Kar	9.720.597	3.329.798	4.841.429	9.501.888
Özsermaye Maliyeti	0,196	0,206	0,217	
Özsermaye (Defter Değeri)	107.735.777	99.220.461	97.965.207	95.634.778
RI (Artık Kar)	(9.681.236)	(16.809.022)	(15.872.641)	

ENKA İNŞAAT	2007	2006	2005	2004
Net Kar	747.088.000	587.775.000	409.498.160	365.645.044
Özsermaye Maliyeti	0,192	0,202	0,213	
Özsermaye (Defter Değeri)	3.457.003.000	3.015.359.000	2.302.533.261	1.856.331.011
RI (Artık Kar)	167.204.177	121.745.547	13.278.043	

EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2007	2006	2005	2004
Net Kar	679.425.900	684.864.908	193.392.407	
Özsermaye Maliyeti	0,207	0,217	0,228	
Özsermaye (Defter Değeri)	6.004.441.237	5.399.232.539	4.801.429.892	4.541.443.319
RI (Artık Kar)	(437.186.180)	(355.262.234)	(840.170.965)	

FORD OTOMOTİV	2007	2006	2005	2004
Net Kar	484.242.121	500.850.350	398.410.813	435.705.702
Özsermaye Maliyeti	0,199	0,209	0,220	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.715.817.604	1.631.412.856	1.604.508.394	1.596.391.231
RI (Artık Kar)	159.955.204	165.917.006	47.603.865	

GENTAŞ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	9.200.377	14.466.135	10.620.736	
Özsermaye Maliyeti	0,195	0,205	0,216	
Özsermaye (Defter Değeri)	88.983.386	79.816.664	65.377.082	56.634.218
RI (Artık Kar)	(6.327.164)	1.090.821	(1.590.604)	

GÜBRE FABRİKALARI	2007	2006	2005	2004
Net Kar	39.203.020	9.121.565	1.205.531	
Özsermaye Maliyeti	0,204	0,214	0,225	
Özsermaye (Defter Değeri)	190.571.676	66.890.434	57.083.908	58.339.219
RI (Artık Kar)	25.537.456	(3.103.730)	(11.928.667)	

HÜRRİYET	2007	2006	2005	2004
Net Kar	94.187.141	104.157.463	87.580.389	27.200.087
Özsermaye Maliyeti	0,208	0,218	0,229	
Özsermaye (Defter Değeri)	743.243.326	702.680.186	657.252.467	583.017.868
RI (Artık Kar)	(52.003.462)	(39.020.626)	(45.809.447)	

İZMİR DEMİR ÇELİK	2007	2006	2005	2004
Net Kar	52.836.971	56.057.061	12.739.609	
Özsermaye Maliyeti	0,205	0,215	0,226	
Özsermaye (Defter Değeri)	300.076.912	247.239.941	191.252.360	178.512.751
RI (Artık Kar)	2.165.440	14.975.560	(27.563.217)	

KARDEMİR D	2007	2006	2005	2004
Net Kar	124.602.313	99.369.327	6.532.187	124.135.426
Özsermaye Maliyeti	0,213	0,223	0,234	
Özsermaye (Defter Değeri)	510.248.381	428.533.158	329.163.831	322.631.644
RI (Artık Kar)	33.130.138	25.916.441	(68.984.853)	

KONYA ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	46.627.247	61.646.587	45.053.335	
Özsermaye Maliyeti	0,196	0,207	0,218	
Özsermaye (Defter Değeri)	301.689.477	270.909.628	228.795.998	190.273.681
RI (Artık Kar)	(6.604.583)	14.399.348	3.664.537	

MARDİN ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	94.023.734	89.067.160	65.124.410	
Özsermaye Maliyeti	0,203	0,213	0,224	
Özsermaye (Defter Değeri)	229.349.351	219.463.135	184.234.956	122.762.249
RI (Artık Kar)	49.503.618	49.870.844	37.658.581	

MİGROS(Bin Ytl)	2007	2006	2005	2004
Net Kar	552.875	78.686	73.705	74.687
Özsermaye Maliyeti	0,198	0,208	0,219	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.469.068	922.770	706.930	650.688
RI (Artık Kar)	370.371	(68.190)	(68.650)	

NUH ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	230.808.195	146.537.562	122.211.303	
Özsermaye Maliyeti	0,191	0,201	0,212	
Özsermaye (Defter Değeri)	844.170.054	608.029.094	530.803.340	378.627.856
RI (Artık Kar)	114.742.056	39.843.944	41.920.737	

OLMUKSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	28.539.767	19.110.637	9.489.077	7.692.180
Özsermaye Maliyeti	0,198	0,208	0,219	
Özsermaye (Defter Değeri)	171.240.794	151.503.702	136.631.389	130.858.997
RI (Artık Kar)	(1.439.103)	(9.289.653)	(19.152.156)	

OTOKAR	2007	2006	2005	2004
Net Kar	37.572.934	41.412.509	9.355.484	20.739.415
Özsermaye Maliyeti	0,205	0,215	0,226	
Özsermaye (Defter Değeri)	142.506.117	134.933.183	103.593.151	109.211.918
RI (Artık Kar)	9.936.400	19.173.890	(15.287.192)	

PARSAN	2007	2006	2005	2004
Net Kar	19.859.681	19.815.545	13.802.295	
Özsermaye Maliyeti	0,200	0,210	0,221	
Özsermaye (Defter Değeri)	174.966.449	143.348.139	106.632.093	89.042.088
RI (Artık Kar)	(8.821.595)	(2.579.908)	(5.877.999)	

SARKUYSAN	2007	2006	2005	2004
Net Kar	20.879.108	35.153.453	10.087.353	
Özsermaye Maliyeti	0,194	0,204	0,215	
Özsermaye (Defter Değeri)	216.083.808	208.781.144	179.156.027	174.434.597
RI (Artık Kar)	(19.524.019)	(1.320.048)	(27.350.117)	

SODA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	15.546.064	65.203.999	12.740.556	950.979
Özsermaye Maliyeti	0,203	0,213	0,224	
Özsermaye (Defter Değeri)	422.105.217	433.677.473	365.724.507	351.089.270
RI (Artık Kar)	(72.419.852)	(12.596.640)	(65.801.767)	

THY	2007	2006	2005	2004
Net Kar	291.892.623	178.782.921	138.227.837	107.058.441
Özsermaye Maliyeti	0,209	0,219	0,230	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.904.307.557	1.609.718.452	1.248.341.593	1.110.113.756
RI (Artık Kar)	(45.061.890)	(94.725.739)	(117.141.090)	

TOFAŞ OTOMOBİL Binytl	2007	2006	2005	2004
Net Kar	175.819	81.875	141.845	33.697
Özsermaye Maliyeti	0,209	0,219	0,230	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.161.070	1.017.996	1.038.277	887.855
RI (Artık Kar)	(36.922)	(145.258)	(62.097)	

TRAKYA CAM	2007	2006	2005	2004
Net Kar	173.512.788	146.078.662	82.924.927	102.915.773
Özsermaye Maliyeti	0,196	0,206	0,217	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.111.374.566	990.805.284	866.522.218	821.998.650
RI (Artık Kar)	(20.438.784)	(32.230.867)	(95.283.747)	

TURKCELL (Bin Ytl)	2007	2006	2005	2004
Net Kar	1.758.625	1.270.352	1.070.839	618.880
Özsermaye Maliyeti	0,202	0,212	0,223	
Özsermaye (Defter Değeri)	6.670.916	5.557.347	4.771.658	3.948.798
RI (Artık Kar)	635.828	259.018	190.529	

YÜNSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	2.568.861	11.402.236	6.733.526	5.771.059
Özsermaye Maliyeti	0,191	0,201	0,212	
Özsermaye (Defter Değeri)	72.451.087	75.276.826	69.706.590	65.684.944
RI (Artık Kar)	(11.806.925)	(2.614.758)	(7.200.732)	

AFYON ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	11.522.323	12.717.945	10.304.629	
Özsermaye Maliyeti	0,199	0,208	0,219	
Özsermaye (Defter Değeri)	53.638.156	44.755.833	34.557.888	24.157.283
RI (Artık Kar)	2.638.272	5.513.525	5.002.577	

ECZACIBAŞI İLAÇ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	93.761.026	23.798.665	36.761.293	
Özsermaye Maliyeti	0,203	0,213	0,224	
Özsermaye (Defter Değeri)	1.658.802.219	1.200.798.226	930.463.248	834.751.598
RI (Artık Kar)	(150.069.419)	(174.339.651)	(150.160.273)	

HEKTAŞ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	9.848.775	5.350.468	7.024.985	
Özsermaye Maliyeti	0,208	0,218	0,229	
Özsermaye (Defter Değeri)	76.471.888	71.465.617	66.118.749	57.661.058
RI (Artık Kar)	(5.012.742)	(9.046.979)	(6.162.132)	

KENT	2007	2006	2005	2004
Net Kar	15.917.821	9.783.169	12.820.470	5.695.395
Özsermaye Maliyeti	0,191	0,202	0,213	
Özsermaye (Defter Değeri)	201.908.348	187.769.665	184.076.220	172.481.207
RI (Artık Kar)	(20.031.151)	(27.318.675)	(23.850.101)	

KORDSA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	23.711.737	55.172.359	57.313.156	87.015.442
Özsermaye Maliyeti	0,207	0,217	0,228	
Özsermaye (Defter Değeri)	574.635.226	656.156.574	493.723.752	477.594.467
RI (Artık Kar)	(112.210.396)	(51.946.855)	(51.538.235)	

PİMAŞ	2007	2006	2005	2004
Net Kar	9.835.748	8.509.211	7.761.742	
Özsermaye Maliyeti	0,197	0,207	0,218	
Özsermaye (Defter Değeri)	69.748.582	31.878.480	23.299.552	15.427.350
RI (Artık Kar)	3.544.312	3.678.011	4.392.947	

ÜNYE ÇİMENTO	2007	2006	2005	2004
Net Kar	87.889.025	80.199.174	67.237.053	6.457.485
Özsermaye Maliyeti	0,211	0,221	0,232	
Özsermaye (Defter Değeri)	266.240.940	255.824.562	199.114.297	131.877.244
RI (Artık Kar)	33.901.572	36.239.939	36.680.511	

DESA	2007	2006	2005	2004
Net Kar	6.490.320	2.965.935	5.743.452	9.287.978
Özsermaye Maliyeti	0,202	0,212	0,223	
Özsermaye (Defter Değeri)	65.610.842	59.662.177	63.207.242	57.463.790
RI (Artık Kar)	(5.568.653)	(10.435.720)	(7.071.650)	

ÜLKER	2007	2006	2005	2004
Net Kar	116.054.667	89.159.093	66.226.253	55.646.845
Özsermaye Maliyeti	0,210	0,220	0,231	
Özsermaye (Defter Değeri)	716.140.227	536.971.114	554.487.489	485.522.588
RI (Artık Kar)	3.031.104	(32.958.169)	(46.011.212)	

5.2.4 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları

Özsermayeye Serbest Nakit Akımları önceki bölümlerde anlatıldığı gibi aşağıdaki formüle göre 2005, 2006 ve 2007 yılları için hesaplanmıştır.

$$FCFE = \text{Net Kar} - (1-BO) \times (\text{Sermaye Harcamaları} - \text{Amortisman} - \text{İtfa Payı}) \pm (1-BO) \times \Delta \text{Net İşletme Sermayesi}$$

Bu formüle;

$$FCFE = \text{Özsermayeye Serbest Nakit Akımı}$$

$BO = \text{Borç Oranı} = \frac{K.V.B + U.V.B}{K.V.B + U.V.B + \text{Özsermaye}}^*$

$\Delta \text{Net İşletme Sermayesi} = \text{Net İşletme Sermayesindeki Değişim}$

Geçmiş dönemler için yapılan çalışmalarda, şirketin incelenen dönem için ortalama borç oranı, özsermayeye serbest nakit akımlarını hesaplamak için kullanılabilir.¹⁶⁷ İncelenen dönem aralığımız 2005, 2006 ve 2007 yılları olduğundan; şirketlerin bu dönemlerdeki BO'larının ortalaması alınarak ortalama BO kullanılmıştır.*

Net kar, amortisman ve itfa payı kalemleri şirketlerin yıllık bilanço ve nakit akım tablolarından alınmıştır.

Nakit akımları hesaplanırken alınması gereken net işletme sermayesi 3. bölümde de anlatıldığı üzere nakit olmayan net işletme sermayesidir. Hazır değerler (kasa+banka+menkul kıymetler) kalemi dönen varlıklar dışında ve finansal borçlarda kısa vadeli borçların dışında bırakılmıştır. Dolayısıyla şirketlerin nakit dışı net işletme sermayesindeki değişim hesaplanırken, hem dönen varlıklar hem de kısa vadeli yükümlülükler bilançolar üzerinde düzeltilmiştir. Türkiye'deki şirket bilançolarına göre düzeltmeler yapılırken aşağıdaki durumlar göz önünde tutulmuştur:

Nakit dışı işletme sermayesi bulunurken dönen varlıklar içinde, hazır değerler ve menkul kıymetler hesaplama dahil edilmemiş, düzenlenmiş kısa vadeli yükümlülükler bulunurken de finansal borçlar, uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları, finansal kiralama işlemlerinden borçlar, diğer finansal yükümlülükler ve alınan avanslar (nakit olduğu için) hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Şirketlerin 2005, 2006 ve 2007 yılları içinde yaptıkları sermaye harcamaları hesaplanırken yıllık nakit akım tablolarından yararlanılmıştır.* 53 şirketin özsermayeye

* K.V.B; Kısa Vadeli Borçlar, U.V.B ise Uzun Vadeli Borçlar'dır.

¹⁶⁷ Damodoran (2002), a.g.e., s.352.

* $BO = \frac{KVB + UVB}{\text{Toplam Aktifler}}$ olarak hesaplanmıştır.

* Sermaye harcamaları bulunurken; nakit akım tablolarındaki, yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit akımları bölümü içinde gerekli olan düzeltmeler yapılmıştır. Dönem içindeki maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları veya satımları hesaplama dahil edilip, alım-satım amaçlı menkul kıymet alımı-satımı, satılmaya hazır finansal varlık alımı satımı, faiz ve temettü gibi kalemler sermaye harcamaları olmadığından hesaplamalara dahil edilmemiştir.

serbest nakit akımları hesaplamaları Ek 4'te gösterilmiştir. Aşağıda Afyon Çimento şirketinin FCFE hesaplaması örnek olması amacıyla yapılmıştır.

AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	36.010.245	27.759.699	23.128.106	14.885.721
Hazır Değerler	21.575.046	15.990.470	89.628	39
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	6.587.582	4.243.890	4.052.278	2.045.626
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	2.018	2.757	15.345.270	7.980.264
Diğer Alacaklar (net)	12.368	5.420	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	7.190.041	7.389.799	3.327.425	4.515.325
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	643.190	127.363	313.505	344.467
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	14.435.199	11.769.229	23.038.478	14.885.682

Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.996.540	6.125.231	7.053.627	5.273.315
Finansal Borçlar (net)	108.629	3.120	26.375	42.724
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	5.510.875	3.808.424	4.481.561	3.697.912
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	963.093	1.133.317	1.102.444	952.812
Alınan Avanslar	4.330	7.366	3.509	1.396
Cari Dönem Vergi Yükümlülüğü	392.728	459.513	868.780	229.649
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	628.922	234.491	27.710	108.270
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	387.963	479.000	543.248	240.552
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.883.581	6.114.745	7.023.743	5.229.195
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	6.551.618	5.654.484	16.014.735	9.656.487
Değişim NDNİS	(897.134)	10.360.251	(6.358.248)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.996.540	6.125.231	7.053.627	5.273.315
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.910.443	2.810.429	4.369.778	4.601.868
Özsermaye	53.638.156	44.755.833	34.557.888	24.157.283
Borç Oranı (BO)	0,1689823	0,166426	0,2484359	
Ortalama BO	0,1946147			

Net Dönem Karı/Zararı	11.522.323	12.717.945	10.304.629	
Amortisman ve itfa payları	2.373.884	2.220.671	1.812.613	

AFYON ÇİMENTO
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2007	2006
Satın alınan maddi ve maddi olmayan varlıklar	(4.971.922)	(5.712.116)
Maddi duran varlık satışından sağlanan nakit	14.567	18.219
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(4.957.355)	(5.693.897)
Sermaye Harcaması	(4.957.355)	(5.693.897)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2005
Satın alınan maddi ve maddi olmayan varlıklar	(5.538.510)
Maddi duran varlık satışından sağlanan nakit	163
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(5.538.347)
Sermaye Harcaması	(5.538.347)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	11.522.323	12.717.945	10.304.629
BO	0,1946	0,1946	0,1946
Sermaye Harcaması	(4.957.355)	(5.693.897)	(5.538.347)
Amortisman+İtfa	2.373.884	2.220.671	1.812.613
ΔNİS	(897.134)	10.360.251	(6.358.248)
FCFE	8.719.095	18.264.654	2.183.138

5.3 Panel Data Regresyonları

Ayrı ayrı üç panel data regresyonu yapılmıştır. Bu panel data metodu regresyonları sonucuna göre, RI, FCFE ve BV modellerinden hangisinin şirketlerin piyasa değerlerini daha iyi açıkladığı ve şirketlerin piyasa değerlerine etkisinin daha fazla olduğu sonuç bölümünde tartışılmıştır. Her modelde şirketlerin piyasa değerleri (MV) bağımlı değişken, RI, FCFE, BV bağımsız değişken olarak alınmıştır. Modeller aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$\text{Model 1: } MV_t = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} RI_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 2: } MV_t = \beta_{0t} + \beta_{1t} FCFE_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 3 : } MV_t = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} BV_t + \varepsilon_t$$

Burada;

MV_t = Şirketin t yılının sonundaki piyasa değerini (bağımlı değişken)

RI_t = Şirketin t yılının sonundaki Artık Kar değerini (bağımsız değişken)

$FCFE_t$ = Şirketin t yılının sonundaki Özsermayeye Serbest nakit akımı değerini (bağımsız değişken)

BV_t = Şirketin t yılının sonundaki defter (özsermaye) değerini (bağımsız değişken)

$\alpha_{0t}, \beta_{0t}, \gamma_{0t}$ =regresyon sabitlerini

ε_t =hata terimini göstermektedir.

Bu regresyonların sonuçlarında; R^2 değerlerinin büyüklüğü ve α_{1t}, β_{1t} ve γ_{1t} katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmaması ve bu katsayıların büyüklükleri karşılaştırılmıştır. Bu sonuçlara göre; hangi modelin şirketlerin piyasa değerlerini en iyi açıkladığına ve şirket piyasa değerlerine etkisinin en yüksek olduğuna karar verilmiştir. Panel data regresyonları yapmak için Eviews istatistik programı kullanılmıştır.

Şirketlerin; hesaplanan piyasa değerleri (market value-MV), defter değerleri (book value-BV), özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) ve artık karları (RI) (Panel data regresyon verileri) Ek 5'te gösterilmiştir.

5.4 Ampirik Sonuçlar

Ek 5'de bulunan şirketlerin piyasa değerleri (market value-MV), defter değerleri (book value-BV), özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) ve artık karlarına (RI) göre model 1, model 2 ve model 3 uyarınca yapılan panel data regresyon sonuçları aşağıda özetlenmiştir.

$$\text{Model 1: } MV_t = \alpha_{0t} + \alpha_{1t}RI_t + \varepsilon_t^*$$

Tablo 8: Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Artık Karlarının Panel Data Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-değeri	Olasılık
α_{0t}	1,59E+09	1,01E+08	15,809	0,000
α_{1t}	10,007	1,803	5,547	0,000
R ² = 0.91 F değeri (olasılık)=18,967 (0,00)				
Düzeltilmiş R ² = 0.86 Durbin-Watson-Değ =2,272*				

$$\text{Model 2: } MV_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}FCFE_t + \varepsilon_t$$

Tablo 9: Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Panel Data Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-değeri	Olasılık
β_{0t}	1,19E+09	1,26E+08	9,479	0,000
β_{1t}	4,014	0,981	4,089	0,000
R ² = 0,9 F- değeri (olasılık)= 16,777 (0,00)				
Düzeltilmiş R ² = 0,85 Durbin-Watson-Değ= 2,277*				

* Klasik regresyonların en önemli varsayımlarından biri de çoklu doğrusallığın (multicollinearity) olmadığıdır. Çoklu doğrusallık, bağımsız (açıklayıcı) değişkenler arasında lineer bir bağıntı olmadığı varsayımdır. Yapılmış olan regresyonlarda bir tek bağımsız değişken olduğundan zaten çoklu doğrusallık (multicollinearity) olması imkansızdır.

* Durbin Watson d sınaması, ardışık bağımlılık (auto-correlation) olup olmadığını anlamak için kullanılır. Hata terimleri birbirlerini kuralı olarak izlerse ardışık bağımlılık ortaya çıkar. Klasik regresyon modelinin önemli bir varsayımı, hata terimleri arasında ardışık bağımlılık olmadığıdır. Bir atık değer (hata terimi) bir önceki veya bir sonraki atık değer ile anlamlı bir bağlantısı olmadığıdır. Oto korelasyon (ardışık bağımlılık) durumunda standart hata tahminleri doğru olmayabilir. Ne aynı yönlü ne de ters yönlü ardışık bağımlılığın olmadığı durumda d değerinin d'nin üst değeri (d_u) ile $4-d_u$ arasında olması gerekir. Bunu şöyle ifade ederiz. $d_u < d < 4-d_u$.

n=gözlem sayısının 150 olduğu ve k= sabit terim sayısının 1 olduğu durumda d_u değeri (0,01 anlamlılık düzeyinde) 1,637'dir. Buna göre, regresyonlardaki Durbin Watson d değerleri 1,637 ile 2,363 arasında olmalıdır. [$d_u < d < 4-d_u$, $1,637 < d < (4-1,637)$] Model 1'de piyasa değerleri ve artık karlar ile yapılan panel data regresyon sonucunda d değeri 2,272 olduğundan ardışık bağımlılık yoktur.

* Durbin-Watson d değeri 2,2772'dir. Bu değer 1,637 ile 2,363 arasında kaldığından ardışık bağımlılık yoktur.

$$\text{Model 3 : } MV_t = \gamma_{ot} + \gamma_{1t} BV_t + \varepsilon_t$$

Tablo 10: Şirketlerin Piyasa Değerleri ve Defter Değerleri Panel Data Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-değeri	Olasılık
γ_{0t}	-2,77E+09	3,58E+08	-7,742	0,000
γ_{1t}	5,87	0,484	12,121	0,000
R ² = 0,95 Düzeltilmiş R ² = 0,93				
F-değeri (olasılık) = 37,062 (0,00)* Durbin-Watson-Değ)= 2,374*				

Tablolardan görüldüğü üzere şirketlerin Artık Kar (RI), Özsermayeye Özgü Nakit Akımları (FCFE) ve Defter Değerleri (BV), piyasada oluşan şirket değerlerini çok iyi derecede açıklamaktadır. R² değerleri birbirlerine çok yakın olup oldukça yüksektir. RI’da, R² değeri %86 iken, FCFE ve BV’de sırasıyla %85 ve %93’tür. Buradan çıkan sonuç, şirketlerin piyasa değerleri teorik değerlendirme modellerinden olan artık kar, özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) ve defter değerleri (BV) tarafından yüksek oranda açıklanmaktadır.

Ancak bu değerlendirme modellerinden hangisinin şirketlerin piyasa değerlerine en fazla etkiyi yaptığını görmek için ise RI, FCFE ve BV katsayılarına yani α_{1t} , β_{1t} ve γ_{1t} değerlerine ve bunların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığına bakılmıştır. Bu katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı t-değerlerine bakılarak anlaşılır. α_{1t} , β_{1t} ve γ_{1t} ’ın t değerleri sırasıyla 5,547, 4,089 ve 12,121’dir. Bu t değerlerine göre katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır.* Katsayıların değerlerine bakıldığında α_{1t} ’ın değeri (RI’nın katsayı değeri) 10,007 bulunmuştur ve bu değer en yüksek katsayı değeridir. β_{1t} ’nin değeri (FCFE’nin katsayı değeri) 4,014’tür. γ_{1t} ’nin (BV’nin katsayı değeri) 5,87’dir. Bu katsayılar, şirketlerin piyasa değerlerini en fazla artık karların

* F değeri; R² gibi modelin açıklayıcılığını gösterir. 0,01 anlamlılık düzeyinde F_(1,120) kritik değeri 6,85’dir. Bütün modellerin F değerleri kritik değerden çok yüksek olduğundan modellerin açıklayıcılığı istatistiksel olarak anlamlıdır.

* Durbin_Watson d değeri 2,374’tür. Bu değer (4-d₀) ve (4-d₁) arasında kaldığı için kararsızlık bölgesine düşer. Bu durumda, negatif ardışık bağımlılık olup olmadığına karar veremeyiz.
(4-1,637)<2,374<(4-1,611)

* Serbestlik derecesi 120 iken, 0,01 anlamlılık düzeyine t değeri 2,358’dir. Regresyon sonuçlarındaki t değerleri 2,358’den büyük olduğundan katsayılar istatistiksel olarak oldukça anlamlıdır.

etkilediğini, bundan sonra da sırasıyla defter değerleri ve FCFE'lerin şirketlerin piyasa değerlerini etkilediği gösterir. Bir başka deyişle, şirketler ne kadar çok artık kar yaratırlarsa piyasa değerlerini o kadar çok arttırabilirler. Şirketlerin defter değerlerini veya özsermayeye özgü nakit akımlarını artırılmaları yapılmış olan ampirik çalışma doğrultusunda piyasa değerlerini arttırmaktadır. Fakat artık kar yaratmaları şirketlerin piyasa değerlerini, defter değerleri ve özsermayeye serbest nakit akımlarına göre daha fazla etkilemektedir.

Genel olarak şirketlerin piyasa değerleri teorik değerleme modellerinden RI, FCFE ve RI ile sıkı bir ilişki içindedir. Bu üç değerleme modeli de şirketlerin piyasa değerlerini hemen hemen aynı derecede açıklamaktadır. Şirketlerin defter değerlerini (özsermaye değerlerini), özsermayeye serbest nakit akımlarını ve artık karlarını arttırmaları piyasa değerlerini olumlu şekilde etkiler. Ancak, şirketlerin yaratıkları artık karlar, piyasa değerlerini defter değerleri ve özsermayeye serbest nakit akımlarını arttırmalarına göre daha fazla etkilemektedir.

Bu ampirik çalışmada, son yıllarda sıkça tartışılmakta olan artık kar kavramının yani şirketlerin borç ve özsermaye maliyetini dikkate alarak yaratmış oldukları ekonomik değerinin önemli olduğu ve bu şekilde hissedarlarına daha çok değer yaratabilecek oldukları ortaya çıkmıştır. Bu açıdan şirketlerin piyasa değerlerini arttırmaları ve hissedarlarına değer yaratmaları için artık karlarını arttırmaları gerekir.

SONUÇ

Şirket birleşmeleri, satın almaları, özelleştirmeler, halka arz ile kurumsal finansa kullanılan şirket değerlemesinin amacı şirket için uygun ve makul değer tespit etmektir. Birçok değerlendirme yöntemi mevcuttur. Şirket değerlendirilirken en önemli kısım değerlendirme yöntemini belirlemektir. Dolayısıyla değerlemede, değerlendirme yöntemlerinin avantaj ve dezavantajlarını bilmek önemlidir.

Bu tezde değerlendirme yöntemleri aktif bazlı yaklaşım, gelir bazlı yaklaşım (iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yaklaşım) ve piyasa bazlı yaklaşım (göreceli değerlendirme) olarak üç ana grup altında incelenmiştir. Bunlardan başka, yine iskonto edilmiş nakit akımlarına dayanan Ekonomik Katma Değer'den (Economic Value Added-EVA) ana hatlarıyla bahsedilmiş ve hem iskonto edilmiş nakit akımları hem de aktif bazlı yaklaşımların karışımı olan Artık Kar (Residual Income-RI) metodu incelenmiştir. Aynı zamanda Ekonomik Kar (Economic Profit-EP) ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı-(Cash Flow Return on Investment-CFROI) modellerinden de bahsedilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımlarına dayanan metod her ne kadar genel kabul görmüş bilimsel metod olsa da sermaye maliyetindeki ufak değişikliklere karşı çok hassastır. Bu yüzden iskonto faktörü olarak bilinen sermaye maliyetinin doğru hesaplanması DCF'de büyük önem taşır. Şirketin piyasa değerini maksimize edebilmesi için sermaye maliyetini minimum yapması gerekmektedir. Bunun için şirketin finansman kaynaklarını oluşturan özellikle özsermaye ve borç maliyeti gibi her bir unsurun maliyeti hesaplanmalı ve yüksek olduğu düşünülen kaynağın maliyeti azaltılmalıdır. Bir şirketin değer yaratabilmesi; mevcut varlıklarından yüksek nakit akımı sağlarken büyüme beklentisini ve risk profilini etkilememesine, daha çok yeniden yatırım yaparken bu yatırımlardan sermaye maliyetinin üzerinde getiri elde edebilmesine ve sermaye maliyetini düşürürken yapılan yatırımların getirilerini düşürmemesine bağlıdır.

Piyasa yaklaşımı olarak da bilinen göreceli değerlemede özellikle karşılaştırılabilir şirketler grubunun seçimi ve çarpanları etkileyen temel değişkenler son derece önemlidir. Türkiye'de yapılan göreceli değerlemede bu hususlar göz ardı edilmektedir. Karşılaştırılabilir şirketler grubu seçilirken benzer risk profili, benzer büyüme oranı ve

benzer nakit akımlarına sahip şirketlerin karşılaştırılmasının daha sağlıklı sonuçlar verdiği bir gerçektir.

Eğer bir şirket DCF'ye göre düşük değerli, fakat göreceli değerlemeye göre yüksek değerli çıkıyorsa; şirketin faaliyette bulunduğu sektör düşük fiyatlanmış demektir. Eğer bir şirket DCF'ye göre yüksek değerli, fakat göreceli değerlemeye göre düşük değerli çıkıyorsa; bu da sektörün yüksek fiyatlandığını işaret eder. Yatırımcılar, iki yönteme göre de yüksek veya düşük fiyatlanmış hisse senetlerini satarak veya alarak yatırım yapabilirler.

Gelişmekte olan piyasaların gelişmiş piyasalara göre daha yüksek risk taşıdığı ve farklı karakteristiklere sahip olduğu için değerlendirme çalışmasının bu piyasalarda daha zor bir hal aldığı bilinmektedir. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda özsermaye maliyetinin belirlenmesindeki zorluklar nedeniyle yöntem uygulanırken çok dikkat edilmelidir. Bu tezde yapılmış olan ampirik çalışmada şirketlerin artık karları bulunurken gerekli olan özsermaye maliyetlerinin hesaplanmasında teoriye uygun olarak ülke risk primleri de eklenmiştir. Teorik olarak hesaplanan özsermaye maliyetleri sonuçları, her bir yıl ve her şirket için o yıllardaki ortalama risksiz faiz haddi ve borç maliyetinden yüksek çıkmıştır. Bu da hem teori hem de pratiğe uygun düşmektedir. Bunun sonucu olarak gelişmekte olan ülkelerde özsermaye maliyeti hesaplanırken, ülke risk primlerinin de hesaplamaaya dahil edilmesi gerekir.

Değerleme modelleri bazı şartlar altında ve gelecek ile ilgili yapılan varsayımların (özellikle büyüme ve finansal kaldıraç) birbirleriyle tutarlı olması halinde şirket değeri açısından teorik olarak aynı sonucu verir. Bu modellerin çoğu birbirlerinden türetilmiştir ve bunların bazı şartlar altında matematiksel olarak eşitliği 4.bölümde gösterilmiştir. Her ne kadar bu modellerin teoride aynı sonucu vermesi gerekse de pratikte ve uygulamada bu modellerden tam olarak eşit sonucu almak son derece zordur. Farklı değerlendirme yöntemlerine göre farklı sonuçların elde edilmesi mümkündür. Mühim olan, bu modellerden hangisinin kullanılacağını belirlemektir. Öncelikle doğru modeli seçmek için, değerlendirilen şirketin özellikleri (varlıklarının durumu, kar düzeyi, büyüme potansiyeli, finansal kaldıraç durumu ve temettü politikası gibi) göz önünde bulundurulmalıdır. Aynı zamanda değerlemeyi yapan analistin bilgi, tecrübe birikimi, şirket ve sektör bilgisi ve inançları da değerlemenin sonucunu etkiler.

Şirketin karakteristik özelliklerine göre değerlendirme yöntemi seçiminde, şirket varlıklarının pazarlanabilir olması veya nakit akımı yaratıyor olması önemlidir. Şirket varlıkları ayrı ayrı pazarlanabilir yani satılabilir ise aktif bazlı değerlendirme modelleri kullanmak daha doğru olur. Eğer şirket varlıkları ayrı ayrı bölünüp satılamıyor ve bunların gelecekte nakit akımı yaratma kapasiteleri var ise, iskonto edilmiş nakit akımı modelleri veya göreceli değerlendirme kullanılabilir. Analist değerlemeyi kısa vade için yapıyorsa yani zaman ufku (time horizon) daha kısa ise, göreceli değerlemeyi kullanması, fakat uzun vade için yapıyorsa iskonto edilmiş nakit akımlarını kullanması daha doğru olur. Örneğin şirket evlilikleri, satın almaları ve özelleştirmelerde daha çok iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi değerlendirme için kullanılırken, portföy yönetimi ve hisse senedi araştırma raporlarında daha çok göreceli değerlendirme kullanılır.

Bir şirketin değeri, içinde bulunduğu ekonomiye bağlıdır. Şirket değeri ekonomideki dalgalanmalardan etkilenir. Bu yüzden değerlendirme ne kadar iyi araştırılmış ve düzgün yapılmış olursa olsun zamanla sınırlıdır ve gelen yeni bilgilere ve ekonominin durumuna göre gözden geçirilip güncellenmelidir. Şirket değerlemesinde genel ekonomik durumun yanı sıra, şirketin faaliyette bulunduğu sektörün durumu da önemlidir. Aynı şekilde değerlendirme zamanı, değerlemenin amacı, değerlemesi yapılan şirketin farklı stratejik özelliklere sahip olması değerlendirme ile yakından ilgilidir.

Değerleme yöntemleri geleceğe yönelik birçok varsayımı içerir. Geleceğe yönelik yapılan bu varsayımlar ne kadar gerçeğe yakın olursa şirket değeri de o derece doğru hesaplanmış olur.

Şirket değerlemesinde ortak, kesin bir formül yoktur. Değerleme, analiste ve kullanılan yöntemlere göre farklılaşabilir. Sonuçlar sadece bir tahmindir, kesin değeri yansıtmaz ve bu sonuçlar zaman içinde değişir. Şirketin özelliğine göre birden çok değerlendirme yöntemi de kullanılabilir ve bu değerlendirme sonuçlarına göre ortalama tahmini bir değer bulunabilir.

Değerleme yöntemleri ile ilgili genel sonuçlara yukarıda değinilmiştir. Aşağıda ise, bu doktora tezinin esas amacı olan; hem finans piyasasında hem de akademik hayatta kullanılan teorik değerlendirme modellerinden Defter Değeri (Book Value-BV), İskonto Edilmiş Nakit Akımları-Özsermayeye Özgü Nakit Akımları-(Free Cash Flow to

Equity-FCFE) ve Artık Kar'ın (Residual Income-RI), İMKB'de ağırlıklı olarak imalat sektöründe işlem gören bazı şirketlerin piyasa değerlerini nasıl açıkladığına dair yapılan ampirik çalışma aracılığıyla, bu üç modelden hangisinin şirketlerin piyasa değerlerini en fazla etkilediğine dair bulunan ampirik sonuçlar ve bu sonuçların gelişmekte olan piyasalar içinde yer alan İMKB açısından önemine değinilmiştir.

İMKB ile ilgili genelde volatilitenin yüksek olduğu, halka açıklık oranlarının düşük olduğu, spekülative olduğu, derinliğinin olmadığı ve toplam piyasa kapitalizasyonunun GSMH'ye oranının düşük olduğu gibi görüşler hakimdir. Aynı zamanda İMKB'nin etkin bir piyasa olmadığı belirtilmektedir. Fakat bu nitelikler diğer gelişmekte olan piyasalar için de geçerlidir. Ancak son yıllarda İMKB'de işlem hacimlerinin arttığı, volatilitenin azaldığı, halka açıklık oranlarının arttığı ve toplam piyasa kapitalizasyonunun GSMH'ye payının arttığı da bir gerçektir.

Öncelikle bu çalışmada, İMKB gibi gelişmekte olan piyasada bulunan şirketler için hesaplanmış olan beta değerleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu şirketlerin 25'i İMKB100 endeksine dahil olup, diğer 28'i İMKB100 endeksi kapsamında değildir. Hesaplanan beta değerlerinin ve daha önceden bahsedildiği üzere özsermaye maliyetlerinin teoriye uygun olarak anlamlı olması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için önemlidir.

Yapılmış olan ampirik çalışmanın sonuçlarına gelince; genel olarak şirketlerin piyasa değerleri teorik değerlendirme modellerinden BV, FCFE ve RI ile sıkı bir ilişki içindedir. Bu üç değerlendirme modeli de şirketlerin piyasa değerlerini hemen hemen aynı derecede açıklamaktadır. Şirketlerin defter değerlerini, özsermayeye serbest nakit akımlarını ve artık karlarını arttırmaları şirketlerin piyasa değerlerini olumlu şekilde etkiler. Ancak şirketlerin yarattıkları artık karlar; piyasa değerlerini, defter değerleri ve özsermayeye serbest nakit akımlarına göre daha fazla etkilemektedir. Böylece, son yıllarda sıkça tartışılmakta olan artık kar kavramının yani şirketlerin borç ve özsermaye maliyetini dikkate alarak yaratmış oldukları ekonomik değer önemli olduğu ve bu şekilde hissedarlarına daha çok değer yaratabilecek oldukları ortaya çıkmıştır. Bu açıdan, şirketlerin piyasa değerlerini arttırmaları ve hissedarlarına değer yaratmaları için artık karlarına odaklanmaları gerekir. Aynı zamanda RI'nın, BV ve FCFE'ye göre şirketlerin piyasa değerlerini daha fazla etkilemesinin nedeni olarak da; Bernard'ın

pozitif artık kara sahip bir şirketin PD/DD oranının 1'in üzerinde olması gerektiğini fakat pozitif serbest nakit akımına sahip bir şirketin PD/DD oranının 1'in üzerinde olmayabileceğini belirtmesi ile de yakından ilgili olduğu düşünülmektedir.

Bu konu ile ilgili uluslararası literatürde yapılmış olan çalışmalar 5.1 literatür taraması kısmında anlatılmıştır. Uluslararası literatürde; Dmitry Volkov ve Irina Berezinets, Anastasia Vardavaki ve John Mylonakis, Penman ve Sougiannis, Francis, Olsson ve Oswald ve Jiang ve Lee'nin yaptıkları çalışmaların sonucunda, RI'nın DCF'e göre şirket değerlerini, (hisse senedi getirilerini) açıklamada daha üstün olduğu ve şirket değerlerine etkisinin daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Bu ampirik çalışmada bulunan sonuçlar da aynı şekilde, yukarıda sözü edilen çalışmaların sonuçlarını desteklemektedir.

Özetle, İMKB yeni gelişen bir borsa olmasına rağmen, İMKB'de temel teorik çerçevenin işlenmesi, şirketlerin artık kar, defter değerleri ve özsermaye serbest nakit akımlarını arttırdıkları takdirde piyasa değerlerini arttırmaları ve piyasanın şirketleri fiyatlarırken bu teorik çerçeveyi baz alması önemlidir.

Değeri yüksek olan ve hissedarlarına değer yaratabilen şirketler değişen ekonomik koşullara, artan rekabete daha kolay uyum sağlarlar. Değeri düşük şirketler ise, artan rekabet ve değişen ekonomik koşullar durumunda çeşitli risklerle karşı karşıya kalırlar ve ayakta durmakta zorlanırlar. Bu yüzden Türkiye'deki şirketlerin artan rekabet ve küreselleşme sürecinde ve özellikle AB'ye üyelik durumunun söz konusu olduğu bu dönemde, şirket değerini arttırmak için stratejilerini belirlemeleri ve uygulamaya geçmeleri gerekir. Bu açıdan da bulunan ampirik sonuçlar oldukça önemlidir. Aynı zamanda bu sonuçların kurumsal ve bireysel yatırımcılar için de oldukça faydalı olacağı düşünülmektedir.

EKLER

Ek-1: Şirketlerin Piyasa Değerleri (2005-2007)

PİYASA DEĞERLERİ (Bin Ytl)

ŞİRKETLER	31.12.2007	29.12.2006	30.12.2005
ANADOLU EFES	6.255.000	4.938.361	4.261.100
BOSSA	174.960	227.880	140.400
GENTAŞ	85.601	81.145	76.924
ALKİM KİMYA	178.020	115.219	149.586
HÜRRİYET GZT.	1.524.020	1.558.617	2.208.736
OLMUĞSA	180.944	127.150	114.109
AYGAZ	1.316.150	955.030	1.313.166
BRİSA	573.024	669.769	706.978
GÜBRE FABRİK.	197.987	79.195	72.445
SODA SANAYİİ	348.480	457.199	313.150
ANADOLU CAM	878.454	848.017	916.162
BATI ÇİMENTO	676.200	515.200	479.780
BATISÖKE ÇİMENTO	165.375	186.750	191.250
BOLU ÇİMENTO	293.128	362.553	393.408
BURSA ÇİMENTO	768.928	775.983	663.112
ÇİMENTAŞ	504.252	423.864	441.000
ÇİMSA	1.168.480	1.103.881	1.158.468
KONYA ÇİMENTO	250.982	358.198	428.863
MARDİN ÇİMENTO	493.722	533.951	479.080
NUH ÇİMENTO	1.982.820	1.359.433	1.216.730
TRAKYA CAM	1.338.909	1.143.582	1.194.900
ÇEMTAŞ	128.135	119.508	129.168
DEMİSAŞ DÖKÜM	46.760	35.000	45.360
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	8.693.391	4.390.848	4.366.454
İZMİR DEMİR ÇELİK	326.190	457.538	195.465
KARDEMİR (D)	519.466	195.741	210.798
SARKUYSAN	160.000	202.000	130.000
ALARKO CARRIER	152.280	182.520	163.080
ANADOLU ISUZU	236.403	227.083	316.899
ARÇELİK	3.259.674	3.339.666	3.759.624
FORD OTOSAN	4.246.011	4.000.374	4.140.738
OTOKAR	482.400	364.800	211.200
PARSAN	179.928	113.098	149.726
TOFAŞ OTO. FAB.	3.075.000	2.450.000	1.420.000
ENKA İNŞAAT	18.450.000	9.060.000	5.040.000
DOĞUŞ OTOMOTIV	962.500	627.000	753.500
MİGROS	4.076.887	3.225.684	1.803.870
ÇELEBİ	268.650	329.400	271.350
TÜRK HAVA YOLLARI	1.505.000	1.067.500	1.478.750
TURKCELL	28.160.000	15.730.000	15.210.076
ASELSAN	779.180	714.493	918.844
YÜNSA	48.697	62.986	63.277
AKÇANSA	1.359.274	1.627.300	1.365.101
EGE GÜBRE	112.493	49.015	63.277

KENT GIDA	992.620	955.857	1.127.421
ULKER	1.283.908	911.309	1.176.505
DESA DERİ	58.082	43.808	65.564
HEKTAŞ	76.558	66.265	72.122
PİMAŞ	69.480	56.880	88.200
AFYON ÇİMENTO	136.200	139.800	153.600
ÜNYE ÇİMENTO	637.512	447.210	435.792
KORDSA	708.086	746.992	707.673
ECZACIBAŞI İLAÇ	950.227	995.911	793.074

Ek-2: Risksiz Faiz Oranı ve İMKB100 Endeksinin Getirisi (2002-2007)

Risksiz Faiz Oranı

Faiz Oranı			Faiz Oranı		
	Gösterge Tahvil	(%)		Gösterge Tahvil	(%)
2002/01	Ortalama Faiz	70,9459	2005/01	Ortalama Faiz	20,0026
2002/02	Ortalama Faiz	70,9006	2005/02	Ortalama Faiz	17,8300
2002/03	Ortalama Faiz	66,0524	2005/03	Ortalama Faiz	16,8622
2002/04	Ortalama Faiz	56,8576	2005/04	Ortalama Faiz	17,5805
2002/05	Ortalama Faiz	57,0357	2005/05	Ortalama Faiz	17,4352
2002/06	Ortalama Faiz	68,9265	2005/06	Ortalama Faiz	16,1032
2002/07	Ortalama Faiz	74,6217	2005/07	Ortalama Faiz	16,2238
2002/08	Ortalama Faiz	67,9152	2005/08	Ortalama Faiz	16,2655
2002/09	Ortalama Faiz	71,2786	2005/09	Ortalama Faiz	15,5418
2002/10	Ortalama Faiz	67,6309	2005/10	Ortalama Faiz	14,6714
2002/11	Ortalama Faiz	53,9076	2005/11	Ortalama Faiz	14,0525
2002/12	Ortalama Faiz	53,1460	2005/12	Ortalama Faiz	13,9495
2003/01	Ortalama Faiz	57,5955	2006/01	Ortalama Faiz	13,6117
2003/02	Ortalama Faiz	56,8069	2006/02	Ortalama Faiz	13,7095
2003/03	Ortalama Faiz	62,5871	2006/03	Ortalama Faiz	13,7291
2003/04	Ortalama Faiz	59,7800	2006/04	Ortalama Faiz	13,7990
2003/05	Ortalama Faiz	51,2505	2006/05	Ortalama Faiz	15,0491
2003/06	Ortalama Faiz	49,3438	2006/06	Ortalama Faiz	19,5077
2003/07	Ortalama Faiz	49,7383	2006/07	Ortalama Faiz	19,9433
2003/08	Ortalama Faiz	41,8129	2006/08	Ortalama Faiz	19,3632
2003/09	Ortalama Faiz	36,4236	2006/09	Ortalama Faiz	20,4914
2003/10	Ortalama Faiz	31,5173	2006/10	Ortalama Faiz	21,5016
2003/11	Ortalama Faiz	29,8635	2006/11	Ortalama Faiz	21,2718
2003/12	Ortalama Faiz	27,3296	2006/12	Ortalama Faiz	21,3490
2004/01	Ortalama Faiz	24,5414	2007/01	Ortalama Faiz	20,9610
2004/02	Ortalama Faiz	24,1418	2007/02	Ortalama Faiz	19,4060
2004/03	Ortalama Faiz	23,1874	2007/03	Ortalama Faiz	19,9241
2004/04	Ortalama Faiz	22,6952	2007/04	Ortalama Faiz	19,1745
2004/05	Ortalama Faiz	27,8110	2007/05	Ortalama Faiz	18,7961
2004/06	Ortalama Faiz	27,1595	2007/06	Ortalama Faiz	18,3467
2004/07	Ortalama Faiz	26,4873	2007/07	Ortalama Faiz	17,7514
2004/08	Ortalama Faiz	25,5538	2007/08	Ortalama Faiz	18,0423
2004/09	Ortalama Faiz	24,9805	2007/09	Ortalama Faiz	17,5440
2004/10	Ortalama Faiz	23,0165	2007/10	Ortalama Faiz	16,2224
2004/11	Ortalama Faiz	23,2370	2007/11	Ortalama Faiz	16,5255
2004/12	Ortalama Faiz	22,2791	2007/12	Ortalama Faiz	16,5774

İMKB 100 Endeks Getirisi (2002-2007)

Tarih	İMKB 100 endeks getirisi (%)	Tarih	İMKB 100 endeks getirisi (%)
02/01	-3,8486	05/01	9,4454
02/02	-16,5756	05/02	3,8998
02/03	5,6420	05/03	-9,9957
02/04	-2,0372	05/04	-7,6928
02/05	-8,9831	05/05	6,9721
02/06	-9,9271	05/06	6,8189
02/07	9,1316	05/07	9,8599
02/08	-6,7324	05/08	4,3651
02/09	-7,3849	05/09	7,8465
02/10	15,9426	05/10	-4,1077
02/11	29,7357	05/11	19,1611
02/12	-22,0330	05/12	4,4345
03/01	6,3849	06/01	12,0985
03/02	4,9167	06/02	5,4399
03/03	-18,1378	06/03	-8,7302
03/04	21,4759	06/04	2,2584
03/05	-1,1167	06/05	-13,0997
03/06	-4,3667	06/06	-7,0253
03/07	-2,8701	06/07	1,7336
03/08	9,8354	06/08	3,3770
03/09	12,4361	06/09	-0,9684
03/10	20,6684	06/10	9,9050
03/11	-7,2159	06/11	-5,9477
03/12	27,4156	06/12	2,4862
04/01	-7,3330	07/01	5,2792
04/02	9,4439	07/02	0,6033
04/03	6,8909	07/03	5,3828
04/04	-10,7382	07/04	3,0309
04/05	-5,2246	07/05	4,6617
04/06	5,1901	07/06	0,0259
04/07	7,8656		
04/08	4,3213		
04/09	8,5820		
04/10	4,3108		
04/11	-1,8065		
04/12	11,0534		

Ek-3: Şirketlerin Hesaplanan Beta Değerleri

Akçansa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.207801	1.133596	1.065460	0.2907
β_i	1.060014	0.109193	9.707674	0.0000
R^2	0.595548	Durbin-Watson değeri		2.466803
Düzeltilmiş R^2	0.589229	F değeri		94.23894

Alkim Kimya

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.347955	1.382426	0.251699	0.8021
β_i	0.636925	0.133162	4.783084	0.0000
R^2	0.263334	Durbin-Watson stat		1.711782
Düzeltilmiş R^2	0.251824	F-değeri		22.87790

Alarko Carrier

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.207657	1.013189	-0.204953	0.8383
β_i	0.971429	0.097595	9.953646	0.0000
R^2	0.607543	Durbin-Watson değeri		2.265792
Düzeltilmiş R^2	0.601411	F değeri		99.07

Anadolu Efes

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.127928	0.973652	-0.131390	0.8959
β_i	0.546648	0.093787	5.828622	0.0000
R^2	0.346758	Durbin-Watson değeri		2.269350
Düzeltilmiş R^2	0.336551	F değeri		33.97284

Anadolu Isuzu

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.019949	1.652648	0.617161	0.5393
β_i	0.906526	0.159191	5.694580	0.0000
R^2	0.336294	Durbin-Watson değeri		1.797413
Düzeltilmiş R^2	0.325924	F değeri		32.42824

Anadolu Cam

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.754275	1.077483	1.628123	0.1084
β_i	0.746497	0.103788	7.192492	0.0000
R^2	0.446998	Durbin-Watson değeri		2.006169
Düzeltilmiş R^2	0.438357	F değeri		51.73195

Arçelik

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.566638	1.012412	0.559691	0.5776
β_i	1.026067	0.097520	10.52157	0.0000
R^2	0.633665	Durbin-Watson değeri		1.889399
Düzeltilmiş R^2	0.627941	F değeri		110.7034

Aselsan

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.035181	2.071671	0.499684	0.6190
β_i	0.732641	0.199553	3.671406	0.0005
R^2	0.173972	Durbin-Watson değeri		1.950943
Düzeltilmiş R^2	0.161065	F değeri		13.47922

Aygaz

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.286519	0.942775	-0.303911	0.7622
β_i	0.947937	0.090813	10.43838	0.0000
R^2	0.629972	Durbin-Watson değeri		1.574241
Düzeltilmiş R^2	0.624190	F değeri		108.9598

Batı Çimento

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.967587	1.255509	0.770673	0.4437
β_i	0.641782	0.120937	5.306760	0.0000
R^2	0.305568	Durbin-Watson değeri		2.138632
Düzeltilmiş R^2	0.294718	F değeri		28.16170

Batı Söke

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.447748	1.425309	1.015743	0.3136
β_i	0.798984	0.137293	5.819569	0.0000
R^2	0.346054	Durbin-Watson değeri		2.127833
Düzeltilmiş R^2	0.335836	F değeri		33.86739

Bolu Çimento

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.467584	1.257922	1.166673	0.2477
β_i	1.069410	0.121169	8.825767	0.0000
R^2	0.548960	Durbin-Watson değeri		2.217861
Düzeltilmiş R^2	0.541912	F değeri		77.89416

Bossa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.109741	1.292023	-0.084938	0.9326
β_i	0.646591	0.124454	5.195429	0.0000
R^2	0.296645	Durbin-Watson değeri		1.989781
Düzeltilmiş R^2	0.285655	F değeri		26.99248

Brisa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.269453	1.049856	0.256657	0.7983
β_i	0.936942	0.101127	9.264983	0.0000
R^2	0.572877	Durbin-Watson değeri		2.017889
Düzeltilmiş R^2	0.566204	F değeri		85.83991

Bursa Çimento

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.280901	1.086401	0.258561	0.7968
β_i	0.525301	0.104647	3.814810	0.0003
R^2	0.185261	Durbin-Watson değeri		1.850167
Düzeltilmiş R^2	0.172531	F değeri		14.55278

Cemtaş

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.329529	1.118319	1.188864	0.2389
β_i	0.833540	0.107722	7.737893	0.0000
R^2	0.483350	Durbin-Watson değeri		1.829929
Düzeltilmiş R^2	0.475277	F değeri		59.87498

Çelebi

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.576586	1.730257	0.333237	0.7400
β_i	0.638820	0.166667	3.832919	0.0003
R^2	0.186695	Durbin-Watson değeri		1.720467
Düzeltilmiş R^2	0.173987	F değeri		14.69127

Çimentaş

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.719845	1.506067	-0.477963	0.6343
β_i	0.713511	0.145072	4.918338	0.0000
R^2	0.274295	Durbin-Watson değeri		2.552466
Düzeltilmiş R^2	0.262955	F değeri		24.19005

Çimsa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.517232	1.006776	1.507020	0.1367
β_i	0.986535	0.096978	10.17282	0.0000
R^2	0.617879	Durbin-Watson değeri		2.069927
Düzeltilmiş R^2	0.611908	F değeri		103.4862

Demisaş

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.235554	1.027067	0.229346	0.8193
β_i	0.667304	0.098932	6.745075	0.0000
R^2	0.415504	Durbin-Watson değeri		1.420551
Düzeltilmiş R^2	0.406371	F değeri		45.49603

Doğuş Oto

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2004/06 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 37				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	2.195333	2.074350	-1.058323	0.2972
β_i	1.202288	0.304665	3.946261	0.0004
R^2	0.307931	Durbin-Watson değeri		1.819980
Düzeltilmiş R^2	0.288157	F değeri		15.57297

Ege Gübre

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.270282	1.247083	1.018603	0.3122
β_i	0.680125	0.120125	5.661811	0.0000
R^2	0.333723	Durbin-Watson değeri		2.021867
Düzeltilmiş R^2	0.323312	F değeri		32.05610

Enka

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı 2002/07 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 60				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.678351	1.057667	0.641365	0.5238
β_i	0.587211	0.105483	4.229643	0.0001
R^2	0.235735	Durbin-Watson değeri		2.068740
Düzeltilmiş R^2	0.222558	F değeri		17.88988

Ereğli Demir Çelik

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.906661	1.103331	1.728095	0.0888
β_i	1.004232	0.106278	9.449095	0.0000
R^2	0.582478	Durbin-Watson değeri		2.103314
Düzeltilmiş R^2	0.575954	F değeri		89.28539

Ford Otosan

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.716576	1.001403	0.715572	0.4769
β_i	0.773092	0.096460	8.014641	0.0000
R^2	0.500914	Durbin-Watson değeri		2.336165
Düzeltilmiş R^2	0.493116	F değeri		64.23448

Gentaş

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.106305	1.180517	0.090050	0.9285
β_i	0.651305	0.113713	5.727616	0.0000
R^2	0.338881	Durbin-Watson değeri		2.414404
Düzeltilmiş R^2	0.328551	F değeri		32.80558

Gübre Fabrikaları

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.314483	1.615165	0.813838	0.4188
β_i	0.931799	0.155580	5.989177	0.0000
R^2	0.359168	Durbin-Watson değeri		2.158744
Düzeltilmiş R^2	0.349156	F değeri		35.87025

Hürriyet

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.650834	1.136188	0.572822	0.5688
β_i	1.039582	0.109443	9.498839	0.0000
R^2	0.585030	Durbin-Watson değeri		1.824011
Düzeltilmiş R^2	0.578546	F değeri		90.22794

İzmir Demir Çelik

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.558490	1.748141	0.891513	0.3760
β_i	0.950515	0.168389	5.644747	0.0000
R^2	0.332382	Durbin-Watson değeri		1.588444
Düzeltilmiş R^2	0.321950	F değeri		31.86316

Kardemir D

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	3.735465	2.576866	1.449615	0.1520
β_i	1.195014	0.248216	4.814406	0.0000
R^2	0.265874	Durbin-Watson değeri		1.960853
Düzeltilmiş R^2	0.254403	F değeri		23.17851

Konya Çimento

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	2.234971	1.561905	1.430927	0.1573
β_i	0.707442	0.150450	4.702169	0.0000
R^2	0.256768	Durbin-Watson değeri		1.818551
Düzeltilmiş R^2	0.245155	F değeri		22.11039

Mardin

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	2.249166	1.283860	1.751878	0.0846
β_i	0.890447	0.123668	7.200330	0.0000
R^2	0.447536	Durbin-Watson değeri		2.318604
Düzeltilmiş R^2	0.438904	F değeri		51.84475

Migros

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.108658	1.001969	-0.108445	0.9140
β_i	0.744402	0.096514	7.712854	0.0000
R^2	0.481732	Durbin-Watson değeri		2.041076
Düzeltilmiş R^2	0.473634	F değeri		59.48812

Nuh Çimento

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.419767	1.006424	1.410705	0.1632
β_i	0.546354	0.096944	5.635793	0.0000
R^2	0.331678	Durbin-Watson değeri		2.261089
Düzeltilmiş R^2	0.321235	F değeri		31.76216

Olmuksa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.384320	0.910678	0.422016	0.6744
β_i	0.747185	0.087721	8.517755	0.0000
R^2	0.531315	Durbin-Watson değeri		2.316901
Düzeltilmiş R^2	0.523991	F değeri		72.55215

Otokar

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.907764	1.852527	1.029817	0.3070
β_i	0.946710	0.178444	5.305353	0.0000
R^2	0.305456	Durbin-Watson değeri		2.276528
Düzeltilmiş R^2	0.294604	F değeri		28.14677

Parsan

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	2.931350	2.151565	1.362427	0.1778
β_i	0.810592	0.207249	3.911196	0.0002
R^2	0.192912	Durbin-Watson değeri		2.095622
Düzeltilmiş R^2	0.180302	F değeri		15.29745

Sarkuysan

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.220809	1.077382	0.204950	0.8383
β_i	0.621954	0.103779	5.993081	0.0000
R^2	0.359469	Durbin-Watson değeri		2.012206
Düzeltilmiş R^2	0.349460	F değeri		35.91702

Soda

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.385775	1.079670	0.357308	0.7220
β_i	0.889814	0.103999	8.555985	0.0000
R^2	0.533544	Durbin-Watson değeri		2.044335
Düzeltilmiş R^2	0.526256	F değeri		73.20488

Trakya Cam

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.200993	0.851604	0.236017	0.8142
β_i	0.686127	0.082031	8.364286	0.0000
R^2	0.522250	Durbin-Watson değeri		2.073115
Düzeltilmiş R^2	0.514785	F değeri		69.96128

Türk Hava Yolları

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.086419	1.094082	-0.992997	0.3245
β_i	1.076317	0.105387	10.21298	0.0000
R^2	0.619738	Durbin-Watson değeri		2.032170
Düzeltilmiş R^2	0.613796	F değeri		104.3049

Tofaş Oto

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.751930	1.285456	0.584952	0.5606
β_i	1.066410	0.123821	8.612492	0.0000
R^2	0.536819	Durbin-Watson değeri		2.400782
Düzeltilmiş R^2	0.529582	F değeri		74.17502

Turkcell

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.274744	1.225393	0.224209	0.8233
β_i	0.866849	0.118036	7.343957	0.0000
R^2	0.457322	Durbin-Watson değeri		2.189751
Düzeltilmiş R^2	0.448843	F değeri		53.93371

Yünsa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.486367	1.137781	-0.427470	0.6705
β_i	0.548744	0.109597	4.915699	0.0000
R^2	0.274081	Durbin-Watson değeri		2.146758
Düzeltilmiş R^2	0.262738	F değeri		24.16410

Afyon Çimento

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.459505	1.247647	1.169806	0.2464
β_i	0.765159	0.120179	6.366807	0.0000
R^2	0.387772	Durbin-Watson değeri		1.795927
Düzeltilmiş R^2	0.378206	F değeri		40.53623

Eczacıbaşı İlaç

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	2.561105	1.611931	1.588843	0.1170
β_i	0.896132	0.155269	5.771483	0.0000
R^2	0.342308	Durbin-Watson değeri		2.485377
Düzeltilmiş R^2	0.332032	F değeri		33.31002

Hektaş

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.261376	1.089435	0.239919	0.8112
β_i	1.036885	0.104940	9.880775	0.0000
R^2	0.604033	Durbin-Watson değeri		2.420364
Düzeltilmiş R^2	0.597846	F değeri		97.62971

Kent

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.240248	1.590202	-0.151080	0.8804
β_i	0.562549	0.153176	3.431737	0.0011
R^2	0.155415	Durbin-Watson değeri		1.857939
Düzeltilmiş R^2	0.142218	F değeri		11.77682

Kordsa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.533286	1.082886	-0.492467	0.6241
β_i	1.013760	0.104309	9.718836	0.0000
R^2	0.596102	Durbin-Watson değeri		1.725513
Düzeltilmiş R^2	0.589791	F değeri		94.45577

Pimaş

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.691090	1.373142	-0.503291	0.6165
β_i	0.732276	0.132268	5.536321	0.0000
R^2	0.323831	Durbin-Watson değeri		2.109190
Düzeltilmiş R^2	0.313266	F değeri		30.65085

Ünye

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2002/01 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 66				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	1.498087	1.362314	1.099663	0.2756
β_i	1.125415	0.131225	8.576244	0.0000
R^2	0.534721	Durbin-Watson değeri		2.054565
Düzeltilmiş R^2	0.527451	F değeri		73.55196

Desa

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2004/05 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 38				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	2.676098	1.705124	-1.569444	0.1253
β_i	0.869224	0.249693	3.481168	0.0013
R^2	0.251847	Durbin-Watson değeri		2.824791
Düzeltilmiş R^2	0.231065	F değeri		12.11853

Ülker

Bağımlı Değişken: $R_i - R_f$ Metot: En Küçük Kareler Örnekleme Zamanı: 2004/02 2007/06 Toplam Gözlem Sayısı: 41				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	Olasılık
C	0.840851	1.573129	-0.534509	0.5960
β_i	1.109616	0.224599	4.940440	0.0000
R^2	0.384935	Durbin-Watson değeri		1.656397
Düzeltilmiş R^2	0.369164	F değeri		24.40795

Ek-4: FCFE Hesaplamaları

AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş. BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	36.010.245	27.759.699	23.128.106	14.885.721
Hazır Değerler	21.575.046	15.990.470	89.628	39
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	6.587.582	4.243.890	4.052.278	2.045.626
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	2.018	2.757	15.345.270	7.980.264
Diğer Alacaklar (net)	12.368	5.420	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	7.190.041	7.389.799	3.327.425	4.515.325
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	643.190	127.363	313.505	344.467
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	14.435.199	11.769.229	23.038.478	14.885.682

Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.996.540	6.125.231	7.053.627	5.273.315
Finansal Borçlar (net)	108.629	3.120	26.375	42.724
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	5.510.875	3.808.424	4.481.561	3.697.912
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	963.093	1.133.317	1.102.444	952.812
Alınan Avanslar	4.330	7.366	3.509	1.396
Cari Dönem Vergi Yükümlülüğü	392.728	459.513	868.780	229.649
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	628.922	234.491	27.710	108.270
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	387.963	479.000	543.248	240.552
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.883.581	6.114.745	7.023.743	5.229.195
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	6.551.618	5.654.484	16.014.735	9.656.487
Değişim NDNİS	(897.134)	10.360.251	(6.358.248)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.996.540	6.125.231	7.053.627	5.273.315
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.910.443	2.810.429	4.369.778	4.601.868
Özsermaye	53.638.156	44.755.833	34.557.888	24.157.283
Borç Oranı (BO)	0,1689823	0,166426	0,2484359	
Ortalama BO	0,1946147			

Net Dönem Karı/Zararı	11.522.323	12.717.945	10.304.629	
Amortisman ve itfa payları	2.373.884	2.220.671	1.812.613	

AFYON ÇİMENTO
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2007	2006
Satın alınan maddi ve maddi olmayan varlıklar	(4.971.922)	(5.712.116)
Maddi duran varlık satışından sağlanan nakit	14.567	18.219
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(4.957.355)	(5.693.897)
Sermaye Harcaması	(4.957.355)	(5.693.897)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2005
Satın alınan maddi ve maddi olmayan varlıklar	(5.538.510)
Maddi duran varlık satışından sağlanan nakit	163
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(5.538.347)
Sermaye Harcaması	(5.538.347)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	11.522.323	12.717.945	10.304.629
BO	0,1946	0,1946	0,1946
Sermaye Harcaması	(4.957.355)	(5.693.897)	(5.538.347)
Amortisman+İtfa	2.373.884	2.220.671	1.812.613
ΔNİS	(897.134)	10.360.251	(6.358.248)
FCFE	8.719.095	18.264.654	2.183.138

AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	223.546.465	306.945.344	269.156.838	206.335.383
Hazır Değerler	22.254.050	148.429.279	148.298.901	48.865.902
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	54.456.644
Ticari Alacaklar (net)	103.988.911	103.124.046	66.526.220	52.266.266
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	3.545.525	3.190.333	6.318.330	6.116.664
Diğer Alacaklar (net)	26.121.083	3.276.271	3.259.061	2.423.223
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	65.222.834	47.052.276	43.454.233	40.922.303
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	2.414.062	1.873.139	1.300.093	1.284.381
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	201.292.415	158.516.065	120.857.937	103.012.837

Kısa Vadeli Yükümlülükler	143.397.844	90.744.533	57.430.659	55.232.033
Finansal Borçlar (net)	61.302.548	548.043	7.262.263	8.959.725
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	4.383.897	1.887.980	0	95.958
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	56.259.676	55.908.995	22.314.151	23.809.877
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	3.117.044	4.474.479	5.964.656	6.138.834
Alınan Avanslar	1.326.436	824.143	1.407.403	1.901.669
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	10.502.495	21.062.155	16.166.474	9.803.570
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	6.505.748	6.038.738	4.315.712	4.522.400
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	76.384.963	87.484.367	48.760.993	44.274.681
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	124.907.452	71.031.698	72.096.944	58.738.156
Değişim NDNİS	-53.875.754	1.065.246	-13.358.788	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	143.397.844	90.744.533	57.430.659	55.232.033
Uzun Vadeli Yükümlülükler	172.397.428	35.941.923	49.112.670	49.486.675
Özsermaye	841.706.513	789.724.806	738.476.239	618.862.028
Borç Oranı (BO)	0,27282487	0,138241924	0,12608386	
Ortalama BO	0,17905022			

Net Dönem Karı/Zararı	185.798.034	146.465.575	113.565.095	63.331.801
Amortisman ve itfa payları	42.589.011	36.464.612	35.023.478	34.497.474

AKÇANSA
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Finansal varlık satış hasılatı	28.798.104	
Maddi varlık alımları	(174.487.320)	(89.352.743)
Maddi olmayan varlık alımları	(856.082)	(2.675.884)
Maddi ve maddi olmayan varlık satış hasılatı	431.773	1.800.163
Alınan temettü	11.450.817	4.656.535
Fabrika alımından kaynaklanan nakit çıkışı	(225.768.714)	
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(360.431.422)	(85.571.929)
Sermaye Harcaması	(371.882.239)	(90.228.464)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Satılmaya hazır finansal varlıklardaki değişim	53.322.244
Maddi varlık alımları	(33.900.148)
Maddi olmayan varlık alımları	(1.128.215)
Maddi ve maddi olmayan varlık satış hasılatı	1.906.359
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	20.200.240
Sermaye Harcaması	(33.122.004)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	185.798.034	146.465.575	113.565.095
BO	0,1791	0,1791	0,1791
Sermaye harcaması	(371.882.239)	(90.228.464)	(33.122.004)
Amortisman+ İtfa	42.589.011	36.464.612	35.023.478
ΔNİS	(53.875.754)	1.065.246	(13.358.788)
FCFE	(128.764.458)	103.202.666	104.159.216

ALARKO CARRIER
BİLANÇO(YTL)

	2.007	2006	2.005	2.004
Cari / Dönen Varlıklar	191.326.733	161.668.653	142.422.493	119.666.748
Hazır Değerler	28.007.241	18.212.689	16.038.162	23.566.241
Menkul Kıymetler (net)	557.765	1.330.481	6.053.262	466.280
Ticari Alacaklar (net)	88.642.972	85.902.454	77.610.454	61.788.450
Finansal Kiralama Alacakları (net)	69.023	-	-	-
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	5.061.608	3.896.576	3.379.910	2.337.586
Diğer Alacaklar (net)	292.375	127.117	45.845	64.580
Canlı Varlıklar (net)	-	-	-	-
Stoklar (net)	64.872.851	50.316.993	36.357.822	29.626.483
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	-	-	-	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	-	-	-	-
Diğer Cari / Dönen Varlıklar	3.822.898	1.882.343	2.937.038	1.817.128
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	162.761.727	142.125.483	120.331.069	95.634.227

Kısa Vadeli Yükümlülükler	61.891.963	49.027.333	45.447.475	32.357.579
Finansal Borçlar (net)	27.199.527	12.321.077	13.865.878	7.201.089
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	-	-	-	-
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	-	-	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	-	-	-	-
Ticari Borçlar (net)	12.324.030	13.856.917	14.248.164	7.822.204
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	3.956.451	5.009.686	1.547.620	1.578.613
Alınan Avanslar	10.568.691	12.666.669	8.596.163	11.414.552
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	-	-	-	-
Borç Karşılıkları	3.844.762	2.329.051	1.919.126	552.107
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-
Diğer Yükümlülükler (net)	3.998.502	2.843.933	5.270.524	3.789.014
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.123.745	24.039.587	22.985.434	13.741.938
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	138.637.982	118.085.896	97.345.635	81.892.289
Değişim NDNİS	(20.552.086)	(20.740.261)	(15.453.346)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	61.891.963	49.027.333	45.447.475	32.357.579
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.902.866	7.742.917	8.259.226	7.851.125
Özsermaye	185.897.422	170.790.907	156.654.761	138.938.528
Borç Oranı (BO)	0,27296419	0,249472497	0,255306749	
Ortalama BO	0,25924781			

Net Dönem Karı / (Zararı)	19.083.147	19.894.354	19.728.707	
Amortisman (+)	5.247.633	5.275.358	6.225.292	

ALARKO CARRIER
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(19.426)	245.525
Menkul kıymet satışı (+)/alımı (-)	772.716	4.722.781
Maddi ve maddi olmayan varlık alımları (-)	(3.311.953)	(4.320.196)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	489.758	1.883.565
Tahsil edilen faizler (+)	1.002.522	1.201.269
Tahsil edilen temettüler (+)	115.488	5.325
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(950.895)	3.738.269
Sermaye Harcaması	(2.841.621)	(2.191.106)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2.005
Mali varlık alımı, alış tutarının neti (-)	582.932
Menkul kıymet alımı (-)	(5.586.982)
Maddi ve maddi olmayan varlık satın alımları (-)	(14.853.519)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	312.936
Tahsil edilen faizler (+)	813.011
Tahsil edilen temettüler (+)	138.493
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(18.593.129)
Sermaye Harcaması	(13.957.651)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	19.083.147	19.894.354	19.728.707
BO	0,2592	0,2592	0,2592
Sermaye Harcaması	(2.841.621)	(2.191.106)	(13.957.651)
Amortisman+İtfa	5.247.633	5.275.358	6.225.292
ΔNİS	(20.552.086)	(20.740.261)	(15.453.346)
FCFE	5.641.403	6.815.627	2.553.845

ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	61.091.626	58.712.245	59.077.826	52.418.630
Hazır Değerler	9.744.305	6.973.394	10.021.317	14.485.574
Menkul Kıymetler (net)	5.351	384.836	248.180	95.735
Ticari Alacaklar (net)	25.438.728	24.108.996	18.842.461	15.281.506
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	230.857	371.881	1.378.590	167.838
Diğer Alacaklar (net)	2.839.844	2.957.218	2.265.968	1.647.882
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	22.219.510	23.260.394	25.478.857	20.195.652
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	613.031	655.526	842.453	544.443
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	51.341.970	51.354.015	48.808.329	37.837.321

Kısa Vadeli Yükümlülükler	21.615.688	27.204.347	25.345.408	18.859.953
Finansal Boçlar (net)	0	2.138.552	3.048.997	1.976.024
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	10.594.376	13.527.226	8.831.809	6.201.386
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	203.590	225.020	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	908.737	0
Ticari Borçlar (net)	8.768.369	8.782.771	10.179.702	7.421.251
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	566.973	392.665	545.778	805.999
Alınan Avanslar	268.533	227.046	185.843	590.072
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	188.664	929.014	672.791	804.009
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.025.183	982.053	971.751	1.061.212
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.549.189	11.086.503	12.370.022	10.092.471
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	40.792.781	40.267.512	36.438.307	27.744.850
Değişim NDNİS	(525.269)	(3.829.205)	(8.693.457)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	21.615.688	27.204.347	25.345.408	18.859.953
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.323.130	10.058.706	8.399.301	7.151.754
Özsermaye	114.654.786	108.563.378	107.200.401	109.630.516
Borç Oranı (BO)	0,212501217	0,255530172	0,23941738	
Ortalama BO	0,235816256			

Net Dönem Karı/Zararı	18.230.111	11.170.067	7.930.893	
Amortisman ve itfa payları	9.357.801	8.552.918	8.245.772	

ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Tahsil edilen faiz	629.760	467.853
Maddi ve maddi olmayan varlık alımları	(8.471.556)	(14.598.078)
Maddi ve maddi olmayan varlık satış hasılatı	387.943	862.592
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(7.453.853)	(13.267.633)
Sermaye Harcamaları	(8.083.613)	(13.735.486)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları	(6.662.036)
Sabit kıymet satış zararı-net	(352.527)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışlarından elde edilen nakit	318.808
Alınan faiz	718.447
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(5.977.308)
Sermaye Harcamaları	(6.695.755)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	18.230.111	11.170.067	7.930.893
BO	0,2358	0,2358	0,2358
Sermaye Harcaması	(8.083.613)	(13.735.486)	(6.695.755)
Amortisman+İtfa	9.357.801	8.552.918	8.245.772
ΔNİS	(525.269)	(3.829.205)	(8.693.457)
FCFE	18.802.423	4.283.417	2.471.992

ANADOLU EFES BİRACILIK A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	1.173.973.000	1.211.985.000	936.487.468	653.105.779
Hazır Değerler	303.367.000	392.674.000	348.618.278	259.278.687
Menkul Kıymetler (net)	4.145.000	43.989.000	2.975.189	893.518
Ticari Alacaklar (net)	344.861.000	349.679.000	299.384.318	141.016.769
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	9.384.000	2.188.000	2.201.205	37.651.342
Diğer Alacaklar (net)	72.580.000	82.406.000	40.131.478	26.034.946
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	391.977.000	304.497.000	204.065.676	160.583.296
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	47.659.000	36.552.000	39.111.324	27.647.221
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	866.461.000	775.322.000	584.894.001	392.933.574

Kısa Vadeli Yükümlülükler	990.667.000	905.071.000	855.404.795	293.961.326
Finansal Borçlar (net)	305.740.000	300.954.000	428.936.059	81.021.522
Uzun Vadeli Finansal B.K.V. Kısımları (net)	150.111.000	169.512.000	30.113.749	41.608.566
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	294.000	270.000	347.526	422.762
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0		
Ticari Borçlar (net)	165.869.000	134.798.000	107.691.007	80.980.298
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	20.581.000	28.029.000	20.423.548	14.348.581
Alınan Avanslar	1.612.000	1.428.000	1.557.178	4.134.043
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0		
Borç Karşılıkları	20.096.000	10.731.000	12.950.140	1.113.184
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0		
Diğer Yükümlülükler (net)	326.364.000	259.349.000	253.385.588	70.332.370
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	532.910.000	432.907.000	394.450.283	166.774.433
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	333.551.000	342.415.000	190.443.718	226.159.141
Değişim NDNİS	8.864.000	(151.971.282)	35.715.423	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	990.667.000	905.071.000	855.404.795	293.961.326
Uzun Vadeli Yükümlülükler	764.832.000	1.041.340.000	306.468.296	188.976.076
Özsermaye	1.821.553.000	1.673.608.000	1.384.933.874	1.137.543.018
Borç Oranı (BO)	0,4908	0,5377	0,4562	
Ortalama BO	0,4949			

Net Dönem Karı/Zararı	374.482.000	269.020.000	290.590.163	232.346.836
Amortisman ve itfa giderleri	204.536.000	186.812.000	137.642.412	141.566.622

ANADOLU EFES BİRACILIK A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan varlık alımları	(385.972.000)	(361.110.000)
Maddi ve maddi olmayan var. satışından sağlanan nakit girişleri	15.265.000	10.688.000
İştirak, bağlı ortaklık ve müşterek yönetime tabi ortaklık hisse alımı nakit netlenmiş	(3.841.000)	(657.957.000)
Finansal varlık satışı ve tasfiyesi sonucu oluşan nakit girişi		218.000
İştirak hisse satışı		45.170.000
Müşterek yönetime tabi ortaklık hisse satışı		39.704.000
Alkolsüz içecek marka satışından sağlanan nakit girişi	5.211.000	
Alınan hisseler için yapılan ödemeler	(47.053.000)	
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(416.390.000)	(923.287.000)
Sermaye Harcamaları	(412.549.000)	(923.287.000)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2005
Maddi ve maddi olmayan varlık alımları	(229.831.866)
Maddi varlıkların satışından sağlanan nakit girişleri	5.656.390
İştiraklerden elde edilen temettü geliri	26.128.069
İştirak tasfiyesi sonucu oluşan nakit girişi	669.558
İştirak ve bağlı ortaklık hisse alımı, elde edilen nakit, net	(174.619.058)
Yatırım faaliyetlerinde(n) (kullanılan) / sağlanan net nakit	(371.996.907)
Sermaye Harcamaları	(398.124.976)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	374.482.000	269.020.000	290.590.163
BO	0,4949	0,4949	0,4949
Sermaye Harcaması	(412.549.000)	(923.287.000)	(398.124.976)
Amortisman+İtfa	204.536.000	186.812.000	137.642.412
ΔNİS	8.864.000	(151.971.282)	35.715.423
FCFE	273.888.820	(179.747.689)	177.056.872

ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	343.485.717	323.005.585	270.115.547	212.197.885
Hazır Değerler	50.599.081	68.780.065	74.834.352	49.026.423
Menkul Kıymetler (net)		52.842	100.156	25.755
Ticari Alacaklar (net)	94.092.116	74.261.814	53.030.694	40.472.344
Finansal Kiralama Alacakları (net)				0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	20.923.825	19.018.067	43.892.285	50.714.258
Diğer Alacaklar (net)	33.139.092	36.180.470	23.747.722	18.484.620
Canlı Varlıklar (net)				0
Stoklar (net)	144.162.479	124.425.343	74.411.768	52.128.304
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)				0
Ertelenen Vergi Varlıkları				0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	569.124	286.984	98.570	1.346.181
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	292.886.636	254.172.678	195.181.039	163.145.707

Kısa Vadeli Yükümlülükler	302.800.391	282.759.432	189.106.987	104.017.119
Finansal Borçlar (net)	111.907.125	111.909.791	59.274.699	39.619.889
Uzun Vadeli Finansal Borç. K. V. Kısımları (net)	84.063.605	66.179.457	27.725.877	13.899.645
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)				0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	11.977.164	11.638.840	9.661.133	7.131.426
Ticari Borçlar (net)	44.029.516	31.376.464	45.300.618	13.294.594
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	41.371.614	53.566.204	44.590.564	23.351.021
Alınan Avanslar	1.360.325	1.022.139	852.778	1.459.347
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)				0
Borç Karşılıkları	2.308.131	674.264	163.255	288.234
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü				0
Diğer Yükümlülükler (net)	5.782.911	6.392.273	1.538.063	4.972.963
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	93.492.172	92.009.205	91.592.500	41.906.812
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	199.394.464	162.163.473	103.588.539	121.238.895
Değişim NDNİS	(37.230.991)	(58.574.934)	17.650.356	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	302.800.391	282.759.432	189.106.987	104.017.119
Uzun Vadeli Yükümlülükler	257.035.615	254.733.661	208.371.518	125.084.120
Özsermaye	653.596.314	633.142.080	603.987.481	531.716.283
Borç Oranı (BO)	0,461365662	0,459146543	0,39689666	
Ortalama BO	0,439136289			

Net Dönem Karı/Zararı	70.711.886	37.025.898	53.207.158	
Amortisman ve itfa payları	111.657.057	92.489.979	72.312.411	

ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Alım satım amaçlı finansal varlıklardaki değişim (net)	52.842	47.314
Satılan sat.hazır finansal varlıklardan elde edilen nakit	2.020.792	0
Maddi ve Maddi olmayan duran varlık alımları	(229.030.295)	(196.480.656)
Satılan maddi ve maddi olmayan dur. varlıklardan elde edilen nakit	9.820.499	13.522.191
Yabancı para çevrim farkı değişimi	23.320.728	(34.815.774)
Temettü gelirleri	2.415.406	1.149.729
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	5.694.968	8.500
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(185.705.060)	(216.568.696)
Sermaye Harcaması	(213.514.828)	(182.949.965)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Alım satım amaçlı finansal varlıklardaki değişim (net)	(74.401)
Satılmaya hazır değerlerdeki değişim	(33.343.393)
Yıl içinde oluşan şerefiye	-
Maddi duran varlık alımları çevrim etkisi	(215.267.320)
Maddi olmayan duran varlık alımları ve çevrim etkisi	(29.076)
Satılan maddi ve maddi olmayan dur. varlıkların net defter değeri	7.662.206
Sat. haz. fin. varlıklardan gelen değerleme fonlarındaki değişim	23.229.444
Yabancı para çevrim farkı değişimi	4.960.739
Temettü gelirleri	893.723
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(238.271)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(212.206.349)
Sermaye Harcaması	(207.872.461)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	70.711.886	37.025.898	53.207.158
BO	0	0	0
Sermaye Harcaması	(213.514.828)	(182.949.965)	(207.872.461)
Amortisman+İtfa	111.657.057	92.489.979	72.312.411
ΔNİS	(37.230.991)	(58.574.934)	17.650.356
FCFE	(7.297.953)	(46.562.380)	(12.924.111)

ANADOLU ISUZU OTOMOTİV A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	253.134.656	211.589.324	181.798.582	173.845.906
Hazır Değerler	83.689.542	48.391.208	32.952.928	34.307.491
Menkul Kıymetler (net)	257.773	464.389	827.852	10.782.031
Ticari Alacaklar (net)	90.052.582	52.188.333	69.710.372	34.429.854
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	4.676.845	2.605.433	286.232	2.059.856
Diğer Alacaklar (net)	2.390.140	3.674.647	8.412	10.564
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	62.677.694	94.460.239	61.753.173	74.978.946
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	9.390.080	9.805.075	16.259.613	17.277.164
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	169.187.341	162.733.727	148.017.802	128.756.384

Kısa Vadeli Yükümlülükler	112.157.298	89.879.201	68.165.667	81.313.702
Finansal Borçlar (net)	14.983.176	18.867.889	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	33.240.407	26.678.730	24.021.166	24.923.944
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	39.782.051	28.507.716	13.159.517	32.683.307
Alınan Avanslar	1.104.629	53.513	7.393.222	1.118.502
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	13.784.450	9.949.968	16.436.401	16.627.546
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	9.262.585	5.821.385	7.155.361	5.960.403
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	96.069.493	70.957.799	60.772.445	80.195.200
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	73.117.848	91.775.928	87.245.357	48.561.184
Değişim NDNİS	18.658.080	(4.530.571)	(38.684.173)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	112.157.298	89.879.201	68.165.667	81.313.702
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.535.747	11.008.030	14.849.910	15.737.433
Özsermaye	199.632.537	189.351.705	185.181.762	173.339.696
Borç Oranı (BO)	0,37872193	0,347600609	0,309531695	
Ortalama BO	0,34528475			

Net Dönem Karı/Zararı	25.206.414	23.531.729	32.616.629	
Amortisman ve İtfa Payları	12.223.469	12.447.793	12.734.665	

ANADOLU ISUZU
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Satılmaya Hazır Finansal Varlık Satışı / (Alımı)		
Maddi Duran Varlık Alımları	(2.595.042)	(4.008.196)
Maddi Olmayan Duran Varlık Alımları	(212.233)	(171.216)
Diğer Duran Varlıklardaki Artış		0
Yatırım Harcamalarında Kullanılan Net Nakit:	(2.807.275)	(4.179.412)
Sermaye Harcamaları	(2.807.275)	(4.179.412)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Satılmaya hazır finansal varlık satışı / (alımı)	
Maddi duran varlık alımları	(2.287.137)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(627.990)
Diğer Duran Varlıklardaki artış	
Yatırım harcamalarında kullanılan net nakit:	(2.915.127)
Sermaye Harcamaları	(2.915.127)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	25.206.414	23.531.729	32.616.629
BO	0,3453	0,3453	0,3453
Sermaye Harcaması	(2.807.275)	(4.179.412)	(2.915.127)
Amortisman+İtfa	12.223.469	12.447.793	12.734.665
ΔNİS	18.658.080	(4.530.571)	(38.684.173)
FCFE	43.587.069	25.978.930	13.718.512

ARÇELİK A.Ş.
BİLANÇO (Bin YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	4.138.382	4.207.063	2.660.853	2.506.533
Hazır Değerler	302.492	288.796	267.191	258.953
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	38.305
Ticari Alacaklar (net)	2.273.106	2.287.127	1.600.089	1.310.900
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	83
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	174.775	242.850	121.268	102.238
Diğer Alacaklar (net)	0	0	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	1.296.726	1.275.026	619.274	727.195
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	91.283	113.264	53.031	68.859
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	3.835.890	3.918.267	2.393.662	2.209.275

Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.157.154	2.878.575	1.449.705	1.445.883
Finansal Borçlar (net)	1.300.864	962.858	35.861	16.158
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	775.510	306.269	87.086	96.221
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	85	161	208	2.128
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	63.907	83.647	55.694	51.374
Ticari Borçlar (net)	554.237	812.300	352.432	407.319
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	137.591	355.304	554.456	517.946
Alınan Avanslar	67.559	54.722	195.429	192.634
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	4.741	2.266	3.809	0
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	252.660	301.048	164.730	162.103
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	949.229	1.470.918	1.075.427	1.087.368
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	2.886.661	2.447.349	1.318.235	1.121.907
Değişim NDNİS	(439.312)	(1.129.114)	(196.328)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.157.154	2.878.575	1.449.705	1.445.883
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.223.915	1.362.933	663.988	337.690
Özsermaye	2.117.453	2.103.647	1.987.056	1.679.165
Borç Oranı (BO)	0,6741639	0,668464	0,515441	
Ortalama BO	0,6193562			

Net Dönem Karı/Zararı	157.765	324.147	312.153	290.207
Amortisman ve itfa payları	144.487	156.308	149.809	143.557

ARÇELİK**SERMayE HARCAMASI (Bin ytl)**

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satın alımları	(317.862)	(325.784)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışlarından elde edilen nakit girişleri	9.575	9.487
Bağlı ortaklık satın alınmasından kaynaklanan nakit çıkışı	(7.877)	(190.032)
Finansal varlık satışından elde edilen nakit girişi	1.598	9.495
Finansal varlık alımından kaynaklanan nakit çıkışı		
Yabancı para çevirim farkları (net)	1.821	15.446
Yatırım faaliyetlerinden kullanılan net nakit	(312.745)	(481.388)
Sermaye Harcamaları	(314.566)	(496.834)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2.005
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışlarından elde edilen nakit girişleri	8.559
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satın alımı	(261.858)
İştirak sermaye artırımları	(113.290)
Yatırım faaliyetlerinden kullanılan net nakit	(366.589)
Sermaye Harcamaları	(366.589)

FCFE HESAPLAMASI (Bin ytl)	2007	2006	2005
Net Kar	157.765	324.147	312.153
BO	0,6194	0,6194	0,6194
Sermaye Harcaması	(314.566)	(496.834)	(366.589)
Amortisman+İtfa	144.487	156.308	149.809
ΔNİS	(439.312)	(1.129.114)	(196.328)
FCFE	(74.196)	(235.262)	154.906

ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	888.109.914	895.530.467	840.744.856	802.295.332
Hazır Değerler	151.717.993	316.224.638	390.617.783	275.887.452
Menkul Kıymetler (net)	7.101.919	19.172.484	13.181.672	89.177.431
Ticari Alacaklar (net)	72.286.568	54.106.043	50.681.407	102.102.340
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	5.242.961	8.050.029	112.450	210.644
Diğer Alacaklar (net)	10.795.700	11.656.696	10.986.287	8.024
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	554.500.217	417.814.294	320.484.891	292.071.584
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	10.334.788	19.879.010	14.348.131	9.066.347
Ertelenen Vergi Varlıkları	9.956.972	3.152.081	662.921	1.848.123
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	66.172.796	45.475.192	39.669.314	31.923.387
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	729.290.002	560.133.345	436.945.401	437.230.449

Kısa Vadeli Yükümlülükler	365.153.367	411.186.761	368.417.696	334.353.458
Finansal Borçlar (net)	6.794.126	3.688.833	51.925.634	2.413.399
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	17.998	91.943	294.194	194.613
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	378.962	97.358	0	0
Ticari Borçlar (net)	29.566.203	31.832.649	31.508.599	39.025.852
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	3.989.373	4.255.340	1.246.453	314.457
Alınan Avanslar	276.974.449	290.228.876	213.468.705	226.559.789
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	41.465.632	33.474.833	25.499.830
Borç Karşılıkları	21.606.885	17.205.983	20.915.056	30.695.650
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	8.353.431	393.142	589.748	1.415.601
Diğer Yükümlülükler (net)	17.471.940	21.927.005	14.994.474	8.234.267
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	80.987.832	75.614.119	69.254.330	79.685.827
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	648.302.170	484.519.226	367.691.071	357.544.622
Değişim NDNİS	(163.782.944)	(116.828.155)	(10.146.449)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	365.153.367	411.186.761	368.417.696	334.353.458
Uzun Vadeli Yükümlülükler	513.049.468	521.104.098	531.088.317	522.843.472
Özsermaye	499.967.736	422.119.393	371.776.726	300.567.001
Borç Oranı (BO)	0,637223616	0,688337125	0,7075578	
Ortalama BO	0,677706179			

Net Dönem Karı/Zararı	100.187.250	76.805.366	90.722.439	
Amortisman giderleri ve itfa payları	53.191.489	65.148.415	35.037.063	

ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları

	2007	2006
Menkul kıymetlerdeki değişim	12.070.565	(5.990.812)
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(48.032.282)	(38.113.699)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(35.474.786)	(58.829.762)
Mali duran varlıklardaki değişim	(475.000)	0
Yatırım faaliyetlerinden sağlanan (kullanılan) nakit akımı	(71.911.503)	(102.934.273)
Sermaye Harcamaları	(83.507.068)	(96.943.461)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları

	2005
Menkul kıymetlerdeki değişim	75.995.758
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(43.375.075)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(50.736.405)
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan) nakit akımı	(18.115.722)
Sermaye Harcamaları	(94.111.480)

FCFE HESAPLAMASI

	2007	2006	2005
Net Kar	100.187.250	76.805.366	90.722.439
BO	0,6777	0,6777	0,6777
Sermaye Harcaması	(83.507.068)	(96.943.461)	(94.111.480)
Amortisman+İtfa	53.191.489	65.148.415	35.037.063
ΔNİS	(163.782.944)	(116.828.155)	(10.146.449)
FCFE	37.630.495	28.905.027	68.412.982

AYGAZ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	505.719.810	1.110.961.113	611.431.924	483.884.065
Hazır Değerler	89.036.479	682.749.943	75.404.766	74.860.461
Menkul Kıymetler (net)	7.944.591	8.240.313	11.635.515	10.825.068
Ticari Alacaklar (net)	257.917.421	237.546.044	335.213.844	204.635.509
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	19.712.574	39.979.662	31.677.081	25.501.596
Diğer Alacaklar (net)	1.557.838	3.606.693	3.873.259	2.492.040
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	120.347.298	127.673.895	131.334.919	135.435.366
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	9.203.609	11.164.563	22.292.540	30.134.025
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	408.738.740	419.970.857	524.391.643	398.198.536

Kısa Vadeli Yükümlülükler	368.275.127	550.993.678	443.927.926	313.035.749
Finansal Borçlar (net)	3.846.210	5.689.337	137.127.851	112.771.713
Uzun Vadeli Finansal Borç. K.V.Kısımları (net)	11.199.874	243.810.945	9.017.392	2.334.985
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	85.980	165.697	203.444	279.454
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	178.020.917	125.504.754	73.100.818	47.998.180
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	52.479.667	55.996.330	149.355.262	77.629.121
Alınan Avanslar	44.985	1.767.416	1.580.812	649.898
Devam Eden İnş.Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	40.544.067	47.051.922	21.464.548	25.816.947
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	82.053.427	71.007.277	52.077.799	45.555.451
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	353.098.078	299.560.283	295.998.427	196.999.699
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	55.640.662	120.410.574	228.393.216	201.198.837
Değişim NDNİS	64.769.912	107.982.642	(27.194.379)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	368.275.127	550.993.678	443.927.926	313.035.749
Uzun Vadeli Yükümlülükler	427.194.827	669.769.928	193.099.178	183.564.563
Özsermaye	1.418.022.376	1.479.127.372	926.242.719	799.241.347
Borç Oranı (BO)	0,35937326	0,452152926	0,407496578	0,383226074
Ortalama BO	0,406340921			

Net Dönem Karı/Zararı	439.527.287	323.698.848	90.297.716	50.901.947
Amortisman+İtfa Payları	93.051.733	110.990.963	105.513.703	101.344.193

AYGAZ
SERMA YE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2007	2006
Alınan faizler	42.481.490	29.057.019
Menkul kıymetlerdeki değişim (Net)	295.722	12.655.193
Diğer finansal duran varlıklardaki değişim (Net)	(1.829.914)	(8.778.861)
İştirak alımları	(294.403.676)	(660.000.000)
İştirak satışından elde edilen net nakit	146.878.072	530.169.325
Yatırım amaçlı gayrimenkul alımları	(75.700)	0
Maddi duran varlık alımları	(87.203.946)	(176.093.884)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(745.429)	(9.153.915)
Maddi ve maddi olmayan varlık satışından elde edilen nakit	8.297.715	41.425.569
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	2.370.214	28.091.081
Yatırım faaliyetlerinden kullanılan nakit	(183.935.452)	(212.628.473)
Sermaye Harcaması	(224.882.750)	(245.561.824)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2005
Alınan faiz	31.294.528
Alım satım amaçlı finansal varlıklardaki değişim (net)	(810.447)
Finansal duran varlıklardaki değişim	(35.273.055)
Maddi duran varlık alımları	(143.167.097)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(11.306.115)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	14.114.258
Maddi olmayan duran varlık satışından elde edilen nakit	2.281.550
İştiraklerden temettü geliri	699.613
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(6.164.817)
Yatırım faaliyetlerinden elde edilen/(kullanılan) nakit	(148.331.582)
Sermaye Harcaması	(144.242.221)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	439.527.287	323.698.848	90.297.716
BO	0,4063	0,4063	0,4063
Sermaye Harcaması	(224.882.750)	(245.561.824)	(144.242.221)
Amortisman+İtfa	93.051.733	110.990.963	105.513.703
ΔNİS	64.769.912	107.982.642	(27.194.379)
FCFE	399.715.853	307.914.510	51.161.990

BATIÇİM ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	173.583.828	215.328.967	201.914.466	148.660.332
Hazır Değerler	58.109.528	103.763.347	95.890.593	70.410.867
Menkul Kıymetler (net)	0	14.099	12.484	48.951
Ticari Alacaklar (net)	53.443.648	53.564.709	49.943.537	37.184.966
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	101.220	115.550	86.730	2.381
Diğer Alacaklar (net)	60.837	169.548	37.800	342.821
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	43.976.980	32.987.664	31.016.943	22.743.300
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	17.891.615	24.714.050	24.926.379	17.927.046
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	115.474.300	111.551.521	106.011.389	78.200.514

Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.927.140	63.150.186	58.135.485	41.714.654
Finansal Borçlar (net)	620.330	0	0	332.524
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	7.377.524	4.834.169	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	21.241.574	22.223.746	18.970.626	19.855.509
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	739.838	378.416	215.376	190.891
Alınan Avanslar	450.507	1.366.504	2.963.268	1.659.803
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	16.980.709	26.212.198	25.758.640	13.691.186
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	4.516.658	8.135.153	10.227.575	5.984.741
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	43.478.779	56.949.513	55.172.217	39.722.327
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	71.995.521	54.602.008	50.839.172	38.478.187
Değişim NDNİS	(17.393.513)	(3.762.836)	(12.360.985)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.927.140	63.150.186	58.135.485	41.714.654
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33.992.325	42.551.629	31.196.893	31.963.181
Özsermaye	352.819.824	366.239.417	302.117.912	272.367.880
Borç Oranı (BO)	0,19583262	0,22397241	0,228208742	
Ortalama BO	0,21600459			

Net Dönem Karı/Zararı	55.619.780	87.251.057	42.067.637	
Amortisman	15.847.038	14.782.227	13.476.559	

BATIÇİM ÇİMENTO
SERMA YE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali Varlık Alımı, alış tutarının Neti (-)	(37.059.297)	0
Maddi varlık satın alımları (-)	(22.371.069)	(56.610.397)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	0	0
Pozitif negatif şerefiyedeki artış (-)	(743.308)	(20.093.231)
Tahsil edilen faizler (+)	0	0
Tahsil edilen temettüler (+)	0	0
Maddi olmayan varlık satın alımları (-)	(1.384.712)	(11.959.549)
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit	(61.558.386)	(88.663.177)
Sermaye Harcamaları	(60.815.078)	(68.569.946)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi varlık satın alımları (-)	(11.380.022)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	7.564.341
Mali Duran Varlık Satın Alımı	72.000
Tahsil edilen faizler (+)	0
Tahsil edilen temettüler (+)	0
Maddi olmayan varlık satın alımları (-)	(121.824)
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit	(3.865.505)
Sermaye Harcamaları	(3.865.505)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	55.619.780	87.251.057	42.067.637
BO	0,2160	0,2160	0,2160
Sermaye Harcaması	(60.815.078)	(68.569.946)	(3.865.505)
Amortisman+İtfa	15.847.038	14.782.227	13.476.559
ΔNİS	(17.393.513)	(3.762.836)	(12.360.985)
FCFE	6.728.609	42.131.686	39.911.704

BATISÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	55.154.395	93.699.163	74.422.373	50.060.478
Hazır Değerler	19.245.315	57.383.293	42.193.768	26.429.543
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	27.982
Ticari Alacaklar (net)	9.804.895	10.286.086	7.538.125	5.323.542
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	619.379	3.146.078	1.051.445	1.971.455
Diğer Alacaklar (net)	0	15.530	15.530	11.820
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	18.801.129	13.891.740	13.201.243	10.475.961
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	6.683.677	8.976.436	10.422.262	5.820.175
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	35.909.080	36.315.870	32.228.605	23.602.953

Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.828.474	18.966.481	18.263.908	11.220.401
Finansal Borçlar (net)	176.540	0	0	139.031
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	5.054.844	5.898.799	3.903.132	4.562.698
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	5.779	4.049	3.071	1.463
Alınan Avanslar	200.615	18.052	6.611	4.734
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	5.755.407	10.388.053	11.082.886	2.863.871
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.635.289	2.657.528	3.268.208	3.648.604
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.451.319	18.948.429	18.257.297	11.076.636
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	23.457.761	17.367.441	13.971.308	12.526.317
Değişim NDNİS	(6.090.320)	(3.396.133)	(1.444.991)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.828.474	18.966.481	18.263.908	11.220.401
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.700.980	10.817.080	15.088.399	15.375.270
Özsermaye	190.396.766	196.084.620	174.774.603	159.152.824
Borç Oranı (BO)	0,10580874	0,13186258	0,16024985	
Ortalama BO	0,13264039			

Net Dönem Karı/Zararı	19.032.220	34.629.096	20.256.945	
Amortisman	6.296.714	6.156.973	6.082.349	

BATISÖKE ÇİMENTO
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı,alış tutarının neti (-)	(31.803.111)	
Maddi varlık satın alımları (-)	(4.669.560)	(4.658.450)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	105.625	267.285
Tahsil edilen faizler (+)	--	--
Tahsil edilen temettüler (+)	1.024.350	--
Maddi olmayan varlık alım satımları neti (-)	(3.068)	(21.239)
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit	(35.345.764)	(4.412.404)
Sermaye Harcamaları	(36.370.114)	(4.412.404)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali varlık alımı,alış tutarının neti (-)	
Maddi varlık satın alımları (-)	(3.624.772)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	696.912
Tahsil edilen faizler (+)	--
Tahsil edilen temettüler (+)	--
Maddi olmayan varlık alım satımları neti (-)	(386.899)
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit	(3.314.759)
Sermaye Harcamaları	(3.314.759)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	19.032.220	34.629.096	20.256.945
BO	0,1326	0,1326	0,1326
Sermaye Harcaması	(36.370.114)	(4.412.404)	(3.314.759)
Amortisman+İtfa	6.296.714	6.156.973	6.082.349
ΔNİS	(6.090.320)	(3.396.133)	(1.444.991)
FCFE	(12.334.730)	33.196.596	21.404.114

BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	124.306.617	146.482.852	98.976.947	89.807.050
Hazır Değerler	9.007.884	26.949.946	17.201.732	4.123.143
Menkul Kıymetler (net)	49.873.967	60.158.545	33.594.857	47.739.243
Ticari Alacaklar (net)	20.958.042	25.067.305	21.835.739	18.328.236
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	23.272.575	17.403.496	9.180.156	5.214.114
Diğer Alacaklar (net)	684.428	154.181	363.303	231.330
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	20.374.226	16.695.341	16.026.817	12.453.557
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	675.089	248.062
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	135.495	54.038	99.254	1.469.365
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	65.424.766	59.374.361	48.180.358	37.944.664

Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.638.973	14.177.049	10.924.792	14.708.659
Finansal Borçlar (net)	221.360	0	1.071	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	0	0	0	1.150.941
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	19.466
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	1.490.714	1.445.507	1.586.479	3.569.355
Ticari Borçlar (net)	4.409.359	5.453.115	3.588.878	3.498.354
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	2.372.177	3.359.464	2.932.477	3.274.785
Alınan Avanslar	150.536	126.014	91.058	85.616
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	2.994.827	3.792.949	2.709.693	3.067.730
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	15.136	42.412
Diğer Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.776.363	12.605.528	9.246.184	9.883.281
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	55.648.403	46.768.833	38.934.174	28.061.383
Değişim NDNİS	(8.879.570)	(7.834.659)	(10.872.791)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.638.973	14.177.049	10.924.792	14.708.659
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.739.490	1.772.928	1.910.953	1.600.649
Özsermaye	207.086.887	217.342.394	178.431.457	160.503.107
Borç Oranı (BO)	0,06492421	0,06836905	0,06710897	
Ortalama BO	0,06680074			

Net Dönem Karı/Zararı	48.355.328	71.128.086	38.004.617	21.732.289
Amortisman ve İtfa Payı	8.427.443	8.971.359	9.377.289	

BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
SERMaye HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymet alımı amacıyla yapılan ödemeler	-	(23.311.439)
Menkul kıymet satışından elde edilen nakit	12.152.156	-
Finansal varlık satışından elde edilen nakit	-	12.580.083
Maddi duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(16.840.824)	(16.679.873)
Maddi olmayan duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	71.366	(96.775)
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan)/elde edilen net nakit	(4.617.302)	(27.508.004)
Sermaye Harcamaları	(16.769.458)	(4.196.565)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Menkul kıymetlerdeki değişim	14.144.386
İştiraklerdeki değişim	(9.000)
Maddi duran varlık alımları – net	(11.337.080)
Maddi olmayan duran varlık alımları – net	(89.175)
Yatırım faaliyetlerinden elde edilen nakit	2.709.131
Sermaye Harcamaları	(11.435.255)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	48.355.328	71.128.086	38.004.617
BO	0,0668	0,0668	0,0668
Sermaye Harcaması	(16.769.458)	(4.196.565)	(11.435.255)
Amortisman+İtfa	8.427.443	8.971.359	9.377.289
ΔNİS	(8.879.570)	(7.834.659)	(10.872.791)
FCFE	32.284.158	68.272.622	25.937.645

BOSSA
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	184.509.116	151.682.842	94.243.249	110.678.190
Hazır Değerler	30.360.631	5.713.812	6.659.044	3.937.333
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	8.512.174
Ticari Alacaklar (net)	55.976.695	63.064.025	30.104.858	31.429.862
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	30.253.514	24.598.517	16.156.027	27.992.174
Diğer Alacaklar (net)	678.548	1.193.246	569.500	199.135
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	61.569.933	53.930.693	38.356.695	35.563.600
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	5.669.795	3.182.549	2.397.125	3.043.912
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	154.148.485	145.969.030	87.584.205	98.228.683

Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.344.054	76.630.334	64.100.050	38.441.735
Finansal Borçlar (net)	48.128.325	45.112.332	44.081.203	19.084.894
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	20.030.965	20.883.349	11.311.328	11.906.385
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	749.880	2.372.802	4.410.371	3.276.527
Alınan Avanslar	57.518	133.680	243.138	149.096
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	2.598.137	3.787.554	26.981	1.780.802
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	3.779.229	4.340.617	4.027.029	2.244.031
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	27.158.211	31.384.322	19.775.709	19.207.745
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	126.990.274	114.584.708	67.808.496	79.020.938
Değişim NDNİS	(12.405.566)	(46.776.212)	11.212.442	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.344.054	76.630.334	64.100.050	38.441.735
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.919.206	21.100.633	25.413.473	30.726.502
Özsermaye	299.818.210	292.728.565	266.053.858	283.837.848
Borç Oranı (BO)	0,23919739	0,250297301	0,251748411	
Ortalama BO	0,24708103			

Net Dönem Karı/Zararı	20.926.796	32.074.707	6.453.668	28.075.921
Amortisman ve itfa payları	30.510.502	30.304.809	28.728.162	29.794.615

BOSSA
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları	(11.260.086)	(13.444.236)
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	302.075	6.092.435
Satılmaya hazır finansal varlıklardaki sermaye artışı	0	(1.185.549)
Satılmaya hazır finansal varlık satışlarından elde edilen nakit	17.690.311	0
Alınan temettü	5.347	1.418.264
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	6.737.647	(7.119.086)
Sermaye Harcaması	(10.958.011)	(7.351.801)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları	(51.256.075)
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	4.449.304
Yatırım amaçlı menkul kıymetlerdeki değişim	8.512.174
Alınan temettü	7.365
Yatırım faaliyetlerde kullanılan net nakit	(38.287.232)
Sermaye Harcaması	(46.806.771)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	20.926.796	32.074.707	6.453.668
BO	0,2471	0,2471	0,2471
Sermaye Harcaması	(10.958.011)	(7.351.801)	(46.806.771)
Amortisman+İtfa	30.510.502	30.304.809	28.728.162
ΔNİS	(12.405.566)	(46.776.212)	11.212.442
FCFE	26.307.851	14.137.765	1.284.001

BRİSA BRIDGESTONE
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	275.600.112	249.724.988	211.020.052	263.401.165
Hazır Değerler	4.388.501	6.368.423	38.105.774	113.761.722
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	116.402.617	110.281.641	65.505.028	53.881.897
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	16.118.259	17.049.112	15.299.347	20.831.098
Diğer Alacaklar (net)	1.041.676	831.351	1.066.695	1.240.605
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	130.000.945	110.978.804	85.235.526	70.772.848
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	7.648.114	4.215.657	5.807.682	2.912.995
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	271.211.611	243.356.565	172.914.278	149.639.443

Kısa Vadeli Yükümlülükler	149.825.646	112.109.895	51.768.960	48.142.870
Finansal Borçlar (net)	64.668.607	53.094.443	1.453.500	1.316.200
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	284.091	1.073	555.707	498.743
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	36.476.726	21.606.610	23.457.724	24.055.104
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	32.936.370	21.250.032	13.119.884	8.830.928
Alınan Avanslar	212.743	666.465	309.658	355.533
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	6.733.357	5.763.602	3.784.513	5.800.682
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	8.513.752	9.727.670	9.087.974	7.285.680
Düzenleşmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	84.660.205	58.347.914	49.450.095	45.972.394
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	186.551.406	185.008.651	123.464.183	103.667.049
Değişim NDNİS	(1.542.755)	(61.544.468)	(19.797.134)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	149.825.646	112.109.895	51.768.960	48.142.870
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.945.802	16.668.490	21.321.000	23.858.246
Özsermaye	437.133.304	412.655.139	419.418.492	408.342.727
Borç Oranı (BO)	0,277351843	0,23784708	0,14840346	
Ortalama BO	0,221200797			

Net Dönem Karı/Zararı	62.508.387	41.874.759	53.535.179	48.235.248
Amortisman+İtfa	48.185.941	48.879.127	44.452.918	

BRİSA BRIDGESTONE
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2007	2006
Alınan faiz	19.134.309	14.520.171
Maddi duran varlık alımları	(85.787.830)	(62.911.645)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(7.895.472)	(4.759.693)
Satılan maddi duran varlıklardan elde edilen nakit	489.384	130.324
Satılan maddi olmayan duran varlıklardan elde edilen nakit		15.300
Satılan finansal duran varlıktan elde edilen nakit	10.009.022	
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(64.050.587)	(53.005.543)
Sermaye Harcamaları	(83.184.896)	(67.525.714)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımı	2005
Alınan faiz	14.106.542
Maddi duran varlık alımları	(106.707.754)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(2.626.980)
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(385.895)
Satılan maddi duran varlıklardan elde edilen nakit	693.727
Satılan maddi olmayan duran varlıklardan elde edilen nakit	
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(94.920.360)
Sermaye Harcamaları	(109.026.902)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	62.508.387	41.874.759	53.535.179
BO	0,2212	0,2212	0,2212
Sermaye Harcaması	(83.184.896)	(67.525.714)	(109.026.902)
Amortisman+İtfa	48.185.941	48.879.127	44.452.918
ΔNİS	(1.542.755)	(61.544.468)	(19.797.134)
FCFE	34.049.732	(20.577.971)	(12.172.980)

BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	235.245.696	184.367.394	170.554.329	142.888.805
Hazır Değerler	53.504.654	33.714.615	44.621.890	38.487.026
Menkul Kıymetler (net)	0	0	1.157.613	1.108.200
Ticari Alacaklar (net)	107.033.054	89.610.680	58.012.511	38.827.511
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	392.938	0	0
Diğer Alacaklar (net)	428.220	547.780	970.201	309.132
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	70.065.317	56.895.599	45.942.892	44.977.649
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	684.331	1.073.578	494.848	480.584
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3.530.120	2.132.204	19.354.374	18.698.703
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	181.741.042	150.652.779	124.774.826	103.293.579

Kısa Vadeli Yükümlülükler	46.100.915	36.487.663	41.472.911	41.134.801
Finansal Borçlar (net)	3.744.780	0	2.070.282	557.396
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	6.050.678	2.415.052	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	25.206.557	19.261.045	14.783.536	12.657.761
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	253.538	342.656	202.708	62.722
Alınan Avanslar	1.503.330	1.914.502	1.872.979	2.291.091
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	4.346.253	6.797.137	19.129.093	20.353.281
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	337.722	247.993	215.170	318.211
Diğer Yükümlülükler (net)	4.658.057	5.509.278	3.199.143	4.894.339
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	34.802.127	32.158.109	37.529.650	38.286.314
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	146.938.915	118.494.670	87.245.176	65.007.265
Değişim NDNİS	(28.444.245)	(31.249.494)	(22.237.911)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	46.100.915	36.487.663	41.472.911	41.134.801
Uzun Vadeli Yükümlülükler	36.757.101	17.870.009	21.278.786	16.801.493
Özsermaye	236.508.835	194.161.263	164.108.594	142.113.670
Borç Oranı (BO)	0,259444635	0,218726481	0,27660944	
Ortalama BO	0,251593517			

Net Dönem Karı/Zararı	72.296.072	57.410.506	37.559.089	23.934.322
Amortisman ve itfa payları	16.962.283	17.819.885	18.106.494	

BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı, alış tutarının neti	0	(6.187.305)
Mali varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	229.142	0
Maddi varlık satın alımları	(45.577.628)	(25.592.045)
Maddi varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	147.451	293.549
Tahsil edilen faizler	6.113.877	5.586.584
Tahsil edilen temettüleri	656.535	270.545
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan net nakit	(38.430.623)	(25.628.672)
Sermaye Harcaması	(45.201.035)	(31.485.801)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali varlık alımı, alış tutarının neti	(1.514.843)
Maddi varlık satın alımları	(16.476.028)
Maddi varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	1.086.518
Tahsil edilen temettüleri	235.559
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan net nakit	(16.668.794)
Sermaye Harcaması	(16.904.353)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	72.296.072	57.410.506	37.559.089
BO	0,2516	0,2516	0,2516
Sermaye Harcaması	(45.201.035)	(31.485.801)	(16.904.353)
Amortisman+İtfa	16.962.283	17.819.885	18.106.494
ΔNİS	(28.444.245)	(31.249.494)	(22.237.911)
FCFE	29.874.150	23.795.522	21.815.782

ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	74.267.966	98.742.459	65.325.402	25.504.049
Hazır Değerler	45.968.249	67.010.705	46.224.642	13.338.556
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	18.181.981	15.605.256	10.534.499	7.604.998
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	284.609	270.452	3.969.002	76.235
Diğer Alacaklar (net)	2.166.058	9.229.900	1.103.966	1.067.876
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	4.380.520	3.381.292	1.645.705	1.288.069
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3.286.549	3.244.854	1.847.588	2.128.315
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	28.299.717	31.731.754	19.100.760	12.165.493

Kısa Vadeli Yükümlülükler	58.034.788	133.269.918	52.715.177	13.826.197
Finansal Borçlar (net)	3.442.649	59.630.749	6.884.679	1.414
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	29.782.920	32.404.573	28.857.535	238.377
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	97.245	622.203	1.491.776
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	10.880.008	25.933.505	7.064.743	7.615.894
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	1.740.927	2.267.511	349.667	587.044
Alınan Avanslar	204	61.890	48.732	0
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	3.191.791	3.018.507	4.050.264	694.559
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	8.996.289	9.855.938	4.837.354	3.197.133
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.809.015	41.075.461	16.302.028	12.094.630
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	3.490.702	(9.343.707)	2.798.732	70.863
Değişim NDNİS	(12.834.409)	12.142.439	(2.727.869)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	58.034.788	133.269.918	52.715.177	13.826.197
Uzun Vadeli Yükümlülükler	69.280.863	47.941.470	73.283.367	67.052.451
Özsermaye	119.929.764	112.602.992	101.830.978	70.674.192
Borç Oranı (BO)	0,51493635	0,61675466	0,55303871	
Ortalama BO	0,56157657			

Net Dönem Karı	26.141.069	22.204.955	31.156.786	1.493.676
Amortisman+İtfa	38.648.358	31.822.468	24.945.930	10.246.883

ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(16.269.082)	(9.961.342)
Maddi olmayan duran varlık alımları	348.275	(1.523.424)
Tahsil edilen faiz	2.414.257	986.107
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	132.856	529.650
Bağlı ortaklık alımından kaynaklanan nakit çıkışı		(33.305.149)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(13.373.694)	(43.274.158)
Sermaye Harcaması	(15.787.951)	(44.260.265)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(58.404.681)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(961.453)
Yapılmakta olan yatırımlardaki değişim	(1.532.135)
Finansal duran varlıklardaki değişim	240.648
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	4.924.996
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(55.732.625)
Sermaye Harcaması	(55.973.273)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	26.141.069	22.204.955	31.156.786
BO	0,5616	0,5616	0,5616
Sermaye Harcaması	(15.787.951)	(44.260.265)	(55.973.273)
Amortisman+İtfa	38.648.358	31.822.468	24.945.930
ΔNİS	(12.834.409)	12.142.439	(2.727.869)
FCFE	30.536.701	22.075.463	16.357.710

ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	88.507.096	73.397.998	77.327.451	66.219.784
Hazır Değerler	4.451.877	2.329.981	16.948.268	12.199.872
Menkul Kıymetler (net)	85.708	10.132	2.442.665	0
Ticari Alacaklar (net)	38.804.733	33.042.310	19.051.756	12.687.191
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0	0	0
Diğer Alacaklar (net)	19.182	259.924	408.099	4.450
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	44.236.351	36.393.634	30.316.320	34.346.013
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	153.600	287.604	81.397	78.389
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	755.645	1.074.413	8.078.946	6.903.869
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi	83.969.511	71.057.885	57.936.518	54.019.912

Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.084.476	9.440.616	13.885.495	14.561.529
Finansal Borçlar (net)	3.301.127	0	0	228.396
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	5.987.971	4.509.979	3.667.315	3.046.967
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	8.028	9.084	17.119	236
Alınan Avanslar	276.849	98.832	83.228	173.014
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.159.906	1.878.133	8.496.233	9.721.481
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	436.238	327.943	317.444	188.526
Diğer Yükümlülükler (net)	1.914.357	2.616.645	1.304.156	1.202.909
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.506.500	9.341.784	13.802.267	14.160.119
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	74.463.011	61.716.101	44.134.251	39.859.793
Değişim NDNİS	(12.746.910)	(17.581.850)	(4.274.458)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.084.476	9.440.616	13.885.495	14.561.529
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.394.106	2.794.750	3.354.778	4.638.655
Özsermaye	135.044.707	111.423.826	88.664.077	80.131.206
Borç Oranı (BO)	0,1087528	0,09894425	0,16279098	
Ortalama BO	0,12349601			

Net Dönem Karı/Zararı	17.505.435	21.700.575	16.491.083	
Amortisman ve itfa payları	6.991.793	6.502.259	6.836.591	

**ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ
A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI**

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı, alış tutarının neti	(8.088.816)	(10.132)
Mali varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	7.260	(21.720.273)
Maddi varlık satın alımları	(6.376.643)	(3.728.405)
Maddi varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	13.442	(9.975)
Tahsil edilen faizler	5.117.040	4.819.597
Tahsil edilen temettüleri	499.070	166.089
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan net nakit	(8.828.647)	(20.483.099)
Sermaye Harcamaları	(14.444.757)	(25.468.785)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali varlık alımı, alış tutarının neti	(2.442.665)
Mali varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	716.508
Maddi varlık satın alımları	(1.235.031)
Maddi varlık satışıyla elde edilen nakit girişleri	56.996
Tahsil edilen faizler	-
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan net nakit	(2.904.192)
Sermaye Harcamaları	(2.904.192)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	17.505.435	21.700.575	16.491.083
BO	0,1235	0,1235	0,1235
Sermaye Harcaması	(14.444.757)	(25.468.785)	(2.904.192)
Amortisman+İtfa	6.991.793	6.502.259	6.836.591
ΔNİS	(12.746.910)	(17.581.850)	(4.274.458)
FCFE	(199.835)	(10.334.222)	16.191.267

ÇİMENTAŞ ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
BİLANÇO (Bin YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	198.534	149.449	91.348	88.229
Hazır Değerler	52.978	25.122	12.684	35.442
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	2.725
Ticari Alacaklar (net)	72.266	72.302	37.696	25.985
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	1.094	684	927	1.787
Diğer Alacaklar (net)	2.222	2.053	8.234	1.564
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	56.705	47.306	31.511	20.019
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	13.269	1.982	296	707
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	145.556	124.327	78.664	50.062

Kısa Vadeli Yükümlülükler	208.752	170.512	38.307	25.435
Finansal Borçlar (net)	0	113.948	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	148.764	3.889	1.387	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	42.164	32.569	25.094	14.460
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	1.555	2.112	1.159	2.360
Alınan Avanslar	988	2.711	2.485	126
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	7.744	10.882	6.072	5.844
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	7.537	4.401	2.110	2.645
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	59.000	49.964	34.435	25.309
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	86.556	74.363	44.229	24.753
Değişim NDNİS	(12.193)	(30.134)	(19.476)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	208.752	170.512	38.307	25.435
Uzun Vadeli Yükümlülükler	271.247	345.969	297.197	24.130
Özsermaye	727.139	604.366	343.093	244.099
Borç Oranı (BO)	0,39763391	0,46079527	0,4944084	
Ortalama BO	0,45094586			

Net Dönem Karı/Zararı	104.489	34.704	31.988	14.459
Amortisman ve itfa payları	33.279	25.652	20.836	20.344

ÇİMENTAŞ
SERMAYE HARCAMASI (Bin Ytl)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Tahsil edilen faiz geliri	3.375	4.673
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alışları	(58.455)	(19.972)
Maddi duran varlık satış hasılatı	1.223	2.138
Bağlı ortaklık satın alımı sırasında dışarıya çıkan nakit toplamı	(1.330)	(160.011)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(55.187)	(173.172)
Sermaye Harcaması	(58.562)	(177.845)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Tahsil edilen faiz	1.502
Maddi duran varlık alışları	(34.575)
Maddi duran varlık satışları	118
Maddi olmayan duran varlık alışları	(1.371)
Lalapaşa satın alımı sırasında dışarıya çıkan nakit toplamı	(223.510)
Bağlı ortaklık alışları	(138.679)
Menkul kıymet satışları / (alışları)	2.725
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(393.790)
Sermaye Harcaması	(398.017)

FCFE HESAPLAMASI (Bin Ytl)	2007	2006	2005
Net Kar	104.489	34.704	31.988
BO	0,4509	0,4509	0,4509
Sermaye Harcaması	(58.562)	(177.845)	(398.017)
Amortisman+İtfa	33.279	25.652	20.836
ΔNİS	(12.193)	(30.134)	(19.476)
FCFE	83.913	(65.403)	(185.798)

ÇİMSA
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	268.317.077	207.731.229	145.164.691	162.890.552
Hazır Değerler	56.106.226	53.748.963	35.329.323	13.513.611
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	59.578.461
Ticari Alacaklar (net)	84.778.910	64.351.750	41.608.215	28.875.119
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	3.239.842	6.850.415	5.441.639	5.533.194
Diğer Alacaklar (net)	34.135.857	22.694.956	20.585.821	16.498.385
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	89.401.544	59.283.064	42.076.524	38.657.136
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	654.698	802.081	123.169	234.646
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	212.210.851	153.982.266	109.835.368	89.798.480

Kısa Vadeli Yükümlülükler	148.119.281	139.290.996	70.355.925	38.090.288
Finansal Borçlar (net)	748.337	154.995	33.603.411	290.412
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	65.340.311	74.033.200	0	3.057.991
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	44.459.233	20.786.978	16.541.681	11.922.758
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	4.273.092	6.967.384	3.994.677	3.045.104
Alınan Avanslar	1.542.829	392.265	414.678	65.263
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.168.306	12.641.470	1.919.346	3.629.010
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	30.587.173	24.314.704	13.882.132	16.079.750
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	80.487.804	64.710.536	36.337.836	34.676.622
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	131.723.047	89.271.730	73.497.532	55.121.858
Değişim NDNİS	(42.451.317)	(15.774.198)	(18.375.674)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	148.119.281	139.290.996	70.355.925	38.090.288
Uzun Vadeli Yükümlülükler	56.982.948	133.404.261	202.041.533	25.731.098
Özsermaye	926.572.046	702.697.758	628.962.097	516.193.742
Borç Oranı (BO)	0,181237865	0,279574749	0,30220732	
Ortalama BO	0,254339979			

Net Dönem Karı/Zararı	290.274.845	136.096.434	109.511.474	65.053.862
Amortisman ve itfa payları	39.933.562	40.121.728	33.017.519	32.776.593

ÇİMSA
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(116.772.354)	(72.690.998)
Maddi olmayan duran varlık alımları	0	(21.860)
Maddi duran varlık satış hasılatı	3.310.731	531.879
İştiraklerden elde edilen temettü geliri	0	2.500.267
Şirket ve fabrika alımlarından kaynaklana nakit çıkışı	0	(2.496.695)
Durdurulan faaliyetlerin maddi duran varlık satış hasılatı	38.232.061	0
Oysa yasal birleşmesi nedeniyle oluşan nakit girişi	70.449.533	-
Durdurulan faaliyetlerin varlık satış hasılatı	34.651.496	-
Yatırım faaliyetlerinden sağlanan (kullanılan) net nakit	29.871.467	(72.177.407)
Sermaye Harcamaları	29.871.467	(74.677.674)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(66.556.693)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(28.895)
Maddi duran varlık satış hasılatı	6.195.113
Menkul kıymet satımları, net	59.578.461
İştirak tasfiyesinden doğan net nakit girişi	1.090.652
Bağlı ortaklık hisse satışından sağlanan net nakit girişi	
İştiraklerdeki sermaye artışından kaynaklanan nakit çıkışı	(6.082.377)
İştiraklerden elde edilen temettü geliri	
Şirket ve fabrika alımından kaynaklanan nakit çıkışı	(236.452.650)
Yatırım faaliyetlerinden sağlanan (kullanılan) net nakit	(242.256.389)
Sermaye Harcamaları	(301.834.850)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	290.274.845	136.096.434	109.511.474
BO	0,2543	0,2543	0,2543
Sermaye Harcaması	29.871.467	(74.677.674)	(301.834.850)
Amortisman+İtfa	39.933.562	40.121.728	33.017.519
ΔNİS	(42.451.317)	(15.774.198)	(18.375.674)
FCFE	310.671.441	98.567.258	(104.636.868)

DEMİSAŞ DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	48.453.549	52.174.052	44.244.107	54.231.319
Hazır Değerler	114.083	135.486	1.720.490	280.701
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	30.328.608	32.664.432	25.191.781	31.981.870
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0	0	0
Diğer Alacaklar (net)	28.004	20.971	22.620	29.118
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	16.441.033	17.036.473	15.767.253	20.315.270
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	1.541.821	2.316.690	1.541.963	1.624.360
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	48.339.466	52.038.566	42.523.617	53.950.618

Kısa Vadeli Yükümlülükler	42.592.086	47.043.181	39.942.792	51.816.548
Finansal Borçlar (net)	31.558.684	35.413.966	31.055.823	41.528.187
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	861.817	618.103	458.656	810.969
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	7.704.200	8.257.548	6.510.590	6.330.628
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	160.768	118.937	108.058	83.973
Alınan Avanslar	515.941	365.856	507.421	187.653
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	618.949	1.052.006	368.661	2.116.399
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.171.727	1.216.765	933.583	758.739
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.655.644	10.645.256	7.920.892	9.289.739
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	38.683.822	41.393.310	34.602.725	44.660.879
Değişim NDNİS	2.709.488	(6.790.585)	10.058.154	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	42.592.086	47.043.181	39.942.792	51.816.548
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.382.662	3.835.198	3.481.757	3.120.625
Özsermaye	69.915.100	70.397.825	68.495.178	69.130.171
Borç OranıBO	0,40187192	0,41952483	0,38799727	
Ortalama BO	0,40313134			

Net Dönem Karı/Zararı	2.277.072	3.513.652	2.442.868	
Amortisman+İtfa	6.734.054	6.753.350	6.381.458	

DEMİSAŞ DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(5.822.002)	(4.885.157)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(27.787)	(166.815)
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(154.948)	(1.988.897)
Satılan maddi duran varlıkların net defter değeri	117.886	1.996
Satılan maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri	0	0
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(5.886.851)	(7.038.873)
Sermaye Harcaması	(5.886.851)	(7.038.873)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(2.728.951)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(2.003.741)
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	265.150
Satılan maddi duran varlıkların net defter değeri	47.479
Satılan maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri	236
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(4.419.827)
Sermaye Harcaması	(4.419.827)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	2.277.072	3.513.652	2.442.868
BO	0,4031	0,4031	0,4031
Sermaye Harcaması	(5.886.851)	(7.038.873)	(4.419.827)
Amortisman+İtfa	6.734.054	6.753.350	6.381.458
ΔNİS	2.709.488	(6.790.585)	10.058.154
FCFE	4.399.949	(709.855)	9.617.101

DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	78.061.705	79.782.551	75.374.848	67.282.767
Hazır Değerler	13.236.056	9.791.291	20.858.911	19.226.451
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	6.341.184	6.155.081	5.869.863	6.273.685
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	1.065.619	798.829	1.034.709	46.575
Diğer Alacaklar (net)	61.404	61.984	0	32.089
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	56.742.577	62.023.813	46.156.430	40.536.873
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	614.865	951.553	1.454.935	1.167.094
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	64.825.649	69.991.260	54.515.937	48.056.316

Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.596.862	32.956.679	22.615.596	17.032.058
Finansal Borçlar (net)	4.798.274	10.273.887	10.613.552	3.044.108
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	78.194	33.347	101.226	67.354
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	15.572.371	11.941.665	8.383.678	10.613.671
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	1.382.982	520.508	95.073	406.545
Alınan Avanslar	540.799	626.931	720.520	157.958
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	2.872.046	8.320.811	1.192.912	1.349.914
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	792.459	664.562	931.252	784.539
Diğer Yükümlülükler (net)	559.737	574.968	577.383	607.969
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	21.179.595	22.022.514	11.180.298	13.762.638
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	43.646.054	47.968.746	43.335.639	34.293.678
Değişim NİS	4.322.692	(4.633.107)	(9.041.961)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.596.862	32.956.679	22.615.596	17.032.058
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.814.421	863.603	690.146	1.156.720
Özsermaye	65.610.842	59.662.177	63.207.242	57.463.790
Borç Oranı (BO)	0,30217657	0,3617821	0,26939011	
Ortalama BO	0,31111626			

Net Dönem Karı/Zararı	6.490.320	2.965.935	5.743.452	9.287.978
Amortisman ve İtfa Payları	1.728.598	1.223.571	958.462	

DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri İle İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Duran Varlık Yatırımları (-)	(4.777.113)	(3.859.428)
Duran Varlık Satışı (+)	842.919	263.316
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Net Nakit	(3.934.194)	(3.596.112)
Sermaye Harcaması	(3.934.194)	(3.596.112)

Yatırım Faaliyetleri İle İlgili Nakit Akımları	2005
Duran Varlık Yatırımları (-)	(3.771.672)
Duran Varlık Satışı (+)	63.904
Tahsil Edilen Faiz ve Temettüleri (+)	0
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Net Nakit	(3.707.768)
Sermaye Harcaması	(3.707.768)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	6.490.320	2.965.935	5.743.452
BO	0,3111	0,3111	0,3111
Sermaye Harcaması	(3.934.194)	(3.596.112)	(3.707.768)
Amortisman+İtfa	1.728.598	1.223.571	958.462
ΔNİS	4.322.692	(4.633.107)	(9.041.961)
FCFE	7.948.753	(1.860.142)	(2.379.360)

DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
BİLANÇO (BİN YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	615.085	725.478	668.207	544.536
Hazır Değerler	104.214	121.023	125.957	71.298
Menkul Kıymetler (net)			0	0
Ticari Alacaklar (net)	144.746	142.883	136.874	77.649
Finansal Kiralama Alacakları (net)			0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	21.706	6.058	729	2.850
Diğer Alacaklar (net)	28.557	21.609	29.876	18.058
Canlı Varlıklar (net)			0	0
Stoklar (net)	306.960	422.129	366.684	368.185
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)			0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları			0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	8.902	11.776	8.087	6.496
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	519.773	616.231	550.337	479.734

Kısa Vadeli Yükümlülükler	498.568	607.916	502.934	454.452
Finansal Borçlar (net)	17.953	13.207	5.890	4.277
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	25.308	17.012	15.012	16.657
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)		6	22	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)			0	0
Ticari Borçlar (net)	330.097	486.402	387.573	384.074
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	82.919	53.684	46.785	24.838
Alınan Avanslar	4.177	3.513	6.106	3.057
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)			0	0
Borç Karşılıkları	18.249	16.022	18.123	13.275
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü			0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	19.865	18.070	23.423	8.274
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	451.130	574.178	475.904	430.461
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	68.643	42.053	74.433	49.273
Değişim NDNİS	(26.590)	32.380	(25.160)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	498.568	607.916	502.934	454.452
Uzun Vadeli Yükümlülükler	115.741	39.416	34.718	18.484
Özsermaye	540.703	478.230	468.691	295.900
Borç Oranı (BO)	0,5318637	0,575119	0,534263	0,615132
Ortalama BO	0,5470819			

Net Dönem Karı/Zararı	64.327	21.992	111.405	58.351
Amortisman ve itfa payları	17.761	11.893	12.638	14.330

DOĞUŞ OTOMOTİV (BİN YTL)
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(113.153)	(22.434)
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	3.339	2.427
Maddi olmayan duran varlık alımları	(2.223)	(507)
İştiraklerden temettü gelirleri	665	
Satılmaya hazır finansal varlıklardan temettü gelirleri	1.072	
Bağlı ortaklıkların azınlık hisselerinin alımı		(2.735)
Satılmaya hazır finansal varlıkların sermaye artışına katılım		(5)
Müşterek yönetime tabi ortaklıkların sermaye artışına katılım	(31.266)	(1.847)
Yatırım faaliyetlerinden dolayı net nakit çıkışı	(141.566)	(25.101)
Sermaye Harcaması	(143.303)	(25.096)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(9.247)
Maddi duran varlık satışları	1.352
Maddi olmayan duran varlık alımları	(1.265)
İştirak alımları	(5.580)
Satılmaya hazır menkul kıymet satışı	-
Yatırım faaliyetlerinden dolayı net nakit çıkışı	(14.740)
Sermaye Harcaması	(14.740)

FCFE HESAPLAMASI (Bin YTL)	2007	2006	2005
Net Kar	64.327	21.992	111.405
BO	0,5471	0,5471	0,5471
Sermaye Harcaması	(143.303)	(25.096)	(14.740)
Amortisman+İtfa	17.761	11.893	12.638
ΔNİS	(26.590)	32.380	(25.160)
FCFE	(4.576)	30.678	99.057

ECZACIBAŞI İLAÇ SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	904.268.949	557.516.025	412.009.328	395.246.828
Hazır Değerler	190.348.304	49.809.339	18.816.078	28.920.538
Menkul Kıymetler (net)	396.124.218	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	156.926.812	256.455.007	206.360.301	238.375.509
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	8.177.022	43.000.837	18.051.973	17.861.849
Diğer Alacaklar (net)	80.124.308	91.537.698	70.745.730	26.126.306
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	70.871.958	114.836.183	95.042.103	81.952.743
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	1.696.327	1.876.961	2.993.143	2.009.883
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	317.796.427	507.706.686	393.193.250	366.326.290

Kısa Vadeli Yükümlülükler	334.164.890	352.275.267	330.742.768	254.657.808
Finansal Borçlar (net)	63.645.869	28.890.121	55.659.381	43.215.960
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	0	316.419	201.945	95.055
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	28.559	53.217	62	2.017
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	58.651.857	83.393.302	57.736.248	86.693.547
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	83.220.722	159.919.922	150.849.629	107.944.560
Alınan Avanslar	1.882.690	48.576.305	44.316.638	34.702
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.319.689	4.799.552	3.898.713	4.991.090
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	125.415.504	26.326.429	18.080.152	11.680.877
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	268.607.772	274.439.205	230.564.742	211.310.074
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	49.188.655	233.267.481	162.628.508	155.016.216
Değişim NDNİS	184.078.826	(70.638.973)	(7.612.292)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	334.164.890	352.275.267	330.742.768	254.657.808
Uzun Vadeli Yükümlülükler	75.682.747	152.751.568	24.514.669	45.577.094
Özsermaye	1.658.802.219	1.200.798.226	930.463.248	834.751.598
Borç Oranı (BO)	0,198123252	0,296060157	0,27630996	
Ortalama BO	0,256831125			

Net Dönem Karı/Zararı	93.761.026	23.798.665	36.761.293	
Amortisman ve itfa payları	27.810.885	34.834.600	30.506.868	

ECZACIBAŞI İLAÇ SANAYİ A.Ş.
SERMaye HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan varlık satın alımları	(135.962.212)	(74.030.078)
Maddi ve maddi olmayan varlık satışından sağlanan nakit	5.825.923	6.888.347
Müşterek yönetime tabi ortaklık hissesi alımları	(2.129.862)	(1.344.695)
Satılmaya hazır finansal duran varlık alımları	(3.129.000)	0
Satılmaya hazır finansal duran varlık, İştirak ve Bağlı Ortaklık satışlarından sağlanan nakitler	809.185.375	41.867.475
Satılmaya hazır finansal duran varlıklardaki diğer hareketler	0	352.662
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit girişleri/(çıkışları)	673.790.224	(26.266.289)
Sermaye Harcaması	676.919.224	(26.618.951)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi ve maddi olmayan varlık satın alımları	(77.042.862)
Maddi ve maddi olmayan varlık satışından sağlanan nakit	6.502.886
Bağlı ortaklık satın alımı	(873.928)
İştirak satın alımı	(95.469)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(71.509.373)
Sermaye Harcaması	(71.509.373)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	93.761.026	23.798.665	36.761.293
BO	0,2568	0,2568	0,2568
Sermaye Harcaması	676.919.224	(26.618.951)	(71.509.373)
Amortisman+İtfa	27.810.885	34.834.600	30.506.868
ΔNİS	184.078.826	(70.638.973)	(7.612.292)
FCFE	754.296.163	(22.592.407)	632.289

EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	85.616.965	30.633.401	34.475.143	43.057.317
Hazır Değerler	42.695.970	676.631	833.526	4.113.311
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	2.215.592	2.614.764	1.387.149	834.309
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	151.268	0	0	0
Diğer Alacaklar (net)	15.067	0	93.704	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	36.981.956	23.932.943	28.765.644	33.905.047
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3.557.112	3.409.063	3.395.120	4.204.650
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	42.920.995	29.956.770	33.641.617	38.944.006

Kısa Vadeli Yükümlülükler	47.580.353	33.538.663	40.049.894	48.027.288
Finansal Borçlar (net)	5.704.919	13.974.730	9.438.100	7.283.640
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	39.365.937	17.821.785	28.715.889	37.815.801
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	696.496	265.372	248.089	50.493
Alınan Avanslar	363.004	33.648	81.604	64.830
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.026.051	1.055.870	1.566.212	2.812.524
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	423.946	387.258	0	0
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	41.512.430	19.530.285	30.530.190	40.678.818
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	1.408.565	10.426.485	3.111.427	(1.734.812)
Değişim NDNİS	9.017.920	(7.315.058)	(4.846.239)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	47.580.353	33.538.663	40.049.894	48.027.288
Uzun Vadeli Yükümlülükler	36.645.418	1.383.975	1.545.529	1.515.857
Özsermaye	107.735.777	99.220.461	97.965.207	95.634.778
Borç Oranı (BO)	0,438763762	0,26033869	0,2980455	
Ortalama BO	0,332382662			

Net Dönem Karı/Zararı	9.720.597	3.329.798	4.841.429	9.501.888
Amortisman	2.066.893	1.968.377	1.793.953	

EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı, alış tutarının neti(-)		
Maddi varlık satın alımları (-)	(5.032.395)	(814.252)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)		
Tahsil edilen faizler (+)	472.976	446.744
Tahsil edilen temettüler (+)		
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(4.559.419)	(367.508)
Sermaye Harcamaları	(5.032.395)	(814.252)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali varlık alımı, alış tutarının neti(-)	
Maddi varlık satın alımları (-)	(4.693.907)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	
Tahsil edilen faizler (+)	319.335
Tahsil edilen temettüler (+)	
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(4.374.572)
Sermaye Harcamaları	(4.693.907)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	9.720.597	3.329.798	4.841.429
BO	0,3324	0,3324	0,3324
Sermaye Harcaması	(5.032.395)	(814.252)	(4.693.907)
Amortisman+İtfa	2.066.893	1.968.377	1.793.953
ΔNİS	9.017.920	(7.315.058)	(4.846.239)
FCFE	13.761.296	(783.348)	(330.064)

ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	3.670.694.000	3.116.723.000	2.125.482.871	1.749.572.790
Hazır Değerler	1.233.315.000	1.102.594.000	791.947.584	461.726.229
Menkul Kıymetler (net)	292.133.000	313.037.000	219.148.261	308.244.229
Ticari Alacaklar (net)	848.888.000	778.525.000	633.121.893	455.707.457
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	6.752.000	10.992.000	21.572.942	13.879.562
Diğer Alacaklar (net)	0	0	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	318.141.000	271.488.000	165.717.806	127.325.464
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	290.563.000	124.110.000	7.319.520	15.553.573
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	295.824.000	206.495.000	142.023.559	205.996.564
Müşterek Yönetime Tabi Ort. D. V. İçin. Payı	385.078.000	309.482.000	144.631.306	161.139.712
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	2.145.246.000	1.701.092.000	1.114.387.026	979.602.332

Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.740.441.000	1.679.884.000	1.113.460.650	1.044.299.820
Finansal Borçlar (net)	56.378.000	86.396.000	47.142.558	61.095.840
Uzun Vadeli Finansal Borç.K.V.Kısımları (net)	443.647.000	375.196.000	301.761.712	312.424.704
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	4.533.000	1.645.000	1.202.304	1.013.784
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	7.261.392	0
Ticari Borçlar (net)	806.854.000	590.400.000	467.261.263	289.865.848
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	892.000	735.000	37.069	2.355.819
Alınan Avanslar	764.850.000	301.022.000	51.953.650	49.917.040
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	84.832.000	50.990.000	19.740.269	12.946.282
Borç Karşılıkları	73.182.000	26.090.000	28.127.487	158.448.395
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	159.066.000	134.917.000	103.545.865	66.489.029
Müşterek Yönetime Tabi Ort. K.V.Y. İçin. Payı	346.207.000	112.493.000	85.427.081	89.743.079
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.386.201.000	864.635.000	684.398.765	606.902.170
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	759.045.000	836.457.000	429.988.261	372.700.162
Değişim NDNİS	77.412.000	(406.468.739)	(57.288.099)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.740.441.000	1.679.884.000	1.113.460.650	1.044.299.820
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.672.529.000	2.804.899.000	2.614.734.449	2.374.270.216
Özsermaye	3.457.003.000	3.015.359.000	2.302.533.261	1.856.331.011
Borç Oranı (BO)	0,610257776	0,597959745	0,618199805	0,648082306
Ortalama BO	0,608805776			

Net Dönem Karı/Zararı	747.088.000	587.775.000	409.498.160	365.645.044
Amortisman ve itfa payları	184.528.000	154.180.000	132.569.502	39.115.811

ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Vadesi üç ayın üzerindeki vadeli mevduatlar	(189.948.000)	130.280.000
Satılmaya hazır menkul kıymetler	(30.567.000)	(91.307.000)
Finansal varlıklar (net)	(258.000)	(982.000)
Maddi varlık satışından sağlanan nakit	60.414.000	30.036.000
Alınan m. var., m. olmayan varlıklar, yat.amaçlı gayrimenkuller	(440.176.000)	(413.875.000)
Şirket satın almalarından kaynaklanan net nakit çıkışı	(442.887.000)	(20.381.000)
Yatırım amaçlı gayrimenkuller satışından sağlanan nakit	5.348.000	51.000
Alınan faiz	72.807.000	50.492.000
Temettü gelirleri	1.671.000	306.000
Konsolidasyon etkisi	0	(1.985.000)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(963.596.000)	(317.365.000)
Sermaye Harcaması	(817.301.000)	(404.169.000)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Vadesi üç ayın üzerindeki vadeli mevduatlar	(178.931.596)
Satılmaya hazır menkul kıymetler	84.579.103
Finansal varlıklar (net)	1.413.485
Maddi duran varlık satışından sağlanan nakit	28.325.196
Maddi d. var., maddi olmayan d. var., yat. amaçlı gayrimenkuller	(335.058.278)
Enerji şirketlerinin satın alınmasından kaynaklanan nakit çıkışı	(10.681.414)
İştirak satış karından sermaye artırım	0
Yatırım amaçlı gayrimenkuller satışından sağlanan nakit	4.272.984
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(406.080.520)
Sermaye Harcaması	(313.141.512)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	747.088.000	587.775.000	409.498.160
BO	0,6088	0,6088	0,6088
Sermaye Harcaması	(817.301.000)	(404.169.000)	(313.141.512)
Amortisman+İtfa	184.528.000	154.180.000	132.569.502
ΔNİS	77.412.000	(406.468.739)	(57.288.099)
FCFE	529.833.984	330.972.524	316.448.659

EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FAB. A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	3.233.086.753	3.195.645.990	2.610.493.434	2.530.011.079
Hazır Değerler	586.242.691	756.989.078	562.722.555	808.850.504
Menkul Kıymetler (net)	499.920	525.787	32.248.436	247.174.727
Ticari Alacaklar (net)	793.204.236	755.130.107	745.016.756	413.750.375
Finansal Kiralama Alacakları (net)	-	-	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	132.988.297	54.737.803	110.686.997	72.398.071
Diğer Alacaklar (net)	56.029.430	60.335.650	16.983.028	7.970.603
Canlı Varlıklar (net)	-	-	0	0
Stoklar (net)	1.436.192.534	1.382.264.142	948.632.582	801.051.418
Devam Eden İnşaat Söz.Alacaklar (net)	-	-	22.504.946	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	-	-	20.809.480	33.120.293
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	227.929.645	185.663.423	150.888.654	145.695.088
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	2.646.344.142	2.438.131.125	2.015.522.443	1.473.985.848

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.541.797.583	1.426.389.387	1.337.757.311	1.421.104.811
Finansal Boçlar (net)	121.215.253	440.272.425	535.438.892	380.491.014
U. V. Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	404.496.509	100.590.644	64.552.330	135.962.668
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	194.946		0	3.648
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	6.755.592	5.158.711	0	0
Ticari Borçlar (net)	575.978.496	370.939.893	352.383.574	411.353.694
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	35.087.265	18.797.315	18.295.110	13.667.595
Alınan Avanslar	101.644.922	195.351.765	65.674.357	86.863.074
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)			222.912	0
Borç Karşılıkları	189.191.535	177.356.178	142.173.996	225.689.807
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü			629.367	74.362
Diğer Yükümlülükler (net)	107.233.065	117.922.456	158.386.773	166.998.949
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	907.490.361	685.015.842	671.868.820	817.784.407
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	1.738.853.781	1.753.115.283	1.343.653.623	656.201.441
Değişim NDNİS	14.261.502	(409.461.660)	(687.452.182)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.541.797.583	1.426.389.387	1.337.757.311	1.421.104.811
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.924.192.642	1.707.448.097	947.587.109	348.673.742
Özsermaye	6.004.441.237	5.399.232.539	4.801.429.892	4.541.443.319
Borç Oranı (BO)	0,365980181	0,367257913	0,322480203	0,280417737
Ortalama BO	0,351906099			

Net Dönem Karı/Zararı	679.425.900	684.864.908	193.392.407	
Amortisman giderleri	340.727.026	296.510.534	435.736.911	

EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FAB.T.A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

	2007	2006
Menkul kıymetlerdeki değişim	25.867	19.046.589
Finansal varlık alımları	(3.240)	(10.330)
Sabit kıymet satışından elde edilen nakit	8.708.793	6.831.303
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(1.383.819.963)	(1.111.532.829)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(1.385.655)	(618.643)
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan) nakit akımı	(1.376.474.198)	(1.086.283.910)
Sermaye Harcaması	(1.376.500.065)	(1.105.330.499)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları

	2005
Menkul Kıymetlerdeki Değişim	214.926.291
Finansal Varlıklardaki Değişim	199.461
Maddi Duran Varlık Alımlarına İlişkin Nakit Çık.	(680.244.255)
Maddi Olmayan Duran Varlık Alımlarına İlişkin Nakit Çık.	(2.963.969)
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Nakit Akımı	(468.082.472)
Sermaye Harcaması	(683.208.224)

FCFE HESAPLAMASI

	2007	2006	2005
Net Kar	679.425.900	684.864.908	193.392.407
BO	0,3519	0,3519	0,3519
Sermaye Harcaması	(1.376.500.065)	(1.105.330.499)	(683.208.224)
Amortisman+İtfa	340.727.026	296.510.534	435.736.911
ΔNİS	14.261.502	(409.461.660)	(687.452.182)
FCFE	17.390.503	(104.695.983)	(412.525.808)

FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	1.633.374.539	1.303.797.646	1.143.955.063	1.194.662.620
Hazır Değerler	360.121.747	211.706.027	223.055.981	383.140.794
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	10.199.288
Ticari Alacaklar (net)	408.552.654	272.571.587	318.194.895	179.895.014
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	406.943.675	353.329.775	242.088.597	188.098.335
Diğer Alacaklar (net)	1.674.550	1.708.258	3.061.843	3.840.743
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	373.422.349	373.040.738	325.978.801	378.008.591
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	82.659.564	91.441.261	31.574.946	51.479.855
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	1.273.252.792	1.092.091.619	920.899.082	801.322.538

Kısa Vadeli Yükümlülükler	958.610.052	1.083.577.065	842.435.208	781.821.521
Finansal Borçlar (net)	0	133.954.960	3.056.834	3.304.841
Uzun Vadeli F.Borçların K.V. Kısımları (net)	116.624.888	232.117.255	148.661.734	121.185.746
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	461.531.338	403.107.240	314.992.495	291.853.499
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	90.481.619	85.410.373	138.905.797	182.784.660
Alınan Avanslar	8.850.071	248.255	1.422.945	1.273.335
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	119.500.848	100.661.663	100.003.229	96.374.020
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	161.621.288	128.077.319	135.392.174	85.045.420
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	833.135.093	717.256.595	689.293.695	656.057.599
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	440.117.699	374.835.024	231.605.387	145.264.939
Değişim NDNİS	(65.282.675)	(143.229.637)	(86.340.448)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	958.610.052	1.083.577.065	842.435.208	781.821.521
Uzun Vadeli Yükümlülükler	363.449.075	109.307.379	188.606.413	332.174.879
Özsermaye	1.715.817.604	1.631.412.856	1.604.508.394	1.596.391.231
Borç Oranı (BO)	0,435191828	0,422365041	0,391205485	
Ortalama BO	0,416254118			

Net Dönem Karı/Zararı	484.242.121	500.850.350	398.410.813	435.705.702
Amortisman ve İtfa Payları	157.766.082	181.687.119	264.226.752	262.687.423

FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(139.137.673)	(200.175.525)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(21.282.711)	(31.039.099)
Maddi ve maddi olmayan d. var. satışlarından elde edilen nakit	3.155.268	3.412.004
Alınan faiz	7.062.923	10.379.074
Alınan temettü	175.749	56.240
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit akımları	(150.026.444)	(217.367.306)
Sermaye Harcaması	(157.265.116)	(227.802.620)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(181.450.268)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(29.680.286)
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	3.955.089
Alınan temettü	564.317
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit akımları:	(206.611.148)
Sermaye Harcaması	(207.175.465)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	484.242.121	500.850.350	398.410.813
BO	0,4163	0,4163	0,4163
Sermaye Harcaması	(157.265.116)	(227.802.620)	(207.175.465)
Amortisman+İtfa	157.766.082	181.687.119	264.226.752
ΔNİS	(65.282.675)	(143.229.637)	(86.340.448)
FCFE	446.426.065	390.320.905	381.313.386

**GENTAŞ METAL SANAYİ VE TİCARET
A.Ş.
BİLANÇO (YTL)**

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	42.258.176	44.421.573	39.311.844	35.692.080
Hazır Değerler	6.411.602	11.187.856	11.471.468	11.425.706
Menkul Kıymetler (net)	0	656.045	738.093	541.428
Ticari Alacaklar (net)	19.095.319	19.713.092	15.109.572	10.930.683
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	1.447.521	0	1.804.771	2.770.780
Diğer Alacaklar (net)	375.300	91.843	74.622	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	14.111.777	12.400.960	9.616.171	9.539.621
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	816.657	371.777	497.147	483.862
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	35.846.574	32.577.672	27.102.283	23.724.946

Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.554.062	7.295.340	7.416.420	7.398.642
Finansal Borçlar (net)	61.150	0	144.594	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	1.876.512	3.171.642	3.310.221	2.238.845
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	555.940	1.280.137	1.410.262	840.253
Alınan Avanslar	545.501	581.871	1.403.747	3.048.848
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	309.728	1.116.183	1.147.596	1.270.696
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.205.231	1.145.507	0	0
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.947.411	6.713.469	5.868.079	4.349.794
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	31.899.163	25.864.203	21.234.204	19.375.152
Değişim NDNİS	(6.034.960)	(4.629.999)	(1.859.052)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.554.062	7.295.340	7.416.420	7.398.642
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.581.381	1.776.863	2.736.807	2.787.802
Özsermaye	88.983.386	79.816.664	65.377.082	56.634.218
Borç Oranı (BO)	0,06450293	0,1020623	0,13442586	
Ortalama BO	0,10033037			

Net Dönem Karı/Zararı	9.200.377	14.466.135	10.620.736	
Amortisman ve itfa payları	3.783.461	3.830.371	3.752.801	

GENTAŞ METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan varlık satın alımları (-)	(6.556.848)	(5.439.416)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	273.699	680.700
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan net nakit kullanımı	(6.283.149)	(4.758.716)
Sermaye Harcaması	(6.283.149)	(4.758.716)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi ve maddi olmayan varlık satın alımları (-)	(5.651.836)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	66.218
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan net nakit kullanımı	(5.585.618)
Sermaye Harcaması	(5.585.618)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	9.200.377	14.466.135	10.620.736
BO	0,1003	0,1003	0,1003
Sermaye Harcaması	(6.283.149)	(4.758.716)	(5.585.618)
Amortisman+İtfa	3.783.461	3.830.371	3.752.801
ΔNİS	(6.034.960)	(4.629.999)	(1.859.052)
FCFE	1.522.013	9.465.462	7.299.274

GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	265.182.968	170.779.140	133.537.726	142.632.326
Hazır Değerler	116.296.445	20.482.829	12.040.640	16.997.424
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	26.849.436	7.235.908	15.026.740	13.707.028
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	34.941.445	71.785.083	47.995.856	56.094.752
Diğer Alacaklar (net)	345.128	333.777	87.762	117.198
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	85.349.383	63.488.139	53.911.765	46.317.758
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	331.276	586.933	729.208	793.298
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	1.069.855	6.866.471	3.745.754	8.604.867
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	148.886.523	150.296.311	121.497.086	125.634.902

Kısa Vadeli Yükümlülükler	192.444.457	124.853.619	95.594.391	101.215.954
Finansal Borçlar (net)	19.461.654	0	4.964.660	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	163.868.400	120.650.489	83.076.525	84.793.380
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	54.826	4.899	9.774	4.167
Alınan Avanslar	1.146.657	314.490	5.755.149	8.278.690
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	5.128.529	1.946.991	568.189	5.956.797
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	2.784.385	1.936.750	1.220.094	2.182.920
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	171.836.140	124.539.129	84.874.582	92.937.265
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	(22.949.617)	25.757.182	36.622.504	32.697.637
Değişim NDNİS	48.706.799	10.865.322	(3.924.867)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	192.444.457	124.853.619	95.594.391	101.215.954
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.507.192	6.995.671	7.430.209	7.465.523
Özsermaye	190.571.676	66.890.434	57.083.908	58.339.219
Borç Oranı (BO)	0,52180547	0,663426956	0,64346737	
Ortalama BO	0,6095666			

Net Dönem Karı/Zararı	39.203.020	9.121.565	1.205.531	
Amortisman ve İtfa Payları	1.522.405	1.495.647	1.329.562	

GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(12.982.108)	(4.725.914)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	97.956	1.308.802
Tahsil edilen faizler (+)		
Tahsil edilen temettüler (+)		
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(12.884.152)	(3.417.112)
Sermaye Harcamaları	(12.884.152)	(3.417.112)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(3.716.232)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	750.476
Tahsil edilen faizler (+)	
Tahsil edilen temettüler (+)	0
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(2.965.756)
Sermaye Harcamaları	(2.965.756)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	39.203.020	9.121.565	1.205.531
BO	0,6096	0,6096	0,6096
Sermaye Harcaması	(12.884.152)	(3.417.112)	(2.965.756)
Amortisman+İtfa	1.522.405	1.495.647	1.329.562
ΔNİS	48.706.799	10.865.322	(3.924.867)
FCFE	53.783.776	12.613.546	(965.693)

HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	69.772.169	59.384.468	59.700.067	41.361.972
Hazır Değerler	19.885.067	11.830.849	15.374.940	6.761.010
Menkul Kıymetler (net)	503.992	1.745.800	0	2.372.759
Ticari Alacaklar (net)	21.765.082	18.033.316	13.849.714	10.649.615
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	55.034	37.918	20.891	2.535
Diğer Alacaklar (net)	0	0	0	8.030
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	24.422.384	25.352.567	24.777.357	17.290.172
Devam Eden İnşaat Söz.Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3.140.610	2.384.018	5.677.165	4.277.851
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	49.383.110	45.807.819	44.325.127	32.220.173

Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.326.607	14.446.141	21.288.877	14.603.914
Finansal Borçlar (net)	420.747	155.910	212.718	367.365
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	164.996	148.635	97.002	361.272
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	21.438
Ticari Borçlar (net)	16.425.822	11.928.953	17.404.777	10.878.397
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	179.612	173.314	185.762	442.356
Alınan Avanslar	125.364	49.412	57.123	173.552
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.465.888	1.320.874	2.686.701	2.016.338
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	544.178	669.043	644.794	343.196
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	18.615.500	14.092.184	20.922.034	13.680.287
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	30.767.610	31.715.635	23.403.093	18.539.886
Değişim NDNİS	948.025	(8.312.542)	(4.863.207)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.326.607	14.446.141	21.288.877	14.603.914
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.556.557	2.336.936	2.304.835	1.870.748
Özsermaye	76.471.888	71.465.617	66.118.749	57.661.058
Borç Oranı (BO)	0,22249151	0,19017932	0,26299258	
Ortalama BO	0,22522114			

Net Dönem Karı/Zararı	9.848.775	5.350.468	7.024.985	
Amortisman ve İtfa Payları	1.573.414	1.624.421	1.647.831	

HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymet alımı amacıyla yapılan ödemeler	(958.760)	(2.236.212)
Menkul kıymet satış hasılatı	2.200.568	490.412
Maddi duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(747.069)	(462.658)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	197.211	373.258
Maddi olmayan duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(137.024)	(875)
Yatırım faaliyetlerinden elde edilen / (kullanılan) net nakit	554.926	(1.836.075)
Sermaye Harcaması	(686.882)	(90.275)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Menkul kıymetlerdeki değişim (net)	2.372.759
Maddi Duran Varlık alımları	(1.664.692)
Maddi Olmayan Duran Varlık alımları	(35.154)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	672.913
Sermaye Harcaması	(1.699.846)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	9.848.775	5.350.468	7.024.985
BO	0,2252	0,2252	0,2252
Sermaye Harcaması	(686.882)	(90.275)	(1.699.846)
Amortisman+İtfa	1.573.414	1.624.421	1.647.831
ΔNİS	948.025	(8.312.542)	(4.863.207)
FCFE	11.270.151	98.710	3.216.775

HÜRRİYET GAZETECİLİK A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	443.190.239	406.886.019	428.317.543	304.870.611
Hazır Değerler	137.938.512	141.823.172	152.561.372	72.005.960
Menkul Kıymetler (net)	2.093.720	23.056.445	17.725.328	33.817.805
Ticari Alacaklar (net)	195.070.683	155.918.910	147.183.664	120.431.201
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	29.739.728	38.566.006	55.324.338	34.214.303
Diğer Alacaklar (net)	37.023.403	24.440.185	33.943.988	24.520.881
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	26.904.966	18.002.865	17.845.041	16.770.497
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	10.031.802	5.078.436	3.733.812	3.109.964
Satış grubuna ait varlıklar	4.387.425	0		
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	303.158.007	242.006.402	258.030.843	199.046.846

Kısa Vadeli Yükümlülükler	174.541.213	105.594.260	157.959.553	114.450.972
Finansal Borçlar (net)	3.714.789	1.473.835	6.908.856	14.288.330
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	37.686.798	5.613.230	39.979.946	6.845.370
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	2.489.272	4.620.935	1.791.072	1.467.902
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	54.480.375	49.090.780	39.214.161	41.786.134
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	6.662.436	2.887.857	8.462.423	4.450.457
Alınan Avanslar	223.470	1.080.121	960.188	1.713.698
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	32.011.717	26.610.246	48.198.232	34.268.232
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Satış grubuna ait yükümlülükler	0	0		
Diğer Yükümlülükler (net)	37.272.356	14.217.256	12.444.675	9.630.849
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	130.426.884	92.806.139	108.319.491	90.135.672
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	172.731.123	149.200.263	149.711.352	108.911.174
Değişim NDNİS	(23.530.860)	511.089	(40.800.178)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	174.541.213	105.594.260	157.959.553	114.450.972
Uzun Vadeli Yükümlülükler	794.038.043	160.979.232	104.339.768	143.351.261
Özsermaye	743.243.326	702.680.186	657.252.467	583.017.868
Borç Oranı (BO)	0,565817548	0,275029642	0,28524693	
Ortalama BO	0,375364705			

Net Dönem Karı/Zararı	94.187.141	104.157.463	87.580.389	
Amortisman ve İtfa Payları	71.999.287	49.489.750	47.326.970	

HÜRRİYET GAZETECİLİK A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Yatırım amaçlı gayrimenkul alımları	0	(3.098.811)
Maddi varlık alımları	(56.756.058)	(119.759.912)
Maddi olmayan varlık alımları	(7.735.197)	(1.259.318)
Maddi ve maddi olmayan varlık ve yatırım amaçlı gayrimenkul satışından elde edilen nakit	6.477.659	11.389.149
Alınan faizler	28.756.770	34.044.266
Finansal varlık satışından elde edilen nakit	0	15.779.159
Bağlı ortaklık alımları, net ödenen	(440.410.676)	(34.067.756)
İştiraklerdeki ve finansal varlıklardaki sermaye artışı	(21.823.922)	(1.600.000)
Yatırım faaliyetlerinde/den kullanılan/ sağlanan net nakit	(491.491.424)	(98.573.223)
Sermaye Harcaması	(520.248.194)	(132.617.489)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Yabancı para çevrim farkları	4.008.473
Maddi duran varlık alımları	(56.841.669)
Yatırım amaçlı gayrimenkul alımları	(2.066.250)
Maddi olmayan duran varlık alımları ve şerefiye	(855.602)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışından elde edilen nakit	39.082.845
Alınan faizler	17.607.429
Finansal varlık satışından elde edilen nakit	3.288.281
Finansal duran varlıklardaki artış	62.128
Yatırım amaçlı gayrimenkul değer düşüklüğü iptali	(2.815.320)
Bağlı ortaklık alımları, net ödenen	-
Yatırım faaliyetlerden kaynaklanan parasal kayıp	-
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	1.470.315
Sermaye Harcaması	(17.392.395)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	94.187.141	104.157.463	87.580.389
BO	0,3754	0,3754	0,3754
Sermaye Harcaması	(520.248.194)	(132.617.489)	(17.392.395)
Amortisman+İtfa	71.999.287	49.489.750	47.326.970
ΔNİS	(23.530.860)	511.089	(40.800.178)
FCFE	(200.503.153)	52.552.187	80.793.350

İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	213.205.691	189.937.829	124.309.985	105.457.560
Hazır Değerler	25.847.139	52.825.264	13.419.895	8.605.073
Menkul Kıymetler (net)	0	0	190	203
Ticari Alacaklar (net)	18.601.254	22.833.041	6.186.910	14.105.523
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	92.025	1.895	242.666	211.097
Diğer Alacaklar (net)	8.233.945	3.258.725	1.480.512	1.930.600
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	155.662.161	109.655.512	102.183.690	79.773.442
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	4.769.167	1.363.392	796.122	831.622
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	187.358.552	137.112.565	110.889.900	96.852.284

Kısa Vadeli Yükümlülükler	116.730.843	111.844.618	88.015.549	66.942.773
Finansal Borçlar (net)	31.043.610	32.807.450	12.050.464	20.537.036
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	1.366.450	1.479.349	2.796.950	3.529.154
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	710.433	88	158.572	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	73.018.192	56.970.577	67.038.501	37.983.986
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	967.270	705.227	420.595	3.336.932
Alınan Avanslar	5.110.339	6.053.431	4.199.704	729.447
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	174.239	7.735.570	152.119	0
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	4.340.310	6.092.926	1.198.644	826.218
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	78.500.011	71.504.300	68.809.859	42.147.136
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	108.858.541	65.608.265	42.080.041	54.705.148
Değişim NİS	(43.250.276)	(23.528.224)	12.625.107	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	116.730.843	111.844.618	88.015.549	66.942.773
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.350.580	11.251.219	15.110.389	18.945.144
Özsermaye	300.076.912	247.239.941	191.252.360	178.512.751
Borç Oranı (BO)	0,29419963	0,3323898	0,35031773	0,32484002
Ortalama BO	0,32563572			

Net Dönem Karı/Zararı	52.836.971	56.057.061	12.739.609	
Amortisman ve itfa payları	11.074.182	11.053.568	12.908.099	

İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymetlerdeki değişim		190
Finansal varlıklardaki değişim	(251.350)	(381.695)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırım harcamaları	(45.119.195)	(28.065.541)
Azınlık payındaki değişim	700	63
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(45.369.845)	(28.446.983)
Sermaye Harcaması	(45.119.195)	(28.065.541)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Menkul Kıymetlerdeki Değişim	13
Finansal Varlık Satışları	35.581.783
Bağlı Ortaklık Alımları	(36.090.751)
Maddi Varlık Alımları	(2.925.521)
Satılan Maddi Varlık Net Defter Değeri	23.518
Maddi Olmayan Varlık Alımları	(17.146)
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Nakit	(3.428.104)
Sermaye Harcaması	(3.428.117)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	52.836.971	56.057.061	12.739.609
BO	0,3256	0,3256	0,3256
Sermaye Harcaması	(45.119.195)	(28.065.541)	(3.428.117)
Amortisman+İtfa	11.074.182	11.053.568	12.908.099
ΔNİS	(43.250.276)	(23.528.224)	12.625.107
FCFE	711.789	28.718.200	27.646.491

**KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK D
BİLANÇO (YTL)**

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	324.551.444	269.687.595	139.126.643	175.486.452
Hazır Değerler	42.877.329	70.695.883	12.753.752	87.515.396
Menkul Kıymetler (net)	1.063.536	3.794.295	1.250.565	3.196.867
Ticari Alacaklar (net)	65.431.078	53.818.768	2.079.213	3.620.781
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	368.637	220.511	260.685	377.365
Diğer Alacaklar (net)	0	0	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	203.965.352	136.602.082	113.316.489	75.688.391
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	10.845.512	4.556.056	9.465.939	5.087.652
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	280.610.579	195.197.417	125.122.326	84.774.189

Kısa Vadeli Yükümlülükler	205.765.704	150.716.932	55.582.609	90.621.136
Finansal Borçlar (net)	2.767.899	0	0	1.686.990
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)	15.678.945	13.562.470	10.745.736	10.019.372
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	41.076	113.222	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	48.867.382	36.996.732	15.793.117	14.952.229
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	8.721.123	6.192.511	5.940.278	3.104.088
Alınan Avanslar	95.399.897	74.850.920	9.288.120	48.653.591
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	21.262.850	9.715.071	1.202.208	23.689
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	13.026.532	9.286.006	12.613.150	12.181.177
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	91.877.887	62.190.320	35.548.753	30.261.183
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	188.732.692	133.007.097	89.573.573	54.513.006
Değişim NDNİS	(55.725.595)	(43.433.524)	(35.060.567)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	205.765.704	150.716.932	55.582.609	90.621.136
Uzun Vadeli Yükümlülükler	168.487.324	179.566.268	148.925.559	157.477.761
Özsermaye	510.248.381	428.533.158	329.163.831	322.631.644
Borç Oranı (BO)	0,42312316	0,435261044	0,38320948	
Ortalama BO	0,41386456			

Net Dönem Karı/Zararı	124.602.313	99.369.327	6.532.187	124.135.426
Amortisman giderleri	45.094.518	40.276.092	40.268.342	

KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇEL. D
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymetlerdeki değişim	2.730.759	2.543.730
Finansal Varlıklardaki değişim	(180.544)	(858.542)
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(115.492.770)	(133.773.714)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(236.326)	(232.146)
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan) nakit akımı	(113.178.881)	(132.320.672)
Sermaye Harcaması	(115.729.096)	(134.005.860)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Menkul kıymetlerdeki değişim	1.946.302
Finansal Varlıklardaki değişim	(2.365.898)
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(37.196.249)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(7.063)
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan) nakit akımı	(37.622.908)
Sermaye Harcaması	(37.203.312)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	124.602.313	99.369.327	6.532.187
BO	0,4139	0,4139	0,4139
Sermaye Harcaması	(115.729.096)	(134.005.860)	(37.203.312)
Amortisman+İtfa	45.094.518	40.276.092	40.268.342
ΔNİS	(55.725.595)	(43.433.524)	(35.060.567)
FCFE	50.538.137	18.973.060	(12.221.531)

KENT GIDA MADDELERİ SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	189.458.994	142.570.602	127.283.118	107.272.337
Hazır Değerler	1.292.243	1.835.004	19.333.686	12.419.078
Menkul Kıymetler (net)	0	0	-	-
Ticari Alacaklar (net)	79.665.221	64.441.680	60.335.736	55.648.242
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	-	-
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	12.454.894	16.222.528	9.411.061	4.569.978
Diğer Alacaklar (net)	23.204.749	5.010.760	248.634	115.633
Canlı Varlıklar (net)	0	0	-	-
Stoklar (net)	71.434.613	50.507.059	34.482.179	32.969.208
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	-	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	-	-
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	1.407.274	4.553.571	3.471.822	1.550.198
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	188.166.751	140.735.598	107.949.432	94.853.259

Kısa Vadeli Yükümlülükler	123.107.553	87.937.772	66.493.883	67.023.256
Finansal Borçlar (net)	53.123.498	27.439.356	20.139.121	38.169.362
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	0	0	-	-
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	-	-
Ticari Borçlar (net)	45.163.050	33.631.938	26.968.220	18.815.017
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	15.625.990	16.064.615	8.149.162	5.386.787
Alınan Avanslar	836.020	707.842	782.658	687.444
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	-	-
Borç Karşılıkları	4.133.938	3.988.471	8.460.302	2.872.255
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	-	-
Diğer Yükümlülükler (net)	4.225.057	6.105.550	1.994.420	1.092.391
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	69.148.035	59.790.574	45.572.104	28.166.450
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	119.018.716	80.945.024	62.377.328	66.686.809
Değişim NDNİS	(38.073.692)	(18.567.696)	4.309.481	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	123.107.553	87.937.772	66.493.883	67.023.256
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.325.050	11.183.510	14.040.395	17.539.953
Özsermaye	201.908.348	187.769.665	184.076.220	172.481.207
Borç Oranı (BO)	0,399691452	0,3455016	0,30435028	
Ortalama BO	0,349847777			

Net Dönem Karı/Zararı	15.917.821	9.783.169	12.820.470	
Amortisman ve İtfa Payları	23.054.122	22.424.526	24.090.444	

KENT GIDA MADDELERİ SANAYİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Alınan faizler	736	419.913
Maddi varlık alımları	(24.961.512)	(30.838.415)
Maddi olmayan varlık alımları	(33.594)	(34.044)
Maddi varlık satışından elde edilen nakit	3.146.138	318.120
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit (net)	(21.848.232)	(30.134.426)
Sermaye Harcaması	(21.848.968)	(30.554.339)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Alınan faiz	1.311.354
Menkul kıymetlerdeki değişim (net)	-
Maddi varlık alımları	(16.060.523)
Maddi olmayan varlık alımları	(328.900)
Satılan maddi varlıkların net defter değeri	6.561.079
Satılan maddi olmayan varlıkların net defter değeri	-
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(718.038)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit (net)	(9.235.028)
Sermaye Harcaması	(10.546.382)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	15.917.821	9.783.169	12.820.470
BO	0,3498	0,3498	0,3498
Sermaye Harcaması	(21.848.968)	(30.554.339)	(10.546.382)
Amortisman+İtfa	23.054.122	22.424.526	24.090.444
ΔNİS	(38.073.692)	(18.567.696)	4.309.481
FCFE	(8.052.341)	(7.574.276)	24.427.991

KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	150.526.443	129.814.669	106.346.502	74.191.445
Hazır Değerler	32.984.915	59.900.427	54.313.069	44.129.108
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	28.852.104	27.653.073	23.554.256	11.799.512
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	42.668.348	6.133.735	1.785.002	672.325
Diğer Alacaklar (net)	3.128	0	21.465	2.725
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	43.311.852	34.224.796	26.095.813	16.325.412
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	2.706.096	1.902.638	576.897	1.262.363
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	117.541.528	69.914.242	52.033.433	30.062.337

Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.752.612	20.986.734	19.579.834	12.670.056
Finansal Borçlar (net)	120.861	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V. Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	11.657.491	12.230.653	10.464.607	6.643.509
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	3.389.999	2.118.840	49.521	48.364
Alınan Avanslar	4.131.916	2.713.319	4.132.184	2.495.249
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	770.461	3.065.606	3.790.562	1.577.192
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	4.681.884	858.316	1.142.960	1.905.742
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.499.835	18.273.415	15.447.650	10.174.807
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	97.041.693	51.640.827	36.585.783	19.887.530
Değişim (NDNİS)	(45.400.866)	(15.055.044)	(16.698.253)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.752.612	20.986.734	19.579.834	12.670.056
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.516.706	19.643.006	28.515.854	30.625.445
Özsermaye	301.689.477	270.909.628	228.795.998	190.273.681
Borç Oranı (BO)	0,12543329	0,13041607	0,17369856	
Ortalama BO	0,14318264			

Net Dönem Karı/Zararı	46.627.247	61.646.587	45.053.335	
Amortisman	12.462.872	11.104.579	10.329.522	

KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(4.661)	(13.041)
Menkul kıymet alımı (-)	-	-
Maddi varlık satın alımları (-)	(24.582.003)	(28.355.699)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	13.740	212.506
Maddi olmayan varlıklardaki artışlar (-)	(527.190)	(228.611)
Tahsil edilen faizler (+)	6.010.498	3.919.189
Tahsil edilen temettüler (+)	-	-
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(19.089.616)	(24.465.656)
Sermaye Harcaması	(25.100.114)	(28.384.845)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(2.797)
Menkul kıymet alımı (-)	-
Maddi varlık satın alımları (-)	(21.824.233)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	286.626
Maddi olmayan varlıklardaki azalışlar (+)	89.650
Tahsil edilen faizler (+)	5.926.749
Tahsil edilen temettüler (+)	-
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(15.524.005)
Sermaye Harcaması	(21.450.754)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	46.627.247	61.646.587	45.053.335
BO	0,1432	0,1432	0,1432
Sermaye Harcaması	(25.100.114)	(28.384.845)	(21.450.754)
Amortisman+İtfa	12.462.872	11.104.579	10.329.522
ΔNİS	(45.400.866)	(15.055.044)	(16.698.253)
FCFE	(3.100.811)	33.941.132	21.217.117

KORDSA A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	441.655.489	531.245.364	220.075.224	191.013.620
Hazır Değerler	55.646.131	70.050.776	13.484.115	23.405.739
Menkul Kıymetler (net)	-	1.641.605	0	167.852
Ticari Alacaklar (net)	162.698.155	192.605.964	92.092.227	80.536.639
Finansal Kiralama Alacakları (net)	-	-	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	5.270.993	2.539.863	3.287.710	1.724.985
Diğer Alacaklar (net)	12.475.806	12.663.423	7.817.427	2.925.446
Canlı Varlıklar (net)	-	-	0	0
Stoklar (net)	202.085.671	246.731.371	99.222.893	78.906.107
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	-	-	0	0
Satım Amaçlı Elde Tutulan Maddi Varlıklar	0	1.068.000	2.804.000	2.804.000
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3.478.733	3.944.362	1.366.852	542.852
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	386.009.358	459.552.983	206.591.109	167.440.029

Kısa Vadeli Yükümlülükler	232.469.468	310.568.657	99.630.839	94.923.467
Finansal Borçlar (net)	66.759.821	100.587.665	9.932.004	23.708.023
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	18.953.016	29.449.992	27.223.102	17.038.664
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	413.780	175.939	92.055	115.112
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	10.396.752	6.232.512	3.997.370	3.112.552
Ticari Borçlar (net)	106.936.292	133.843.894	51.396.885	39.931.467
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	3.638.527	8.236.118	5.972.407	8.119.005
Alınan Avanslar	503.240	798.398	447.616	0
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.539.860	9.205.157	0	1.642.416
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	23.328.180	22.038.982	569.400	1.256.228
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	135.442.859	173.324.151	57.938.692	50.949.116
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	250.566.499	286.228.832	148.652.417	116.490.913
Değişim (NDNİS)	35.662.333	(137.576.415)	(32.161.504)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	232.469.468	310.568.657	99.630.839	94.923.467
Uzun Vadeli Yükümlülükler	223.154.715	264.348.649	48.342.922	70.668.832
Özsermaye	574.635.226	656.156.574	493.723.752	477.594.467
Borç Oranı (BO)	0,4422422	0,467004715	0,230597373	
Ortalama BO	0,37994809			

Net Dönem Karı/Zararı	23.711.737	55.172.359	57.313.156	87.015.442
Amortisman ve tükenme payları	46.276.621	49.438.616	16.032.956	18.697.582

KORDSA A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan varlık alımları	(45.364.265)	(40.550.442)
Maddi varlık satışından elde edilen nakit	20.880.682	14.271.461
Satım amaçlı elde tutulan mad. var. satışından elde edilen nakit	1.725.000	0
İşletme birleşmelerinde kullanılan nakit	0	(61.508.063)
Alınan faiz	3.339.839	2.838.554
Satılmaya hazır finansal varlık satışından elde edilen net nakit	24.248.628	0
Bağlı ortaklık ilave hisse alımında kullanılan nakit	(13.668.572)	0
Yatırım faaliyetlerinden sağlanan kullanılan net nakit	(8.838.688)	(84.948.490)
Sermaye Harcaması	(36.427.155)	(87.787.044)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları	(14.130.231)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	2.796.708
Alınan faiz	4.243.409
Bağlı ortaklık iktisabı	(4.149.720)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(11.239.834)
Sermaye Harcaması	(15.483.243)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	23.711.737	55.172.359	57.313.156
BO	0,3799	0,3799	0,3799
Sermaye Harcaması	(36.427.155)	(87.787.044)	(15.483.243)
Amortisman+İtfa	46.276.621	49.438.616	16.032.956
ΔNİS	35.662.333	(137.576.415)	(32.161.504)
FCFE	51.931.415	(53.910.175)	37.712.205

MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	121.588.586	101.938.132	121.558.739	74.062.015
Hazır Değerler	66.919.445	72.848.569	53.460.655	3.437.845
Menkul Kıymetler (net)	10.182.399	1.215.000	49.706.034	56.037.703
Ticari Alacaklar (net)	19.677.844	12.740.056	7.480.861	4.238.219
Finansal Kiralama Alacakları (net)				0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	248.975	195.354	16.030	18.149
Diğer Alacaklar (net)	1.973.296	53.386	103.867	67.617
Canlı Varlıklar (net)				0
Stoklar (net)	15.483.561	9.946.931	6.327.518	8.093.648
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)				0
Ertelenen Vergi Varlıkları				0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	7.103.066	4.938.836	4.463.774	2.168.834
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	44.486.742	27.874.563	18.392.050	14.586.467

Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.667.421	18.880.270	17.362.065	9.833.962
Finansal Borçlar (net)	6.413.363	5.208.056	4.044.317	2.456.767
Uzun Vadeli Finansal Borçların K.V.Kısımları (net)			0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)			0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)			0	0
Ticari Borçlar (net)	5.327.924	6.221.119	3.973.609	2.436.562
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	2.172.243	414.870	1.183.858	1.798.926
Alınan Avanslar	880.302	973.830	1.131.435	287.664
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)			0	0
Borç Karşılıkları	2.424.104	2.294.156	2.500.158	1.216.029
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü			0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	3.449.485	3.768.239	4.528.688	1.638.014
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.373.756	12.698.384	12.186.313	7.089.531
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	31.112.986	15.176.179	6.205.737	7.496.936
Değişim NDNİS	(15.936.807)	(8.970.442)	1.291.199	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.667.421	18.880.270	17.362.065	9.833.962
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.856.580	5.869.465	7.752.500	7.911.866
Özsermaye	229.349.351	219.463.135	184.234.956	122.762.249
Borç Oranı (BO)	0,10366066	0,10134493	0,11996476	
Ortalama BO	0,10832345			

Net Dönem Karı/Zararı	94.023.734	89.067.160	65.124.410	
Amortisman ve İtfa Payları	6.567.440	4.119.032	3.968.047	

MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
SERMaye HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymet alımı amacıyla yapılan ödemeler	(8.967.399)	48.513.077
Finansal varlık satımından kaynaklanan nakit girişi	22.955.898	-
İştiraklerden temettü gelirlerinin sermayeye eklenen kısmı	(1.469.184)	(2.326.400)
Maddi duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(27.880.527)	(59.507.699)
Maddi olmayan duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(57.250)	(25.480)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	1.777.366	63.958
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan) / elde edilen net nakit	(13.641.096)	(13.282.544)
Sermaye Harcaması	(4.673.697)	(61.795.621)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Menkul kıymetlerdeki değişim (net)	6.331.669
Mali duran varlık alımları	(1.987.368)
Maddi duran varlık alımları	(2.879.843)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(59.071)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	271.263
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	4.729
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	1.681.379
Sermaye Harcaması	(4.650.290)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	94.023.734	89.067.160	65.124.410
BO	0,1083	0,1083	0,1083
Sermaye Harcaması	(4.673.697)	(61.795.621)	(4.650.290)
Amortisman+İtfa	6.567.440	4.119.032	3.968.047
ΔNİS	(15.936.807)	(8.970.442)	1.291.199
FCFE	81.501.863	29.639.565	65.667.402

MİGROS TÜRK T.A.Ş.
BİLANÇO (BİN YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	1.626.725	1.002.806	740.283	527.031
Hazır Değerler	422.803	325.476	316.936	184.354
Menkul Kıymetler (net)	566.228	159.881	60.132	125.554
Ticari Alacaklar (net)	27.810	34.263	32.884	28.314
Finansal Kiralama Alacakları (net)	-	-	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	41.293	11.595	7.641	4.935
Diğer Alacaklar (net)	591	1.783	495	719
Canlı Varlıklar (net)	-	-	0	0
Stoklar (net)	400.744	394.213	266.389	147.865
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	-	-	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	-	-	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	167.256	75.595	55.806	35.290
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	637.694	517.449	363.215	217.123

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.180.047	1.263.465	888.665	472.987
Finansal Borçlar (net)		8.510	4.627	671
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	117.828	171.528	58.843	25.215
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)			0	1.009
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	20.702	33.546	33.914	0
Ticari Borçlar (net)	871.489	907.535	677.122	384.024
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	54.663	62.397	32.739	28.967
Alınan Avanslar			0	0
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)			0	0
Borç Karşılıkları	43.158	7.268	23.366	901
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü			0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	72.207	72.681	58.054	32.200
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.041.517	1.049.881	791.281	446.092
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	(403.823)	(532.432)	(428.066)	(228.969)
Değişim NDNİS	(128.609)	104.366	199.097	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.180.047	1.263.465	888.665	472.987
Uzun Vadeli Yükümlülükler	180.345	603.498	680.053	183.190
Özsermaye	1.469.068	922.770	706.930	650.688
Borç Oranı (BO)	0,480796	0,6692264	0,68935	
Ortalama BO	0,613124			

Net Dönem Karı/Zararı	552.875	78.686	73.705	74.687
Amortisman ve itfa payları	110.275	104.537	71.922	59.993

MİGROS TÜRK T.A.Ş.
SERMayE HARCAMASI (Bin Ytl)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi varlık satın alımı	(217.366)	(225.685)
Maddi varlık satışından sağlanan nakit	63.372	3.000
İştirak satın alımı		(4.982)
Satılmaya hazır finansal varlık satın alımı	(1.412)	
İştirak satışından sağlanan nakit	5.500	
Finansal varlıklardaki azalış	(287.440)	(60.509)
Bağlı ortaklık ek hisse alımı		(37.557)
Müşterek yönetime tabi ortaklık satışından sağlanan nakit	450.111	
Diğer maddi olmayan varlık satın alımı	(1.809)	(2.232)
Tahsil edilen faiz	54.546	57.402
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	65.502	(270.563)
Sermaye Harcaması	299.808	(267.456)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Bağlı ortaklık alımından kaynaklanan nakit çıkışı-net	(343.100)
Maddi varlık satın alımı	(191.393)
Finansal varlıklardaki artış	(50.730)
Diğer maddi olmayan varlık satın alımı	(2.405)
Tahsil edilen faiz	54.924
Maddi varlık satışından sağlanan nakit	4.735
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(527.969)
Sermaye Harcaması	(532.163)

FCFE HESAPLAMASI (Bin YTL)	2007	2006	2005
Net Kar	552.875	78.686	73.705
BO	0,6131	0,6131	0,6131
Sermaye Harcaması	299.808	(267.456)	(532.163)
Amortisman+İtfa	110.275	104.537	71.922
ΔNİS	(128.609)	104.366	199.097
FCFE	661.771	56.033	(27.325)

NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	292.247.883	234.377.334	151.857.752	93.337.130
Hazır Değerler	92.360.502	82.579.330	29.995.271	19.023.169
Menkul Kıymetler (net)	0	-	0	0
Ticari Alacaklar (net)	128.512.172	104.551.054	69.345.645	36.619.511
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	-	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	350.154	323.919	460.290	164.163
Diğer Alacaklar (net)	529.213	771.131	802.152	717.624
Canlı Varlıklar (net)	0	-	0	0
Stoklar (net)	57.453.574	41.018.140	49.422.661	33.966.912
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	-	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	-	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	13.042.268	5.133.760	1.831.733	2.845.751
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	199.887.381	151.798.004	121.862.481	74.313.961

Kısa Vadeli Yükümlülükler	98.925.256	104.899.178	83.213.358	85.524.177
Finansal Boçlar (net)	5.840.078	27.906.284	20.369.251	45.581.243
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	22.022.577	20.516.232	11.758.867	3.117.906
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	1.083.706	627.421	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	-	0	0
Ticari Borçlar (net)	33.961.485	24.515.445	23.050.336	16.222.727
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	196.064	147.627	20.431	25.149
Alınan Avanslar	16.239.519	16.980.347	14.895.015	9.433.804
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	-	0	0
Borç Karşılıkları	2.075.693	1.047.697	645.213	6.295.922
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	-	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	17.506.134	13.158.125	12.474.245	4.847.426
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	53.739.376	38.868.894	36.190.225	27.391.224
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	146.148.005	112.929.110	85.672.256	46.922.737
Değişim NDNİS	(33.218.895)	(27.256.854)	(38.749.519)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	98.925.256	104.899.178	83.213.358	85.524.177
Uzun Vadeli Yükümlülükler	119.062.617	136.325.839	125.836.073	114.653.999
Özsermaye	844.170.054	608.029.094	530.803.340	378.627.856
Borç Oranı (BO)	0,20523113	0,28404339	0,28255545	
Ortalama BO	0,25727666			

Net Dönem Karı/Zararı	230.808.195	146.537.562	122.211.303	
Amortisman	40.972.733	41.735.666	39.030.086	

NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
SERMaye HARCAMALARI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(89.924.919)	(4.732.764)
Maddi varlık satın alımları (-)	(98.095.782)	(62.504.747)
Maddi olmayan varlıklardaki artışlar (-)	(3.468.689)	(1.212.756)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	-	-
Tahsil edilen faizler (+)	-	-
Tahsil edilen temettüler (+)	544.913	14.095
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(190.944.477)	(68.436.172)
Sermaye Harcaması	(191.489.390)	(68.450.267)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali varlık alımı, alış tutarının neti (-)	(113.423.634)
Maddi varlık satın alımları (-)	(35.995.827)
Maddi olmayan varlıklardaki artışlar (-)	(142.455)
Maddi varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri (+)	-
Tahsil edilen faizler (+)	-
Tahsil edilen temettüler (+)	15.343
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit	(149.546.573)
Sermaye Harcaması	(149.561.916)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	230.808.195	146.537.562	122.211.303
BO	0,2573	0,2573	0,2573
Sermaye Harcaması	(191.489.390)	(68.450.267)	(149.561.916)
Amortisman+İtfa	40.972.733	41.735.666	39.030.086
ΔNİS	(33.218.895)	(27.256.854)	(38.749.519)
FCFE	94.343.511	106.451.702	11.336.560

OLMUKSA AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	99.554.194	105.037.188	79.224.503	70.765.765
Hazır Değerler	4.877.995	6.671.292	11.598.782	9.519.371
Menkul Kıymetler (net)	0	326.618	3.362.119	3.029.680
Ticari Alacaklar (net)	58.178.956	52.798.446	41.776.864	34.026.121
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	2.318.833	3.444.157	3.465.944	2.873.921
Diğer Alacaklar (net)	399.061	12.326.648	93.388	1.110.879
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	33.365.801	29.317.211	18.800.398	20.074.536
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	413.548	152.816	127.008	131.257
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	94.676.199	98.039.278	64.263.602	58.216.714

Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.605.782	18.766.068	16.679.479	12.563.696
Finansal Borçlar (net)	542.235	1.645.803	3.190.037	4.382.444
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	14.143.716	9.536.424	8.620.176	5.337.698
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	1.541.033	1.889.837	2.100.188	1.410.433
Alınan Avanslar	342.918	77.353	579.512	37.143
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	2.425.523	3.405.054	450.319	264.438
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.610.357	2.211.597	1.739.247	1.131.540
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.720.629	17.042.912	12.909.930	8.144.109
Nakit dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	74.955.570	80.996.366	51.353.672	50.072.605
Değişim NDNİS	6.040.796	(29.642.694)	(1.281.067)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.605.782	18.766.068	16.679.479	12.563.696
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.334.767	7.289.764	8.301.477	6.640.461
Özsermaye	171.240.794	151.503.702	136.631.389	130.858.997
Borç Oranı (BO)	0,15720217	0,146744201	0,15457332	
Ortalama BO	0,1528399			

Net Dönem Karı/Zararı	28.539.767	19.110.637	9.489.077	
Amortisman ve İtfa Payları	9.100.800	9.355.283	10.895.538	

OLMUKSA AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
SERMaye HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Alım satım amaçlı finansal varlıklardaki değişim (net)	326.618	3.035.501
Finansal duran varlıklardaki değişim (net)	6.631	0
Maddi duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(39.502.670)	(11.518.805)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	420.381	49.829
İnegöl Fabrikası yangın nedeni ile sigorta şirk. tazmin edilen nakit	35.606.139	7.263.336
Maddi olmayan duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(329.991)	(282.680)
Temettü geliri olarak elde edilen nakit	359.760	314.790
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(3.113.132)	(1.138.029)
Sermaye Harcaması	(3.806.141)	(4.488.320)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Alım satım amaçlı finansal varlıklardaki değişim (net)	(332.439)
Finansal duran varlıklardaki değişim (net)	(2.592)
Maddi duran varlık alımları	(13.621.141)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(139.171)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	286.317
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(22.528)
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan)/elde edilen nakit	(13.831.554)
Sermaye Harcaması	(13.496.523)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	28.539.767	19.110.637	9.489.077
BO	0,1528	0,1528	0,1528
Sermaye Harcaması	(3.806.141)	(4.488.320)	(13.496.523)
Amortisman+İtfa	9.100.800	9.355.283	10.895.538
ΔNİS	6.040.796	(29.642.694)	(1.281.067)
FCFE	38.142.712	(1.878.374)	6.200.357

OTOKAR SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	211.163.222	181.104.733	149.785.062	153.738.125
Hazır Değerler	3.602.328	637.141	8.878.575	4.900.809
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	91.767.459	75.701.705	89.712.561	107.065.027
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	225.747	584.927	3.664.554	2.887.849
Diğer Alacaklar (net)	14.694	596.761	1.097.789	374.378
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	100.178.676	91.905.121	41.590.109	37.837.518
Devam Eden İnşaat Söz.Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	15.374.318	11.679.078	4.841.474	672.544
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	207.560.894	180.467.592	140.906.487	148.837.316

Kısa Vadeli Yükümlülükler	143.509.597	116.250.295	98.812.108	100.173.230
Finansal Borçlar (net)	33.969.368	46.310.292	26.962.707	46.336.792
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	43.135.517	55.597.235	34.052.660	32.072.551
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	5.731.766	2.056.662	2.331.613	3.371.030
Alınan Avanslar	38.961.421	3.627.854	26.911.292	12.470.510
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	14.713.926	1.532.458	1.379.871	1.430.622
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	6.997.599	7.125.794	7.173.965	4.491.725
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	70.578.808	66.312.149	44.938.109	41.365.928
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	136.982.086	114.155.443	95.968.378	107.471.388
Değişim (NDNİS)	(22.826.643)	(18.187.065)	11.503.010	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	143.509.597	116.250.295	98.812.108	100.173.230
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.185.827	6.809.033	5.930.297	5.491.063
Özsermaye	142.506.117	134.933.183	103.593.151	109.211.918
Borç Oranı (BO)	0,512301966	0,476987985	0,50275818	
Ortalama BO	0,497349377			

Net Dönem Karı/Zararı	37.572.934	41.412.509	9.355.484	20.739.415
Amortisman ve itfa payları	4.088.017	4.973.602	6.889.199	7.305.110

OTOKAR SANAYİ A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları:	2007	2006
Maddi varlık alımları	(5.107.899)	(3.415.862)
Maddi olmayan varlık alımları	(5.264.228)	(203.962)
Maddi varlık satışından elde edilen nakit	108.527	157.863
Elde edilen faiz	279.049	434.922
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit çıkışları	(9.984.551)	(3.027.039)
Sermaye Harcamaları	(10.263.600)	(3.461.961)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları:	2005
Maddi duran varlık alımları	(4.118.401)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(229.653)
Maddi duran varlık satışından elde edilen nakit	40.811
Elde edilen faiz	601.002
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit çıkışları	(3.706.241)
Sermaye Harcamaları	(4.307.243)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	37.572.934	41.412.509	9.355.484
BO	0,4973	0,4973	0,4973
Sermaye Harcaması	(10.263.600)	(3.461.961)	(4.307.243)
Amortisman+İtfa	4.088.017	4.973.602	6.889.199
ΔNİS	(22.826.643)	(18.187.065)	11.503.010
FCFE	22.994.947	33.030.597	16.435.301

PARSAN MAKİNA PAR. SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	54.747.254	52.577.859	40.663.697	37.140.897
Hazır Değerler	3.725.847	2.966.298	1.777.756	933.783
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	18.967.335	22.334.960	18.361.390	18.253.897
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	757.354	522.751	217.976	641.560
Diğer Alacaklar (net)	126.688	195.327	345.370	395.490
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	26.532.293	24.130.801	19.565.654	16.202.399
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	4.637.737	2.427.722	395.551	713.768
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	51.021.407	49.611.561	38.885.941	36.207.114

Kısa Vadeli Yükümlülükler	28.379.873	34.291.812	23.575.587	21.187.268
Finansal Boçlar (net)	1.547.434	1.489.731	3.905.832	525.008
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V. Kısımları (net)	4.535.854	2.035.724	13.327	133.508
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	617.376	737.484	281.176	191.041
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	1.448.793	3.340.347	4.122.305	5.114.685
Ticari Borçlar (net)	8.037.550	16.359.626	11.700.926	9.975.944
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	8.856.743	6.646.023	33.854	165.985
Alınan Avanslar	613.684	563.415	446.219	961.892
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.054.502	1.220.789	1.489.155	3.000.681
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.667.937	1.898.673	1.582.793	1.118.525
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.616.732	26.125.111	14.806.728	14.261.135
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	31.404.675	23.486.450	24.079.213	21.945.979
Değişim NDNİS	(7.918.225)	592.763	(2.133.234)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	28.379.873	34.291.812	23.575.587	21.187.268
Uzun Vadeli Yükümlülükler	31.055.365	37.219.922	24.442.878	33.623.962
Özsermaye	174.966.449	143.348.139	106.632.093	89.042.088
Borç Oranı (BO)	0,25356148	0,33282964	0,31049655	
Ortalama BO	0,29896256			

Net Dönem Karı/Zararı	19.859.681	19.815.545	13.802.295	
Amortisman ve İtfa Payları	9.540.778	8.253.108	7.127.394	

PARSAN MAKİNA PAR. SANAYİİ A.Ş.
SERMayE HARCAMALARI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi ve maddi olmayan varlık yatırımlarındaki artış, net	(12.604.935)	(15.075.335)
Ana ortaklık dışı paylardaki değişim	(611.280)	-
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(13.216.215)	(15.075.335)
Sermaye Harcaması	(12.604.935)	(15.075.335)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(7.672.296)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(460.353)
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(1.076.035)
Satılan maddi duran varlıkların net defter değeri	0
Satılan maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri	0
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(9.208.684)
Sermaye Harcaması	(9.208.684)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	19.859.681	19.815.545	13.802.295
BO	0,2990	0,2990	0,2990
Sermaye Harcaması	(12.604.935)	(15.075.335)	(9.208.684)
Amortisman+İtfa	9.540.778	8.253.108	7.127.394
ΔNİS	(7.918.225)	592.763	(2.133.234)
FCFE	12.160.620	15.448.457	10.847.756

PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MAL. A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	100.907.097	63.991.423	50.324.518	39.244.794
Hazır Değerler	20.820.448	4.077.945	3.212.141	273.174
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	44.528.468	41.004.436	33.196.965	22.974.300
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0	571.728	885.710
Diğer Alacaklar (net)	578.280	239.873	260.400	472.107
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	29.755.534	17.331.918	12.406.314	13.458.109
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	5.224.367	1.337.251	676.970	1.181.394
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	80.086.649	59.913.478	47.112.377	38.971.620

Kısa Vadeli Yükümlülükler	59.174.601	49.497.608	38.766.375	32.618.767
Finansal Borçlar (net)	30.917.871	25.031.775	18.834.136	21.066.301
Uzun Vadeli Finansal Borçların K. V.Kısımları (net)	9.897.327	2.152.185	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	1.600.095	5.816.795	0
Ticari Borçlar (net)	7.934.338	13.886.387	9.349.199	6.300.070
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	22.132	49.278	51.495	350.610
Alınan Avanslar	8.084.904	4.549.862	3.539.411	1.692.276
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	1.143.552	1.321.475	794.826	2.935.699
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1.174.477	906.551	380.513	273.811
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.274.499	16.163.691	10.576.033	9.860.190
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	69.812.150	43.749.787	36.536.344	29.111.430
Değişim NDNİS	(26.062.363)	(7.213.443)	(7.424.914)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	59.174.601	49.497.608	38.766.375	32.618.767
Uzun Vadeli Yükümlülükler	31.760.854	5.413.563	3.895.096	2.445.731
Özsermaye	69.748.582	31.878.480	23.299.552	15.427.350
Borç Oranı (BO)	0,565927124	0,63269261	0,64676788	
Ortalama BO	0,615129205			

Net Dönem Karı/Zararı	9.835.748	8.509.211	7.761.742	
Amortisman Payı	4.670.483	3.651.947	2.850.521	

PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MAL.A.Ş.
SERMAYE HARCAMALARI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Satın alınan maddi ve maddi olmayan duran varlıklar	(10.879.040)	(10.267.765)
Maddi duran varlık satış hasılatı	9.587.322	
Satılmaya hazır finansal varlıklar alımı	-	(680.000)
Satılmaya hazır gayrimenkul satış hasılatı	59.407	122.677
Alınan satılmaya hazır gayrimenkuller	(29.794)	
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit çıkışı	(1.262.105)	(10.825.088)
Sermaye Harcaması	(1.262.105)	(10.145.088)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Satın alınan maddi duran varlıklar	(7.622.768)
Maddi duran varlıklar satış hasılatı	0
Satılmaya hazır menkul değer konsolidasyon etkisi	21.441
Satılmaya hazır gayrimenkul satış hasılatı	10.088
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit çıkışı	(7.591.239)
Sermaye Harcaması	(7.612.680)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	9.835.748	8.509.211	7.761.742
BO	0,6151	0,6151	0,6151
Sermaye Harcaması	(1.262.105)	(10.145.088)	(7.612.680)
Amortisman+İtfa	4.670.483	3.651.947	2.850.521
ΔNİS	(26.062.363)	(7.213.443)	(7.424.914)
FCFE	1.116.891	3.233.947	3.071.294

**SARKUYSAN SANAYİİ VE TİCARET
A.Ş.
BİLANÇO (YTL)**

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	428.809.920	395.453.587	236.259.511	169.226.660
Hazır Değerler	71.608.033	17.756.494	9.827.754	12.809.863
Menkul Kıymetler (net)	225.079	35.000	0	0
Ticari Alacaklar (net)	175.993.055	171.248.547	101.235.428	82.835.623
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	5.272.401	14.942.509	31.224	28.577
Diğer Alacaklar (net)	0	15.200	20.578	366
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	132.482.592	139.786.970	104.674.593	64.019.048
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	43.228.760	51.668.867	20.469.934	9.533.183
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	356.976.808	377.662.093	226.431.757	156.416.797

Kısa Vadeli Yükümlülükler	346.855.247	315.789.175	183.674.160	118.578.936
Finansal Borçlar (net)	285.215.466	291.371.016	146.064.367	83.705.440
Uzun Vadeli Fin.Borçların K.V.Kısımları (net)	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	9.343	8.271
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	2.589.933	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	42.521.234	8.830.241	30.619.511	26.138.177
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	531.656	349.704	287.520	237.224
Alınan Avanslar	3.285.449	495.883	340.194	316.275
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	6.652.393	9.666.990	3.595.523	6.283.322
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	6.059.116	5.075.341	2.757.702	1.890.227
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	55.764.399	23.922.276	37.260.256	34.548.950
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	301.212.409	353.739.817	189.171.501	121.867.847
Değişim NDNİS	52.527.408	(164.568.316)	(67.303.654)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	346.855.247	315.789.175	183.674.160	118.578.936
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12.327.964	12.161.758	18.344.135	21.902.120
Özsermaye	216.083.808	208.781.144	179.156.027	174.434.597
Borç Oranı (BO)	0,624376505	0,611014223	0,529989255	
Ortalama BO	0,588459995			

Net Dönem Karı/Zararı	20.879.108	35.153.453	10.087.353	
Amortisman	11.212.021	12.375.335	13.340.436	

**SARKUYSAN SANAYİİ VE TİCARET
A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI**

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Mali Duran Varlık alımları neti (-)	0	0
Maddi duran varlık alımları (-)	(17.578.102)	(8.841.924)
Maddi duran varlık çıkışları net değeri	130.599	375.223
Tahsil Edilen Faizler (+)	0	0
Tahsil Edilen Temettüleri (+)	0	0
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(17.447.503)	(8.466.701)
Sermaye Harcaması	(17.447.503)	(8.466.701)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Mali Duran Varlık alımları neti (-)	(13.838.979)
Maddi duran varlık alımları (-)	525.953
Maddi duran varlık çıkışları net değeri	
Tahsil Edilen Faizler (+)	
Tahsil Edilen Temettüleri (+)	
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(13.313.026)
Sermaye Harcaması	(13.313.026)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	20.879.108	35.153.453	10.087.353
BO	0,5885	0,5885	0,5885
Sermaye Harcaması	(17.447.503)	(8.466.701)	(13.313.026)
Amortisman+İtfa	11.212.021	12.375.335	13.340.436
ΔNİS	52.527.408	(164.568.316)	(67.303.654)
FCFE	39.930.087	(30.964.433)	(17.599.513)

SODA SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	164.994.663	175.980.751	136.358.464	93.209.298
Hazır Değerler	25.687.984	50.686.545	48.777.905	6.350.361
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	19.830.040	13.368.706	10.604.249	10.539.239
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	48.477.147	48.487.430	41.574.916	44.920.751
Diğer Alacaklar (net)	6.729.869	5.693.927	111.808	861.647
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	63.967.607	57.734.693	33.726.911	29.096.999
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	302.016	9.450	1.562.675	1.440.301
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	139.306.679	125.294.206	87.580.559	86.858.937

Kısa Vadeli Yükümlülükler	106.905.935	102.954.516	67.947.569	46.468.367
Finansal Borçlar (net)	23.591.801	40.489.750	36.683.903	15.936.070
Uzun Vadeli Fin.Borçların K. V.Kısımları (net)	21.112.946	1.474.539	1.124.918	518.091
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	3.458.399	3.698.258	0	0
Ticari Borçlar (net)	23.939.058	31.874.154	17.671.685	7.772.405
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	22.380.077	17.656.239	7.646.200	17.750.408
Alınan Avanslar	1.808.783	1.906.469	795.596	955.027
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	2.129.748	5.817.514	1.555.560	1.224.388
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	8.485.123	37.593	2.469.707	2.311.978
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	56.934.006	55.385.500	29.343.152	29.059.179
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	82.372.673	69.908.706	58.237.407	57.799.758
Değişim NDNİS	(12.463.967)	(11.671.299)	(437.649)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	106.905.935	102.954.516	67.947.569	46.468.367
Uzun Vadeli Yükümlülükler	116.905.522	87.783.696	61.098.009	59.210.019
Özsermaye	422.105.217	433.677.473	365.724.507	351.089.270
Borç Oranı (BO)	0,346502058	0,305466721	0,26081928	
Ortalama BO	0,304262687			

Net Dönem Karı/Zararı	15.546.064	65.203.999	12.740.556	950.979
Amortisman ve itfa payları	32.415.410	28.091.317	25.760.965	

SODA SANAYİİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Satılmaya hazır finansal varlık sermaye taahhüt ödemesi	(546.476)	-
İlave iştirak hissesi alımı nedeniyle ödenen nakit	(2.864.815)	(5.330.424)
Konsolide edilmeyen bağlı ortaklıklardan alınan temettü	243.650	-
İştiraklerden alınan temettü	2.193.503	2.771.951
Maddi varlık alımları	(57.980.047)	(100.836.973)
Maddi olmayan varlık alımları	(1.013.672)	(597.426)
Satılan maddi duran varlıkların net defter değeri	392.441	150.319
Yabancı para çevrim farkı değişimi	678.336	178.504
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(58.897.080)	(103.664.049)
Sermaye Harcaması	(61.466.093)	(106.614.504)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Finansal duran varlıklardaki değişim (net)	(2.783.835)
Alınan temettü	4.923.026
Maddi duran varlık alımları	(18.504.517)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(7.093)
Satılan maddi duran varlıkların net defter değeri	448,805
Yabancı para çevrim farkı değişimi	(186,662)
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	30,423
Yatırım faaliyetlerinde (kullanılan) elde edilen nakit	(16.079.853)
Sermaye Harcaması	(18.504.045)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	15.546.064	65.203.999	12.740.556
BO	0,3043	0,3043	0,3043
Sermaye Harcaması	(61.466.093)	(106.614.504)	(18.504.045)
Amortisman+İtfa	32.415.410	28.091.317	25.760.965
ΔNİS	(12.463.967)	(11.671.299)	(437.649)
FCFE	(13.337.227)	2.452.330	17.484.977

TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	1.487.528.554	1.061.313.833	825.922.684	677.317.067
Hazır Değerler	772.216.215	365.057.959	482.910.555	365.637.483
Menkul Kıymetler (net)	0	0	0	0
Ticari Alacaklar (net)	245.335.636	249.429.209	191.596.806	158.585.050
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	10.996.580	22.967.266	970.701	812.921
Diğer Alacaklar (net)	296.194.360	240.576.417	6.567.690	2.989.387
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	115.708.936	135.643.567	84.255.279	64.513.843
Devam Eden İnşaat Söz.Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	47.076.827	47.639.415	59.621.653	84.778.383
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	715.312.339	696.255.874	343.012.129	311.679.584

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.140.245.122	1.068.505.356	1.198.903.059	721.872.724
Finansal Borçlar (net)	0	0	362.903.225	0
Uzun Vadeli Fin.Borçların K.V.Kısımları (net)	3.735.162	4.481.158	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	225.183.209	218.720.799	179.092.821	202.712.254
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	877.628	373.497	332.636	281.244
Ticari Borçlar (net)	362.856.916	318.114.700	255.994.916	190.770.953
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	7.126.031	14.869.046	8.022.859	6.508.221
Alınan Avanslar	35.024.716	40.996.469	52.397.414	34.452.683
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	24.760.436	7.547.289	27.543.644	25.222.977
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	480.681.024	463.402.398	312.615.544	261.924.392
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	875.424.407	803.933.433	604.176.963	484.426.543
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	(160.112.068)	(107.677.559)	(261.164.834)	(172.746.959)
Değişim NDNİS	52.434.509	(153.487.275)	88.417.875	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.140.245.122	1.068.505.356	1.198.903.059	721.872.724
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.877.243.056	1.756.607.009	1.067.548.015	1.116.165.994
Özsermaye	1.904.307.557	1.609.718.452	1.248.341.593	1.110.113.756
Borç Oranı (BO)	0,613086837	0,637028216	0,644832082	
Ortalama BO	0,631649045			

Net Dönem Karı/Zararı	291.892.623	178.782.921	138.227.837	107.058.441
Amortisman ve itfa payları	364.850.565	338.035.611	298.741.196	

TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Finansal Varlık Satışından Elde Edilen Nakit	3.142.924	10.111.863
Maddi ve Maddi Olmayan Varlık Satışından Elde Edilen Nakit	5.385.011	7.143.831
Alınan Faiz	45.848.879	25.766.202
Maddi ve Maddi Olmayan Varlık Alımı	(224.114.270)	(279.229.925)
İştirak alımından kaynaklanan nakit çıkışı		(15.000.000)
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Net Nakit	(169.737.456)	(251.208.029)
Sermaye Harcaması	(215.586.335)	(276.974.231)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Finansal Duran Varlık Alımında Kullanılan Nakit	-
Finansal Duran Varlık Satışından Elde Edilen Nakit	89.634
Maddi ve Maddi Ol. Dur. Var. Satışından Elde Edilen Nakit	59.000.980
Alınan Faiz	42.289.467
Maddi Duran Varlık Alımı	(473.118.517)
Uçaklara ve Diğ.Maddi Var. İlişkin Verilen Avanslardaki Değişim	(184.337.652)
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Net Nakit	(556.076.088)
Sermaye Harcaması	(414.027.903)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	291.892.623	178.782.921	138.227.837
BO	0,6316	0,6316	0,6316
Sermaye Harcaması	(215.586.335)	(276.974.231)	(414.027.903)
Amortisman+İtfa	364.850.565	338.035.611	298.741.196
ΔNİS	52.434.509	(153.487.275)	88.417.875
FCFE	366.188.546	144.737.754	128.330.677

TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ
A.Ş.
BİLANÇO (BİN YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	4.715.935	3.066.835	1.816.873	2.163.330
Hazır Değerler	3.605.096	2.247.049	1.084.379	1.026.613
Menkul Kıymetler (net)	32.865	86.772	31.247	156.166
Ticari Alacaklar (net)	455.828	313.852	320.577	264.177
Finansal Kiralama Alacakları (net)	-	-	-	-
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	61.126	92.912	88.977	134.710
Diğer Alacaklar (net)	204.970	96.984	114.123	377.659
Canlı Varlıklar (net)	-	-	-	-
Stoklar (net)	26.739	15.081	11.691	17.087
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	-	-	-	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	-	-	-	-
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	329.311	214.185	165.879	186.918
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	1.077.974	733.014	701.247	980.551

Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.606.374	2.299.069	1.788.469	2.512.992
Finansal Borçlar (net)	577.950	400	138.354	972
Uzun Vadeli Fin.Borçların K. V.Kısımları (net)	146.039	739.450	633.461	874.983
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	81	13	3.885	17.768
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	369.280	353.898	398.663	389.871
Ticari Borçlar (net)	336.129	336.119	184.144	825.695
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	20.939	9.620	8.292	8.255
Alınan Avanslar	929	53		255
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	-	-		
Borç Karşılıkları	568.879	462.786	105.146	160.096
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	-	-		
Diğer Yükümlülükler (net)	586.148	396.730	316.524	235.097
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.512.095	1.205.255	614.106	1.229.143
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	(434.121)	(472.241)	87.141	(248.592)
Değişim NDNİS	(38.120)	559.382	(335.733)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.606.374	2.299.069	1.788.469	2.512.992
Uzun Vadeli Yükümlülükler	331.933	447.673	225.344	679.859
Özsermaye	6.670.916	5.557.347	4.771.658	3.948.798
Borç Oranı (BO)	0,30577987	0,330769817	0,29678312	
Ortalama BO	0,31111094			

Net Dönem Karı/Zararı	1.758.625	1.270.352	1.070.839	618.880
Amortisman ve itfa payları	998.084	1.004.370	979.295	936.377

**TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ
A.Ş.
SERMAYE HARCAMASI (Bin Ytl)**

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(657.894)	(520.525)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(241.076)	(329.524)
Maddi duran varlık satışı	8.451	6.687
Satın alınan azınlık payları		(23.603)
Vadesine kadar elde tutulacak yatırımlardaki artış		(9.006)
Vadesine kadar elde tutulacak yatırımlardaki azalış	10.000	13.800
Tahsil edilen faizler	328.191	230.378
Satılmaya hazır menkul kıymetlerdeki artış	(139)	(82.572)
Satılmaya hazır menkul kıymetlerdeki azalış	45.112	29.630
Temettü geliri	21.845	30.300
İştirak alımı		(229.720)
Opsiyon prim ödemeleri	(10.897)	-
Opsiyon prim gelirleri	22.724	-
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(473.683)	(884.155)
Sermaye Harcaması	(890.519)	(1.096.685)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(865.986)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(170.318)
Vadesine kadar elde tutulacak yatırımlardaki azalış	156.270
Vadesine kadar elde tutulacak yatırımlardaki (artış)	-
Satılmaya hazır menkul kıymetlerdeki (artış)	(16.500)
Satılmaya hazır menkul kıymetlerdeki azalış	-
	-
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(896.534)
Sermaye Harcaması	(1.036.304)

FCFE HESAPLAMASI (Bin YTL)	2007	2006	2005
Net Kar	1.758.625	1.270.352	1.070.839
BO	0,3111	0,3111	0,3111
Sermaye Harcaması	(890.519)	(1.096.685)	(1.036.304)
Amortisman+İtfa	998.084	1.004.370	979.295
ΔNİS	(38.120)	559.382	(335.733)
FCFE	1.806.465	1.592.109	800.284

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI
A.Ş.
BİLANÇO (BİN YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	1.472.695	1.261.832	1.120.255	894.907
Hazır Değerler	437.893	518.364	483.726	279.409
Menkul Kıymetler (net)	0	0	10.324	-
Ticari Alacaklar (net)	254.974	174.457	188.841	127.628
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	-	-
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	431.091	331.056	266.439	294.121
Diğer Alacaklar (net)	29.865	3.854	1.622	547
Canlı Varlıklar (net)	0	0	-	-
Stoklar (net)	284.158	157.055	148.527	177.399
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	-	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	-	-
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	34.714	77.046	20.776	15.803
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	1.034.802	743.468	626.205	615.498

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.204.955	949.559	732.577	551.945
Finansal Boçlar (net)	51.037	12.981	102.395	16.195
Uzun Vadeli Fin. Borçların K.V.Kısımları (net)	123.828	57.878	48.348	56.323
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0		
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	20.922	0		23
Ticari Borçlar (net)	419.089	305.224	153.454	109.657
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	489.231	479.335	326.976	274.672
Alınan Avanslar	0	0		6.148
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0		
Borç Karşılıkları	55.012	63.085	66.420	55.779
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0		
Diğer Yükümlülükler (net)	45.836	31.056	34.984	33.148
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.009.168	878.700	581.834	473.256
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	25.634	(135.232)	44.371	142.242
Değişim NİS	(160.866)	179.603	97.871	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.204.955	949.559	732.577	551.945
Uzun Vadeli Yükümlülükler	810.231	451.282	162.141	224.947
Özsermaye	1.161.070	1.017.996	1.038.277	887.855
Borç Oranı (BO)	0,63445327	0,579138239	0,46286617	0,4666727
Ortalama BO	0,55881923			

Net Dönem Karı/Zararı	175.819	81.875	141.845	33.697
Amortisman ve itfa payları	122.250	108.911	152.905	168.817

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI
A.Ş.
SERMAYE HARCAMALARI (Bin Ytl)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymetler	-	10.324
Alınan faiz	81.915	112.194
Vadesi üç ayı aşan mevduatlar	-	25.000
Satın alınan maddi ve maddi olmayan varlıklar	(523.392)	(545.442)
Maddi ve maddi olmayan varlık satış hasılatı	1.803	894
Yatırım faaliyetlerinden dolayı net nakit çıkışı	(439.674)	(397.030)
Sermaye Harcaması	(521.589)	(544.548)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Menkul kıymetler	(10.324)
Alınan temettü	800
Alınan faiz	68.034
Vadesi üç ayı aşan mevduatlar	(25.000)
Satın alınan maddi ve maddi olmayan varlıklar	(186.905)
Maddi ve maddi olmayan varlık satış hasılatı	40.012
Yatırım faaliyetlerinden dolayı net nakit girişi / (çıkışı)	(113.383)
Sermaye Harcaması	(146.893)

FCFE HESAPLAMASI (Bin YTL)	2007	2006	2005
Net Kar	175.819	81.875	141.845
BO	0,5588	0,5588	0,5588
Sermaye Harcaması	(521.589)	(544.548)	(146.893)
Amortisman+İtfa	122.250	108.911	152.905
ΔNİS	(160.866)	179.603	97.871
FCFE	(71.333)	(31.082)	187.676

TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	439.980.188	413.477.991	309.006.475	328.384.388
Hazır Değerler	84.456.213	126.578.159	52.861.501	145.612.209
Menkul Kıymetler (net)	0	0	-	526.363
Ticari Alacaklar (net)	168.947.032	114.408.581	82.975.099	71.761.093
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	-	-
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	31.291.316	47.448.375	85.819.524	49.533.441
Diğer Alacaklar (net)	24.425.225	12.347.435	3.853.852	853.408
Canlı Varlıklar (net)	0	0	-	-
Stoklar (net)	129.476.970	110.786.026	83.071.413	59.964.992
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	-	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	-	-
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	1.383.432	1.909.415	425.086	132.882
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	355.523.975	286.899.832	256.144.974	182.245.816

Kısa Vadeli Yükümlülükler	189.489.327	240.195.478	191.061.548	150.766.817
Finansal Borçlar (net)	60.793.779	114.334.539	81.983.146	36.852.552
Uzun Vadeli Fin.Borçların K. V.Kısımları (net)	50.815.495	37.580.367	15.017.871	17.260.713
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	-	-
Ticari Borçlar (net)	40.383.045	32.733.853	19.472.274	13.616.745
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	11.095.392	30.835.499	56.789.878	57.510.380
Alınan Avanslar	1.943.305	3.960.241	538.143	1.384.063
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	-	-
Borç Karşılıkları	9.416.685	7.732.612	9.456.133	17.455.445
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	-	-
Diğer Yükümlülükler (net)	15.041.626	13.018.367	7.804.103	6.686.919
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.936.748	84.320.331	93.522.388	95.269.489
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	279.587.227	202.579.501	162.622.586	86.976.327
Değişim (NDNİS)	(77.007.726)	(39.956.915)	(75.646.259)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	189.489.327	240.195.478	191.061.548	150.766.817
Uzun Vadeli Yükümlülükler	328.989.213	291.355.431	239.965.397	227.088.737
Özsermaye	1.111.374.566	990.805.284	866.522.218	821.998.650
Borç Oranı (BO)	0,318113662	0,349163298	0,332185444	
Ortalama BO	0,333154135			

Net Dönem Karı/Zararı	173.512.788	146.078.662	82.924.927	
Amortisman ve itfa payları	90.559.448	70.100.440	60.425.817	

TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Alınan faizler	8.496.063	8.299.948
Mali duran varlıklardaki değişim	(98.872)	20.441.200
Maddi varlık alımları	(177.572.308)	(257.453.343)
Maddi olmayan varlık alımları	(193.997)	(614.766)
Maddi varlık satışlarından elde edilen nakit	13.445.747	7.899.020
Yabancı ülkelerdeki faaliyetlerden çevrim farkı değişimi	7.778.048	227.526
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	(639.527)	(943.954)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(148.784.846)	(222.144.369)
Sermaye Harcamaları	(164.960.085)	(251.113.043)

Yatırım faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Alınan faizler	4.414.810
Menkul kıymetlerdeki değişim (net)	526.363
Mali duran varlıklardaki değişim	(424.549)
Maddi duran varlık alımları	(148.449.459)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(599.096)
Satılan maddi duran varlıkların net defter değeri	1.315.401
Satılan maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri	59.418
Yabancı ülkelerdeki faaliyetlerden çevrim farkı değişimi	326.414
Bağlı ortaklık satış etkisi	300.627
Mali duran varlıklardan gelirler	3.790.536
Diğer yatırım faaliyetlerinde gerçekleşen değişim	691.195
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	(138.048.340)
Sermaye Harcamaları	(142.891.378)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	173.512.788	146.078.662	82.924.927
BO	0,3332	0,3332	0,3332
Sermaye Harcaması	(164.960.085)	(251.113.043)	(142.891.378)
Amortisman+İtfa	90.559.448	70.100.440	60.425.817
ΔNİS	(77.007.726)	(39.956.915)	(75.646.259)
FCFE	72.546.747	(1.273.947)	(22.511.286)

ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
BİLANÇO (YTL)

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	698.267.290	549.350.379	733.747.692	635.707.578
Hazır Değerler	34.947.777	27.845.601	179.774.019	104.199.148
Menkul Kıymetler (net)	1.091.960	517.901	9.995.888	48.123.004
Ticari Alacaklar (net)	158.831.026	132.414.332	215.289.304	150.179.716
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	355.901.946	288.164.975	143.798.817	104.051.467
Diğer Alacaklar (net)	2.162.584	2.478.425	12.990.004	11.750.670
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	121.505.159	90.329.696	131.564.869	192.348.268
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	23.826.838	7.599.449	40.334.791	25.055.305
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	662.227.553	520.986.877	543.977.785	483.385.426

Kısa Vadeli Yükümlülükler	525.391.213	354.566.349	583.235.264	561.800.339
Finansal Borçlar (net)	229.108.516	156.113.177	255.198.053	250.285.303
Uzun Vadeli Fin. Borçların K. V. Kısımları (net)	790.268	9.416.679	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	1.895.017	21.148.936	40.744.650	20.295.010
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	96.513.710	50.960.282	56.059.019	90.077.828
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	174.313.606	89.018.120	126.947.616	108.594.885
Alınan Avanslar	6.556.481	5.394.604	3.862.867	4.624.479
Devam Eden İnşaat Söz. Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	10.757.426	10.447.013	41.861.774	24.702.858
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	46.964.965	48.028.340
Diğer Yükümlülükler (net)	5.456.189	12.067.538	11.596.321	15.191.636
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	276.283.505	152.045.940	241.567.920	261.892.689
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	385.944.048	368.940.937	302.409.865	221.492.737
Değişim NDNİS	(17.003.111)	(66.531.072)	(80.917.128)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	525.391.213	354.566.349	583.235.264	561.800.339
Uzun Vadeli Yükümlülükler	101.992.723	110.867.365	39.089.570	57.442.550
Özsermaye	716.140.227	536.971.114	554.487.489	485.522.588
Borç Oranı (BO)	0,466968852	0,46431711	0,5288225	
Ortalama BO	0,486702821			

Net Dönem Karı/Zararı	116.054.667	89.159.093	66.226.253	55.646.845
Amortisman ve İtfa Payları	26.048.562	29.066.012	39.097.534	

ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
SERMayE HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi varlık alımları	(33.747.191)	(24.094.976)
Maddi olmayan varlık alımları	(2.999.685)	(2.965.790)
Konsolidasyon kapsamındaki değışikliğin etkisi	4.732.879	1.419.916
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	10.785.308	27.640.980
Finansal kiralama yöntemi ile alınan sabit kıymetler	(5.407.051)	(2.813.422)
Bağlı ortaklık hisse payı alımından kaynaklanan net nakit çıkışı	(2.290.674)	
Alım satım amaçlı finansal varlıklardaki değışim	(574.059)	9.477.987
Finansal varlık alımından kaynaklanan nakit çıkışı	(86.936.430)	(112.961.946)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan (-) nakit	(116.436.903)	(104.297.251)
Sermaye Harcaması	(120.595.723)	(115.195.154)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Duran Varlık Yatırımları (-)	(61.393.646)
Duran Varlık Satışı (+)	69.820.780
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	8.427.134
Sermaye Harcaması	8.427.134

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	116.054.667	89.159.093	66.226.253
BO	0,4867	0,4867	0,4867
Sermaye Harcaması	(120.595.723)	(115.195.154)	8.427.134
Amortisman+İtfa	26.048.562	29.066.012	39.097.534
ΔNİS	(17.003.111)	(66.531.072)	(80.917.128)
FCFE	58.796.227	10.799.036	49.085.998

**ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET
A.Ş.
BİLANÇO (YTL)**

	2007	2006	2005	2004
Cari / Dönen Varlıklar	181.882.523	186.836.369	102.012.898	48.721.442
Hazır Değerler	109.319.364	138.408.031	57.232.720	14.255.586
Menkul Kıymetler (net)	7.989.151	1.710.000	0	0
Ticari Alacaklar (net)	22.512.545	16.454.999	11.850.994	5.988.778
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	17.080.831	11.164.597	4.786.037	2.897.239
Diğer Alacaklar (net)	123.875	74.069	1.045	37.062
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar (net)	20.455.162	16.494.241	17.234.551	19.120.649
Devam Eden İnşaat Söz.Alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	8.800.896	6.333.100
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	4.401.595	2.530.432	2.106.655	89.028
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	64.574.008	46.718.338	44.780.178	34.465.856

Kısa Vadeli Yükümlülükler	36.844.214	36.673.626	16.158.673	20.723.491
Finansal Borçlar (net)	3.235.350	1.000.000	3.379.316	0
Uzun Vadeli Fin.Borçların K. V.Kısımları (net)	8.096.010	9.169.135	7.768.408	17.050.378
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	542.374	797.565	0	0
Ticari Borçlar (net)	4.400.690	4.642.456	2.493.146	2.356.767
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	461.146	379.362	284.498	397.462
Diğer Borçlar	0	0	1.591.542	493.731
Alınan Avanslar	298.095	746.814	99.505	391.818
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	19.725.440	19.867.778	4.937	30.443
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	532.331	0
Diğer Yükümlülükler (net)	85.109	70.516	4.990	2.892
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.672.385	24.960.112	4.911.444	3.281.295
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	39.901.623	21.758.226	39.868.734	31.184.561
Değişim (NDNİS)	(18.143.397)	18.110.508	(8.684.173)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	36.844.214	36.673.626	16.158.673	20.723.491
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27.072.004	39.949.924	49.906.474	62.132.587
Özsermaye	266.240.940	255.824.562	199.114.297	131.877.244
Borç Oranı (BO)	0,193593313	0,23048273	0,24913374	
Ortalama BO	0,224403263			

Net Dönem Karı/Zararı	87.889.025	80.199.174	67.237.053	
Duran varlıkların amortismanı ve itfa payları	11.920.329	12.279.761	13.039.023	

ÜNİTE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SERMaye HARCAMASI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Menkul kıymet alımı amacıyla yapılan ödemeler	(5.754.667)	(1.273.124)
Finansal varlık alımından kaynaklanan nakit çıkışı	(262.387)	
Finansal varlık satışından elde edilen nakit		11.287.885
Maddi duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(13.283.394)	(9.016.411)
Maddi duran varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri	29.000	100.000
Maddi olmayan duran varlık alımı amacıyla yapılan ödemeler	(33.948)	(36.021)
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan/elde edilen net nakit	(19.305.396)	1.062.329
Sermaye Harcaması	(13.550.729)	2.335.453

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(1.843.506)
Maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışları	(42.196)
Maddi duran varlık satışı nedeniyle elde edilen nakit girişleri	631.908
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit akımı	(1.253.794)
Sermaye Harcaması	(1.253.794)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	87.889.025	80.199.174	67.237.053
BO	0,2244	0,2244	0,2244
Sermaye Harcaması	(13.550.729)	2.335.453	(1.253.794)
Amortisman+İtfa	11.920.329	12.279.761	13.039.023
ΔNİS	(18.143.397)	18.110.508	(8.684.173)
FCFE	72.552.533	105.581.137	69.642.222

**YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET
A.Ş.
BİLANÇO (YTL)**

	2007	2006	2005	2004
Cari/Dönen Varlıklar:	109.171.516	95.905.684	80.217.917	69.101.391
Hazır Değerler	533.251	3.994.462	192.997	803.610
Menkul Kıymetler(net)	0	0	0	5.744.445
Ticari alacaklar(net)	22.438.229	23.419.019	19.415.455	15.132.779
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar(net)	28.412.285	29.018.915	22.875.057	20.770.903
Diğer Alacaklar (net)	653.297	372.061	227.494	158.648
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0	0
Stoklar(net)	54.360.966	37.610.857	35.957.234	24.659.064
Devam eden inşaat söz. alacaklar (net)	0	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	2.773.488	1.490.370	1.549.680	1.831.942
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	108.638.265	91.911.222	80.024.920	62.553.336

Kısa Vadeli Yükümlülükler	94.062.795	66.199.765	134.512.221	43.638.335
Finansal Borçlar(net)	71.333.356	50.164.433	38.938.492	35.527.278
Uzun Vadeli Fin.Borçların K. V.Kısımları	0	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler(net)	0	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	17.770.469	12.392.287	11.665.950	4.455.450
İlişkili Taraflara Borçlar(net)	693.783	762.856	353.916	875.303
Alınan Avanslar	410.138	10.845	1.317.782	844.625
Devam Eden İnşaat Söz.Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0	0
Borç Karşılıkları	750.810	337.994	0	624.234
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
Diğer Yükümlülükler(net)	3.104.239	2.531.350	2.211.161	1.311.445
Düzenlenmiş Kısa Vadeli Yükümlülükler	22.319.301	16.024.487	14.231.027	7.266.432
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi (NDNİS)	86.318.964	75.886.735	65.793.893	55.286.904
Değişim NDNİS	(10.432.229)	(10.092.842)	(10.506.989)	

Kısa Vadeli Yükümlülükler	94.062.795	66.199.765	134.512.221	43.638.335
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.395.142	3.932.584	3.844.505	3.281.671
Özsermaye	72.451.087	75.276.826	69.706.590	65.684.944
Borç Oranı (BO)	0,576083899	0,482310343	0,664974147	
Ortalama BO	0,57445613			

Net Dönem Kar/Zararı	2.568.861	11.402.236	6.733.526	
Amortisman ve tükenme payları	7.208.033	6.587.037	6.867.505	

YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SERMayE HARCAMALARI

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2007	2006
Maddi duran varlık alımları	(22.329.774)	(8.859.569)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(473.983)	0
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	401.104	113.700
Satılmaya hazır finansal varlık satışından elde edilen nakit	14.255	0
İştirak alımından kaynaklanan nakit çıkışı	(18.708)	0
Bağlı ortaklık kuruluşundan kaynaklanan nakit artışı	6.830.762	0
Alınan faiz	754.517	1.850.887
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(14.821.827)	(6.894.982)
Sermaye Harcaması	(15.590.599)	(8.745.869)

Yatırım Faaliyetleri ile İlgili Nakit Akımları	2005
Maddi duran varlık alımları	(10.434.300)
Maddi olmayan duran varlık alımları	(96.347)
Maddi duran varlık satışlarından elde edilen nakit	563.105
Alınan faiz	1.893.901
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan net nakit	(8.073.641)
Sermaye Harcaması	(9.967.542)

FCFE HESAPLAMASI	2007	2006	2005
Net Kar	2.568.861	11.402.236	6.733.526
BO	0,5745	0,5745	0,5745
Sermaye Harcaması	(15.590.599)	(8.745.869)	(9.967.542)
Amortisman+İtfa	7.208.033	6.587.037	6.867.505
ΔNİS	(10.432.229)	(10.092.842)	(10.506.989)
FCFE	(5.437.660)	6.188.611	943.139

Ek-5: Panel Data Regresyon Verileri**MV=Piyasa Değeri****RI=Artık Kar****BV=Defter Değeri****FCFE=Özsermayeye Serbest Nakit Akımları**

ŞİRKETLER	YILLAR	MV	RI	BV	FCFE
AKÇANSA	2005	1.365.100.834	(28.454.383)	738.476.239	104.159.216
AKÇANSA	2006	1.627.300.080	(14.921.413)	789.724.806	103.202.666
AKÇANSA	2007	1.359.274.185	20.937.059	841.706.513	(128.764.458)
ALARKO CAR.	2005	163.080.000	(11.737.903)	156.654.761	2.553.845
ALARKO CAR.	2006	182.520.000	(13.867.194)	170.790.907	6.815.627
ALARKO CAR.	2007	152.280.000	(16.044.331)	185.897.422	5.641.403
ALKİM KİMYA	2005	149.586.250	(15.653.804)	107.200.401	2.471.992
ALKİM KİMYA	2006	115.218.500	(10.709.041)	108.563.378	4.283.417
ALKİM KİMYA	2007	178.020.000	(2.835.416)	114.654.786	18.802.423
ANADOLU EFES	2005	4.261.099.890	49.357.072	1.384.933.874	177.056.872
ANADOLU EFES	2006	4.938.360.799	(9.368.943)	1.673.608.000	(179.747.689)
ANADOLU EFES	2007	6.255.000.000	54.994.118	1.821.553.000	273.888.820
ANADOLU CAM	2005	916.161.732	(63.157.678)	603.987.481	(12.924.111)
ANADOLU CAM	2006	848.017.471	(88.505.147)	633.142.080	(46.562.380)
ANADOLU CAM	2007	878.454.121	(54.556.264)	653.596.314	(7.297.953)
ANADOLU ISUZU	2005	316.899.008	(6.259.556)	185.181.762	13.718.512
ANADOLU ISUZU	2006	227.082.712	(15.967.679)	189.351.705	25.978.930
ANADOLU ISUZU	2007	236.403.271	(13.311.235)	199.632.537	43.587.069
ARÇELİK A.Ş.	2005	3.759.624.000	(71.252.838)	1.987.056.000	154.906.011
ARÇELİK A.Ş.	2006	3.339.666.000	(107.798.693)	2.103.647.000	(235.262.318)
ARÇELİK A.Ş.	2007	3.259.674.000	(278.898.955)	2.117.453.000	(74.195.891)
ASELSAN	2005	918.843.750	25.085.379	371.776.726	68.412.982
ASELSAN	2006	714.492.900	(287.782)	422.119.393	28.905.027
ASELSAN	2007	779.179.500	16.873.735	499.967.736	37.630.495
AYGAZ	2005	1.313.165.951	(90.077.101)	926.242.719	51.161.990
AYGAZ	2006	955.029.783	124.821.046	1.479.127.372	307.914.510
AYGAZ	2007	1.316.150.419	136.514.549	1.418.022.376	399.715.853
BATIÇİM	2005	479.780.000	(16.571.693)	302.117.912	39.911.704
BATIÇİM	2006	515.200.000	25.539.827	366.239.417	42.131.686
BATIÇİM	2007	676.200.000	(15.507.140)	352.819.824	6.728.609
BATISÖKE	2005	191.250.000	(14.856.705)	174.774.603	21.404.114
BATISÖKE	2006	186.750.000	(2.008.752)	196.084.620	33.196.596
BATISÖKE	2007	165.375.000	(20.121.456)	190.396.766	(12.334.730)
BOLU ÇİM.	2005	393.408.288	1.120.389	178.431.457	25.937.645
BOLU ÇİM.	2006	362.552.736	32.076.318	217.342.394	68.272.622
BOLU ÇİM.	2007	293.127.744	2.912.402	207.086.887	32.284.158
BOSSA	2005	140.400.000	(54.701.399)	266.053.858	1.284.001
BOSSA	2006	227.880.000	(22.313.687)	292.728.565	14.137.765
BOSSA	2007	174.960.000	(35.972.641)	299.818.210	26.307.851
BRİSA	2005	706.978.125	(38.468.307)	419.418.492	(12.172.980)
BRİSA	2006	669.768.750	(48.023.058)	412.655.139	(20.577.971)
BRİSA	2007	573.024.375	(21.869.948)	437.133.304	34.049.732
BURSA ÇİM.	2005	663.112.397	7.524.458	164.108.594	21.815.782
BURSA ÇİM.	2006	775.982.592	24.541.977	194.161.263	23.795.522

ŞİRKETLER	YILLAR	MV	RI	BV	FCFE
BURSA ÇİM.	2007	768.928.205	35.375.005	236.508.835	29.874.150
ÇELEBİ	2005	271.350.000	15.948.118	101.830.978	16.357.710
ÇELEBİ	2006	329.400.000	1.415.046	112.602.992	22.075.463
ÇELEBİ	2007	268.650.000	4.284.179	119.929.764	30.536.701
ÇEMTAŞ	2005	129.168.000	(1.282.099)	88.664.077	16.191.267
ÇEMTAŞ	2006	119.508.480	3.009.397	111.423.826	(10.334.222)
ÇEMTAŞ	2007	128.134.656	(4.877.334)	135.044.707	(199.835)
ÇİMENTAŞ	2005	441.000.000	(21.159.258)	343.092.900	(185.798.169)
ÇİMENTAŞ	2006	423.864.000	(36.217.071)	604.366.000	(65.403.395)
ÇİMENTAŞ	2007	504.252.000	(14.392.251)	727.139.000	83.912.647
ÇİMSA	2005	1.158.468.480	(7.660.471)	628.962.097	(104.636.868)
ÇİMSA	2006	1.103.880.960	220.276	702.697.758	98.567.258
ÇİMSA	2007	1.168.480.423	145.377.270	926.572.046	310.671.441
DEMİSAŞ	2005	45.360.000	(12.500.348)	68.495.178	9.617.101
DEMİSAŞ	2006	35.000.000	(10.536.998)	70.397.825	(709.855)
DEMİSAŞ	2007	46.760.000	(11.457.308)	69.915.100	4.399.949
DOĞUŞ OT	2005	753.500.000	42.071.934	468.691.390	99.057.496
DOĞUŞ OT	2006	627.000.000	(82.712.783)	478.230.000	30.677.611
DOĞUŞ OT	2007	962.500.000	(37.874.118)	540.703.000	(4.576.341)
EGE GÜBRE	2005	63.277.200	(15.872.641)	97.965.207	(330.064)
EGE GÜBRE	2006	49.014.720	(16.809.022)	99.220.461	(783.348)
EGE GÜBRE	2007	112.492.800	(9.681.236)	107.735.777	13.761.296
ENKA İNŞAAT	2005	5.040.000.000	13.278.043	2.302.533.261	316.448.659
ENKA İNŞAAT	2006	9.060.000.000	121.745.547	3.015.359.000	330.972.524
ENKA İNŞAAT	2007	18.450.000.000	167.204.177	3.457.003.000	529.833.984
EREĞLİ DEM. ÇEL.	2005	4.366.454.400	(840.170.965)	4.801.429.892	(412.525.808)
EREĞLİ DEM. ÇEL.	2006	4.390.848.000	(355.262.234)	5.399.232.539	(104.695.983)
EREĞLİ DEM. ÇEL.	2007	8.693.390.550	(437.186.180)	6.004.441.237	17.390.503
FORD OTO	2005	4.140.738.000	47.603.865	1.604.508.394	381.313.386
FORD OTO	2006	4.000.374.000	165.917.006	1.631.412.856	390.320.905
FORD OTO	2007	4.246.011.000	159.955.204	1.715.817.604	446.426.065
GENTAŞ	2005	76.923.924	(1.590.604)	65.377.082	7.299.274
GENTAŞ	2006	81.145.359	1.090.821	79.816.664	9.465.462
GENTAŞ	2007	85.601.318	(6.327.164)	88.983.386	1.522.013
GÜBRE FAB.	2005	72.445.405	(11.928.667)	57.083.908	(965.693)
GÜBRE FAB.	2006	79.194.977	(3.103.730)	66.890.434	12.613.546
GÜBRE FAB.	2007	197.987.442	25.537.456	190.571.676	53.783.776
HÜRRİYET	2005	2.208.735.569	(45.809.447)	657.252.467	80.793.350
HÜRRİYET	2006	1.558.617.175	(39.020.626)	702.680.186	52.552.187
HÜRRİYET	2007	1.524.020.000	(52.003.462)	743.243.326	(200.503.153)
İZMİR DEM. ÇEL.	2005	195.465.000	(27.563.217)	191.252.360	27.646.491
İZMİR DEM. ÇEL.	2006	457.537.500	14.975.560	247.239.941	28.718.200
İZMİR DEM. ÇEL.	2007	326.190.000	2.165.440	300.076.912	711.789
KARDEMİR D	2005	210.797.902	(68.984.853)	329.163.831	(12.221.531)
KARDEMİR D	2006	195.740.909	25.916.441	428.533.158	18.973.060
KARDEMİR D	2007	519.466.259	33.130.138	510.248.381	50.538.137
KONYA ÇİM.	2005	428.862.720	3.664.537	228.795.998	21.217.117
KONYA ÇİM.	2006	358.197.840	14.399.348	270.909.628	33.941.132
KONYA ÇİM.	2007	250.982.160	(6.604.583)	301.689.477	(3.100.811)
MARDİN ÇİM.	2005	479.080.000	37.658.581	184.234.956	65.667.402
MARDİN ÇİM.	2006	533.951.200	49.870.844	219.463.135	29.639.565
MARDİN ÇİM.	2007	493.722.000	49.503.618	229.349.351	81.501.863

ŞİRKETLER	YILLAR	MV	RI	BV	FCFE
MİGROS	2005	1.803.870.000	(68.650.258)	706.930.000	(27.325.341)
MİGROS	2006	3.225.683.648	(68.189.763)	922.770.000	56.033.251
MİGROS	2007	4.076.887.000	370.370.764	1.469.068.000	661.770.529
NUH ÇİM.	2005	1.216.730.160	41.920.737	530.803.340	11.336.560
NUH ÇİM.	2006	1.359.433.080	39.843.944	608.029.094	106.451.702
NUH ÇİM.	2007	1.982.819.520	114.742.056	844.170.054	94.343.511
OLMUKSA	2005	114.108.750	(19.152.156)	136.631.389	6.200.357
OLMUKSA	2006	127.149.750	(9.289.653)	151.503.702	(1.878.374)
OLMUKSA	2007	180.943.875	(1.439.103)	171.240.794	38.142.712
OTOKAR	2005	211.200.000	(15.287.192)	103.593.151	16.435.301
OTOKAR	2006	364.800.000	19.173.890	134.933.183	33.030.597
OTOKAR	2007	482.400.000	9.936.400	142.506.117	22.994.947
PARSAN	2005	149.725.800	(5.877.999)	106.632.093	10.847.756
PARSAN	2006	113.097.600	(2.579.908)	143.348.139	15.448.457
PARSAN	2007	179.928.000	(8.821.595)	174.966.449	12.160.620
SARKUYSAN	2005	130.000.000	(27.350.117)	179.156.027	(17.599.513)
SARKUYSAN	2006	202.000.000	(1.320.048)	208.781.144	(30.964.433)
SARKUYSAN	2007	160.000.000	(19.524.019)	216.083.808	39.930.087
SODA	2005	313.150.000	(65.801.767)	365.724.507	17.484.977
SODA	2006	457.199.000	(12.596.640)	433.677.473	2.452.330
SODA	2007	348.480.170	(72.419.852)	422.105.217	(13.337.227)
THY	2005	1.478.750.000	(117.141.090)	1.248.341.593	128.330.677
THY	2006	1.067.500.000	(94.725.739)	1.609.718.452	144.737.754
THY	2007	1.505.000.000	(45.061.890)	1.904.307.557	366.188.546
TOFAŞ OTO	2005	1.420.000.000	(62.097.400)	1.038.277.000	187.676.182
TOFAŞ OTO	2006	2.450.000.000	(145.257.826)	1.017.996.000	(31.082.278)
TOFAŞ OTO	2007	3.075.000.000	(36.922.298)	1.161.070.000	(71.332.675)
TRAKYA CAM	2005	1.194.900.000	(95.283.747)	866.522.218	(22.511.286)
TRAKYA CAM	2006	1.143.582.118	(32.230.867)	990.805.284	(1.273.947)
TRAKYA CAM	2007	1.338.909.412	(20.438.784)	1.111.374.566	72.546.747
TURKCELL	2005	15.210.076.196	190.529.263	4.771.658.000	800.283.537
TURKCELL	2006	15.730.000.000	259.017.580	5.557.347.000	1.592.109.352
TURKCELL	2007	28.160.000.000	635.828.122	6.670.916.000	1.806.464.901
YÜNSA	2005	63.277.200	(7.200.732)	69.706.590	943.139
YÜNSA	2006	62.985.600	(2.614.758)	75.276.826	6.188.611
YÜNSA	2007	48.697.200	(11.806.925)	72.451.087	(5.437.660)
AFYON ÇİM.	2005	153.600.000	5.002.577	34.557.888	2.183.138
AFYON ÇİM.	2006	139.800.000	5.513.525	44.755.833	18.264.654
AFYON ÇİM.	2007	136.200.000	2.638.272	53.638.156	8.719.095
ECZACIBAŞI İL.	2005	793.074.240	(150.160.273)	930.463.248	632.289
ECZACIBAŞI İL.	2006	995.911.200	(174.339.651)	1.200.798.226	(22.592.407)
ECZACIBAŞI İL.	2007	950.227.200	(150.069.419)	1.658.802.219	754.296.163
HEKTAŞ	2005	72.121.661	(6.162.132)	66.118.749	3.216.775
HEKTAŞ	2006	66.264.731	(9.046.979)	71.465.617	98.710
HEKTAŞ	2007	76.558.282	(5.012.742)	76.471.888	11.270.151
KENT	2005	1.127.420.578	(23.850.101)	184.076.220	24.427.991
KENT	2006	955.856.577	(27.318.675)	187.769.665	(7.574.276)
KENT	2007	992.620.292	(20.031.151)	201.908.348	(8.052.341)
KORDSA	2005	707.673.486	(51.538.235)	493.723.752	37.712.205
KORDSA	2006	746.991.652	(51.946.855)	656.156.574	(53.910.175)
KORDSA	2007	708.085.837	(112.210.396)	574.635.226	51.931.415

ŞİRKETLER	YILLAR	MV	RI	BV	FCFE
PİMAŞ	2005	88.200.000	4.392.947	23.299.552	3.071.294
PİMAŞ	2006	56.880.000	3.678.011	31.878.480	3.233.947
PİMAŞ	2007	69.480.000	3.544.312	69.748.582	1.116.891
ÜNYE ÇİM.	2005	435.792.117	36.680.511	199.114.297	69.642.222
ÜNYE ÇİM.	2006	447.210.251	36.239.939	255.824.562	105.581.137
ÜNYE ÇİM.	2007	637.512.486	33.901.572	266.240.940	72.552.533
DESA	2005	65.564.000	(7.071.650)	63.207.242	(2.379.360)
DESA	2006	43.807.553	(10.435.720)	59.662.177	(1.860.142)
DESA	2007	58.081.924	(5.568.653)	65.610.842	7.948.753
ÜLKER	2005	1.176.504.560	(46.011.212)	554.487.489	49.085.998
ÜLKER	2006	911.308.860	(32.958.169)	536.971.114	10.799.036
ÜLKER	2007	1.283.908.000	3.031.104	716.140.227	58.796.227

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Arzac, Enrique R. **Valuation: For Mergers, Buyouts and Restructuring.** 1.b., New York: John Wiley & Sons, 2005.

Benninga, Simon Z., Oded, H. Sarig. **Corporate Finance:A Valuation Approach.**1.b., New York: McGraw-Hill, 1997.

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim.** 8.b., İstanbul:Türkmen Yayınevi, 2005.

Bradford, Cornell. **Corporate Valuation.** 1.b., New York: Irwin Professional Publishing, 1993.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers. **Principles of Corporate Finance.** 6.b., United States:Irwin McGraw-Hill, 2000.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, ve Alan Marcus. **Fundamentals of Corporate Finance.** 2.b., United States:Irwin McGraw-Hill, 2001.

Chambers, Nurgül. **Firma Değerlemesi.** 1.b., İstanbul :Avcıol Basım Yayın, 2005.

Damodaran, Aswath. **Damodaran on Valuation Security Analysis for Investment and Corporate Finance.**1.b., New York: John Wiley & Sons, 1994.

Damodaran, Aswath. **The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech and New Economy Companies.** 1.b., New York: Prentice Hall, 2001.

Damodaran, Aswath. **Corporate Finance: Theory and Practice.** 2.b., New York: John Wiley & Sons, 2001.

Damodaran, Aswath. **Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.** 2.b., New York: John Wiley & Sons, 2002.

DePamphilis, Donald M. **Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities.** 4.b., California:Elsevier, 2008.

Ercan, Metin K., Başaran M. Öztürk, İlhan Küçükkaplan, Savaş E. Başcı, Kartal Demirgüneş. **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması.** 1.b., İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2006.

Gatti, Stefano. **Project Finance in Theory and Practice.** 1.b., California:Elsevier, 2008.

Gross, Stephanie. **Banks and Shareholder Value: An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks,** 1.b., Frankfurt:Gabler Edition Wissenschaft, 2006.

Gürbüz, Osman A., Yakup Ergincan. **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar.** 1.b., İstanbul:Literatür Yayıncılık, 2004.

- Gürsoy, Cudi T. **Finansal Yönetim İlkeleri**. 1.b., İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, 2007.
- Hitchner, James R. **Financial Valuation: Applications and Models**. 2.b., New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.
- İvgen, Hünkar. **Şirket Değerleme**. 1.b., İstanbul: Finnet Yayınları, 2003.
- King, Alfred M. **Valuation: What Assets Are Really Worth**. 1.b., New York: John Wiley & Sons, 2002.
- Koller, Tim, Marc Goedhart ve David Wessels. **Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies**. 4.b., New Jersey: John Wiley & Sons, 2005.
- Kozanoğlu, Hayri, Nurullah Gür ve Barış Alp Özden. Neoliberalizmin Gerçek 100'ü. 1.b., İstanbul: İletişim Yayınları, 2008.
- Madden, Bartley J. **CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm**. 7.b., Oxford: Butterworth Heinemann, 2003.
- Madura, Jeff. **International Financial Management**. 9.b., United States: Thompson, 2008.
- Modigliani, Franco, Gerald A. Pogue. **The Financial Analyst's Handbook**. 1.b., Illinois: Dow Jones-Irwin, 1988.
- Pereiro, Luis E. **Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach**. 1.b., New York: John Wiley & Sons, 2002.
- Ogden, Joseph P., Frank C. Jen ve Philip F. O'Conner. **Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies**. 1.b., United States of America: Prentice Hall, 2003.
- Sarıkamış, Cevat. **Sermaye Pazarları**. 3.b., İstanbul: Alfa Basım Yayın, 1998.
- Shapiro, Alan C. **Modern Corporate Finance**, 1.b., New York: Macmillan, 1990.
- Shapiro, Alan C., Sheldon D. Balbirer. **Modern Corporate Finance: Multidisciplinary Approach to Value Creation**. 1.b., Prentice Hall, 1999.
- Shefrin, Hersh. **A Behavioral Approach to Asset Pricing**. 1.b., California: Elsevier, 2005.
- Stewart III, G. Bennett. **The EVA Management Guide: The Quest for Value**. Harper Business Publishers, 1991.
- Tevfik, Arman T. **Hisse Senedi Değerlemesi**. 1.b., İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2005.
- West, Thomas L., Jeffrey D. Jones. **Handbook of Business Valuation**. 2.b., New York: John Wiley & Sons, 1999.

MAKALELER

Anderson, Anne M., Roger P. Bey ve Samuel C. Weaver. **“Economic Value Added Adjustments: Much to Do About Nothing”**, Working Paper, 2005.

Auret, Christo, J.U. De Villiers. **“A comparison of EPS and EVA as Explanatory Variables for Share Price”**. Journal for Studies in Economics and Econometrics, Vol.22, No:2, (August 1998), ss.47-63.

Baker, Malcolm ,Richard S. Ruback. **“Estimating Industry Multiples”**. Working Paper, Harward University, 1999.

Beaver, William, Paul Kettler ve Myron Scholes. **“The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Risk Measures”**. The Accounting Review, Vol.45, No:4, (October, 1970), ss. 654-682.

Berkman, Henk, Micheal E. Bradbury ve Jason Ferguson. **“The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation”**. Journal of International Financial Management and Accounting, Vol.11, No:2, 2000, ss.71-83.

Bernard, Victor L. **“The Feltman-Ohlson Framework:Implications for Empiricists”**. Contemporary Accounting Research, Vol. 11, No:2 (Spring1995), ss.773-747.

Biddle, Gary C., Robert M. Bowen ve James S. Wallace. **“Economic Value Added:Some Empirical EVAdence”**. Managerial Finance, Vol.24, No:11, 1998, ss. 60-71.

Cassia, Lucio, Andrea Plati ve Silvio Vismara. **“Equity Valuation Using DCF: A Theoretical Analysis of the Long Term Hypothesis”**. Investment Mangement and Financial Innovations, Vol.4, No:1, 2007, ss.91-107.

Chen, Shimin, James L. Dodd. **“Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure”**. Journal of Managerial Issues, Vol.9, (Fall 1997), ss.318-333.

Cheng, C. S. Agnes, Ray McNamara. **“The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods”**. Review of Quantative Finance and Accounting, Vol.15, No:4 (December 2000), ss. 349-370.

Çıkırıkçı, Mustafa ve Abdulkерim Daştan. **“Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması”**. Bankacılar Dergisi, Sayı 43, 2002,ss.18-32.

Damadoran, Aswath. **“Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”**, Working Paper, Stern School of Business, 2006.

Dechow, Patricia M.,Amy P. Hutton ve Richard G. Sloan. **“An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model”**. Journal of Accounting and Economics, No:26, 1999, ss.1-34.

Dimbath, Merle F. **“The Theory and Practical Determination of Going Concern Value”**. Journal of Forensic Economics, Vol.7, No:2 (1994), ss. 171-178.

- Fama, Eugene, Kenneth French. **“Industry Costs of Equity”**. Journal of Financial Economics, Vol.43, No:2, 1997, ss.153-193
- Fama, Eugene. **“Efficient Capital Markets II”**. Journal of Finance, Vol.46, No:5 (December 1991), ss.1575-1617
- Fernandez, Pablo. **“Valuation of Brands and Intellectual Capital”**. Working Paper, IESE Business School, 2001.
- Fernandez, Pablo. **“Valuation Using Multiples:How Do Analysts Reach Their Conclusions?”**. Working Paper, IESE Business School, 2001.
- Fernandez, Pablo. **“Company Valuation Methods:The Most Common Errors in Valuation”**. IESE Working Papers, No:449, 2007.
- Francis, Jennifer, Per Olsson ve Dennis R. Oswald. **“Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”**. Journal of Accounting Research, Vol. 38, No:1, 2000, ss.45-70.
- Ismail, Ahmad. **”Is Economic Value Added More Associated with Stock Return Than Accounting Earnings?The UK Evidence”**. International Journal of Management Finance, Vol.2, No:4, 2006, ss.343-353.
- Jennergren, Peter. **“A Tutorial on the Discounted Cash Flow Model For Valuation of Companies”**. SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration, No:1998, 2007.
- Jiang, Xiaoquan, Bon-Soo Lee. **“An Empirical Test of The Accounting-Based Residual Income Model and The Traditional Dividend Discount Model”**. Journal of Business, Vol.78, No:4, 2005, ss.1465-1504.
- Kaplan, Steve ve Richard Ruback. **“The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis”**. Journal of Finance, Vol.50, No:4 (April 1995), ss.1059-1093.
- Liu, Jing, Doron Nissim ve Jacob Thomas. **“Equity Valuation Using Multiples”**. Journal of Accounting Research, Vol.40, No:1 (December 2002), ss.135-172.
- Medeiros, Otavio Ribeiro De. **“Empirical Evidence on the Relationship Between EVA and Stock Returns in Brazilian Firms”**. Working Paper, 2005.
- Muradoğlu, Gülnur. **“Capital Structure and Firm Value: An Empirical Analysis of Abnormal Returns”**. Working Paper, Cass Business School, 2006.
- O’Byrne, Stephen F. **“EVA and Market Value”**. Journal of Applied Corporate Finance, Vol.9, No.1, (Spring 1996), ss.116-125.
- Ohlson, James A. **“A Synthesis of Security Valuation Theory and Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings”**. Contemporary Accounting Research, Vol.6, No:2 (Spring 1990), ss. 648-676.

- Ohlson, James A. **“Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”**. Contemporary Accounting Research, Vol.11, No.2, (Spring 1995), s.664.
- Ohlson, James A. **“Residual Income Valuation: The Problems”**. Working Paper, Stern Scholl of Business, 2000.
- Özbek,Orkun.**“Türkiye’de Özelleştirme: Ekonomik ve Sosyal Etkileri”**.Ar-Ge Bülten, İzmir Ticaret Odası, Aralık 2007.
- Pareja, Ignacio Velez, Joseph Tham. **“Do the RIM , EVA and DCF Really Match?”**. Working Paper, 2003.
- Penman, Stephen H., Theodore Sougiannis. **“A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation”**. Contemporary Accounting Research, Vol.15, No.3, 1998, ss. 343-83.
- Plenborg, Thomas. **“Firm Valuation:Comparing The Residual and Discounted Cash Flow Approaches”**. Scandinavian Journal of Mangement, Vol.18, 2002, ss.303-318.
- Skogsvik, Kenth. **“A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation”**. SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration, No: 10, 1999.
- Sparling, David, Calum G. Turvey. **“Further Thoughts on the Relationship Between Economic Value Added and Stock Market Performance”**. Agribusiness, Vol.19, No:2, 2003, ss. 255-267.
- Spilioti, Setalla N., George A. Karathanassis,**“The Useful of Empirical Valuation Models:Some Results From The London Stock Exchange”**. Working Paper, 2006.
- Türker, İpek. **“Ekonomik Katma Değer (EVA)’in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri”**. Muhasebe ve Denetime Bakış, Yıl:5, No:15 (Mayıs 2005), ss.125-150.
- Wallace, James S. **“Adopting Residul Income Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For ?”**. Journal of Accounting and Economics, Vol.24, 1997, ss.275-300.
- Wilcox, Jarrod W. **“The P/B-ROE Valuation Model”**. Financial Analysts Journal, Vol.40, No:1 (February 1984), ss.58-66.
- Worthington, Andrew C., Tracey A. West. **“The Usefulness of Economic Value added (EVA) and Its Components in the Australia Context”**. Accounting, Accountability and Performance, Vol.7, No:1, 2001, ss.73-90.
- Vardavaki, Anastasia, John Mylonakis. **“Empirical Evidence on Retail Firms: Equity Valuation Models”**. International Research Journal of Finance and Economics, No:7,2007, ss.104-119.
- Volkov, Dmitry, Irina Berezinets. **“Accounting-Based Valuations and Market Prices of Equity:CaseofRussianMarket”**.WorkingPaper, 2007.

DİĞER KAYNAKLAR

Damodaran, Aswath. “**Estimating Inputs for Valuation Estimation: Estimation of Discount Rates**”. Working Paper, 2007.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/dcfinput.html, 2007]

Damodaran, Aswath. “**Estimating the Cost of Equity for a Private Company**”. Lecture Notes, 2007.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/totalbeta.htm, 2007]

Damodaran, Aswath. “**Equity Risk Premiums**”. Lecture Notes.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/RiskPrem.htm, 2007]

Damodaran, Aswath. “**Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice**”. Lecture Notes.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/CountryRisk.htm, 2007]

Damodaran, Aswath. “**Three Stage DDM**”. Lecture Notes.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/ddm.html, 2008]

Damodaran, Aswath. “**The FCFE Discount Model**”. Lecture Notes.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/fcfe.html, 2008].

Damodaran, Aswath. “**The Fundamental Determinants of Growth**”. Lecture Notes.
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invfables/growthdeterminants.htm, 2007].

Demirkol, İsmet. “**Firma Değeri Yaklaşımları**”. 2008
[www.finanskulup.org.tr/assets/makale/Ismet.Demirkol.Firma.Degeri.Yaklasimlari, 2008].

İş Yatırım. Araştırma Raporları

Kepez, Mehmet. **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım**. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2006

PriceWaterhouseCoopers. “**Birleşme ve Satın Alma İşlemleri: Şirket Değerlemeleri Raporu**”. Türkiye V. Çözüm Ortaklığı Platformu, 2007.

TSPAKB. **Finansal Yönetim: Sermaye Piyasası İleri Düzey Lisansı Eğitim Notları**.
[<http://www.tspakb.org.tr>, 2006]

TSPAKB. **Türkiye Sermaye Piyasası Yıllık Raporları**.

Yazıcı, Kuddisi. **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**. DPT Yayını, YPKDGM, Ankara, 1997.

