

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ İLE HİSSE SENEDİ
DEĞERİNİN BELİRLENMESİ:
İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK AŞ. ÜZERİNE BİR
İNCELEME

Burak AKIN

Danışman
Prof. Dr. Erhan DEMİRELİ

İZMİR - 2021

TEZ ONAY SAYFASI



YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Temel Analiz Yöntemi İle Hisse Senedi Değerinin Belirlenmesi: İskenderun Demir ve Çelik AŞ. Üzerine Bir İnceleme” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Burak AKIN

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Temel Analiz Yöntemi İle Hisse Senedi Değerinin Belirlenmesi: İskenderun

Demir Ve Çelik AŞ. Üzerine Bir İnceleme

Burak AKIN

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Finans Programı

Hisse senedi değerlemesi, pazarda hisse senedinin sahip olduğu fiyatların gerçekçilik durumuna karar verebilmek için kullanılmaktadır. Gerçek değerinin altında veya üstünde oluşan fiyatların oluşmasına sebep olan şartların ortadan kalkması ile birlikte gerçek pazar değerine yaklaşmaktadır. Hisse senetlerinden sermaye piyasasında işlem görenler arasında en uygun olanlarının seçilebilmesi için bazı analizler yapılmaktadır. Kullanılan analizler içerisinde kapsamlı ve geniş olanı temel analiz yaklaşımı olduğu görülmektedir.

Bu çalışma, temel analiz yöntemiyle İskenderun Demir ve Çelik firmasının gerçek değerinin tespit edilmesi ve gerçek değer göz önünde bulundurularak hisse senedi alım-satım noktalarının belirlenmesi amacıyla yapılmıştır. Ayrıca bu çalışma tasarruflarını hisse senedinde değerlendirecek olan yatırımcılar için şirketlere nasıl değer biçilmeli sorusuna yanıt vererek finansal okuryazarlığa katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmada ele alınan İskenderun Demir ve Çelik firması ve demir çelik sektörü dünyadaki gelişim ve büyümeden ne ölçüde pay alacağı, pay alırken kaynaklarını ne derecede etkili kullandığı ve kullanacağı ayrıca geçmiş performansları ile gelecekte neler yapabileceği belirli varsayımlar altında açıklanmıştır. Elde edilen veriler ışığında şirketin değeri belirlenmiştir. Buna göre, piyasa çarpanlarına göre yapılan değerlemeler sonucu 2020-2024 yılları şirket piyasa değeri belirlenmiştir. Firmanın satışlarında beklenen istikrarlı artış ile hisse değerinin de artacağı bulgusu elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi, Temel Analiz, İskenderun Demir ve Çelik.



ABSTRACT

Master's Thesis

Determination of Stock Value By Fundamental Analysis Method: Research on Iskenderun Iron And Steel Company

Burak AKIN

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Business Administration

Finance Program

Stock valuation is used to decide the realism of the prices of the stock in the market. It approaches the actual Sunday value with the disappearance of conditions that cause prices to form below or above their actual value. Some analysis is carried out to select the most appropriate ones among those traded in the capital market from stocks. Among the analyses used, it seems that the comprehensive and broad approach to fundamental analysis is.

The aim of this study was to determine the real value of Iskenderun Demir ve Celik by means of fundamental analysis and to determine the stock trading points by taking into account the real value. It is also believed that it will contribute to financial literacy by answering the question of how to value companies for investors who will evaluate their savings in stocks.

Iskenderun Demir ve Çelik and the iron and steel sector discussed in the study are explained under certain assumptions about the extent to which they will share the development and growth of the world, how effectively they use and use their resources when taking a share, and what they can do in the future with their past performance. In the light of the data obtained, the value of the company was determined. Accordingly, as a result of valuations made according to market factors, the market value of the company for 2020-2024 years was determined. It was found that the company's share value will also increase with the expected steady increase in sales.

Keywords: Stock, Fundamental Analysis, Iskenderun Demir ve Çelik.



TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ İLE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN BELİRLENMESİ: İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK AŞ. ÜZERİNE BİR İNCELEME

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
EKLER LİSTESİ	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ VE ANALİZ YÖNTEMLERİ

1.1. HİSSE SENEDİ VE TÜRLERİ	3
1.1.1. Hamiline veya Nama Yazılı Hisse Senetleri	4
1.1.2. Adi ve İmtiyazlı (Öncelikli) Hisse Senetleri	5
1.1.3. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	6
1.1.4. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	7
1.1.5. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	7
1.2. HİSSE SENEDİNİN İŞLEVLERİ	8
1.3. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA ANALİZ YÖNTEMLERİ	9
1.3.1. Menkul Kıymet Portföyünün Oluşturulması İle Analiz	9
1.3.2. Finansal Varlıkları Değerleme Modeli İle Analiz	10
1.3.3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi Modeli İle Analiz	11
1.3.4. Tek Endeks Modeli İle Analiz	12

1.3.5. Rassal Yürüyüş Teorisi	12
1.3.6. Temel Analiz	13
1.3.6.1. Finansal Tablolar Analizi	13
1.3.6.1.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)	19
1.3.6.1.2. Yüzde Yöntemi (Dikey Analiz) İle Analiz Tekniği	20
1.3.6.1.3. Trend Analizi (Eğilim Yüzdeleri Tekniği)	21
1.3.6.1.4. Oran Yöntemi ile Analiz	22
1.3.6.2. Temel Analizin Aşamaları	28
1.3.7. Teknik Analiz	30
1.3.8. Temel Analiz ve Teknik Analizin Karşılaştırılması	31

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ GERÇEK DEĞERİNİN HESAPLANMASINDA KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. VARLIĞA DAYALI HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELİ	33
2.2. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI MODELLERİ	34
2.2.1. Kar Payı İskonto Modeli	35
2.2.2. İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı Modeli	36
2.2.3. Artık Gelir Modeli	38
2.3. FİYAT ÇARPANLARI MODELİ	39

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ İLE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN BELİRLENMESİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI	42
3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	42
3.3. ARAŞTIRMANIN BULGULARI	43
3.3.1. Ekonomi Analizi	43
3.3.2. Sektör Analizi	48

3.3.3. Firma Analizi	51
3.3.3.1. Firmaya Genel Bir Bakış	51
3.3.3.2. Finansal Tablolar Analizi	54
3.3.3.2.1. Rasyo Analizi	54
3.3.3.2.1.1. Likidite Durumu	54
3.3.3.2.1.2. Faaliyet etkinliği	55
3.3.3.2.1.3. Karlılık oranları	56
3.3.3.2.1.4. Finansal Yapı Oranları	58
3.3.3.2.2. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi	60
3.3.3.2.2.1. Bilanço Analizi (2017/2018-2018/2019)	60
3.3.3.2.2.2. Gelir Tablosu Analizi (2017/2018-2018/2019)	62
3.3.3.2.3. Dikey Yüzdelere Yöntemi ile Analiz	64
3.3.3.2.4. Trend Analizi	65
3.3.3.2.4.1. Bilanço	65
3.3.3.2.4.2. Gelir Tablosu	67
3.3.3.2.5. Nakit Akış Tablosu Analizi	69
3.3.4. Değerleme Analizi	70
3.3.4.1. F/K Oranına Göre Değerleme	75
3.3.4.2. PD/Net Satış Oranına Göre Değerleme	76
3.3.4.3. PD/DD Oranına Göre Değerleme	78
3.3.4.4. PD/FAVÖK Oranına Göre Değerleme	80
SONUÇ VE TARTIŞMA	83
KAYNAKÇA	85
EKLER	

KISALTMALAR

FD	Firma Değeri
DD	Defter Değeri
F/K	Fiyat-Kazanç
FVAÖK	Faiz vergi ve amortisman öncesi kar
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
md.	Madde
NS	Net Satış
PD	Piyasa Değeri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TSP	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
vd.	ve diğerleri

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Bilanço Tablosu	s. 15
Tablo 2: Gelir Tablosu	s. 16
Tablo 3: Finansal Analizde Kullanılan Oranlar	s. 17
Tablo 4 : Likidite Oranları	s. 24
Tablo 5: Mali Yapı Oranları	s. 25
Tablo 6: Faaliyet (Verimlilik) Oranları	s. 26
Tablo 7: Varsayımlara Göre Hesaplanan Dolar/TL Ve Dolar/TL Piyasa Değeri 2001, Yıl Sonu Değerler	s. 44
Tablo 8: İki Ülkenin Enflasyon Farkı, TL/Dolar Piyasa Değeri Ve Hesaplanan TL/Dolar Seviyesi	s. 45
Tablo 9: Geleceğe Yönelik Tahminler	s. 48
Tablo 10: Dünya Ham Çelik Üretim Miktarı(Bin ton)	s. 48
Tablo 11: Ülkeler Bazında Ham Çelik Üretimi (Milyon Ton)	s. 49
Tablo 12: Üretim Miktarı (Bin ton)	s. 51
Tablo 13: Üretim Miktarı Karşılaştırılması (Bin ton)	s. 53
Tablo 14: Küresel Pazar Payları	s. 53
Tablo 15: Likidite Oranları	s. 54
Tablo 16: Faaliyet Oranları Tablosu	s. 55
Tablo 17: Karlılık Oranları Tablosu	s. 56
Tablo 18: Satışların Maliyeti Tablosu (Bin TL)	s. 57
Tablo 19: Finansal Yapı Oranları Tablosu	s. 58
Tablo 20: Karşılaştırmalı Bilanço Analizi Tablosu	s. 60
Tablo 21: Karşılaştırmalı Gelir Tablosu Analizi	s. 62
Tablo 22: Dikey Yüzdelere Yöntemi Analiz Tablosu	s. 64
Tablo 23: Bilanço Trend Analiz Tablosu	s. 66
Tablo 24: Gelir Tablosu Trend Analiz Tablosu	s. 68
Tablo 25: Nakit Akış Tablosu (Bin TL)	s. 69
Tablo 26: Son Beş Yıllık Veriler Tablosu	s. 71
Tablo 27: Geleceğe İlişkin Tahminleme Tablosu	s. 72
Tablo 28: Yıllıklandırılmış Finansal Veriler Tablosu (Bin TL)	s. 73

Tablo 29: Piyasa arpanları Hesaplama Tablosu	s. 74
Tablo 30: Verilerin En Düşük Ve En Yüksek Değerleri	s. 75
Tablo 31: F/K Oranı Değerleme Tablosu	s. 75
Tablo 32: PD/NS Oranı Değerleme Tablosu	s. 77
Tablo 33: PD/DD Oranı Değerleme Tablosu	s. 79
Tablo 34: PD/FAVÖK Oranı Değerleme Tablosu	s. 81
Tablo 35: Piyasa arpanları Değerleme Tablosu	s. 83
Tablo 36: 2020 Değerleme ve Ortalama Veriler Tablosu	s. 84



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Aylara Göre Gerçekleşen (TL/Dolar) / Hesaplanan (TL/ Dolar)	s. 46
Şekil 2: Türkiye Çelik Sektörü(Milyon ton)	s. 50
Şekil 3: Çalışan Sayısı İle Üretime İlişkin Veriler	s. 52



EKLER LİSTESİ

EK 1: Nisan-2016 İle Mart-2020 Tarihleri Arası ISDMR Aylık Ortalama Hisse Fiyat Verileri	ek s. 1
EK 2: Yıllıklandırılmış Veriler	ek s. 2



GİRİŞ

Sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Piyasalarda fon talep ve arz edenlerin arasındaki ilişki de bu menkul kıymetlerle kurulmaktadır. Hisse senedi, sermayesi paylara bölünen ve karşılığında da kıymetli evrak çıkarma hakkına sahip olan anonim şirketlerin ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin, yasal şartlara uygun bir şekilde düzenlenen kıymetli evraklarıdır.

Hisse senetleri, yatırımcıların doğru olarak yatırım yapmasıyla kar elde ettikleri yatırım araçları arasındadır. Bununla birlikte şirketler için kaynak sağlanabilecek en iyi araçlar olarak görülmektedir. Kıymetli kağıt olmalarının sayesinde şirketlerin, yatırımcı ve diğer kişilerce değerlendirilmesini sağlamaktadır. Temel analizdeki ilk evre ekonomik analizdir. Ekonomi analiziyle yatırım yapılacak olan ekonominin değerlendirilmesidir. Temel analizdeki ikinci aşama sektör analizidir. Bu anlamda ekonomi analizinin yapılmasının ardından, portföye alınacak olan hisse senetlerinin belirlenmesi için sektör analizi yapılmaktadır. Temel analiz sürecinin diğer bir aşaması; firma analizidir. Bu aşamada öncelikle firmanın genel durum analizi sonrasında finansal tablo analizi yapılmaktadır. Değerleme analizi temel analiz sürecinin son aşaması olarak değerlendirilmektedir. Burada getiri ve risk arasındaki ilişki, yatırım ve yatırım aracının değerini belirlemektedir.

Bu bilgilerden hareketle çalışmanın konusu temel analiz yöntemi ile hisse senedi değeri olarak belirlenmiştir. Çalışma üç temel başlıktan oluşturulmuştur. İlk iki bölüm betimsel literatür tarama tekniği ile hazırlanmıştır. Bu çerçevede daha önceden yazılan kitap, makale, tez ve internet kaynakları taranmıştır. Birinci bölüm başlığı hisse senedi ve analiz yöntemleridir. Bu bölümde hisse senedi, türleri, işlevleri ve hisse senedi yatırımlarında analiz yöntemleri ele alınmıştır. İkinci bölümde hisse senedi gerçek değerinin hesaplanmasında kullanılan değerlendirme yöntemleri aktarılmıştır.

Üçüncü bölümde ise temel analiz yöntemi ile İskenderun Demir ve Çelik firmasının gerçek değerini tespit etmek, gerçek değer göz önünde bulundurularak hisse senedi alım-satım noktaları belirlenmiştir. Araştırmada temel analiz yöntemi

kullanılmaktadır.Temel analiz yönteminin İlk bölümünde ekonomi analizi, ikinci bölümünde sektör (endüstri) analizi üçüncü bölümde firma analizi ve son bölümde de değerleme analizi yapılmaktadır.



BİRİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ VE ANALİZ YÖNTEMLERİ

Sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Piyasalarda fon talep ve arz edenlerin arasındaki ilişki de bu menkul kıymetlerle kurulmaktadır. Menkul kıymetler, alacaklılık ve ortaklık hakkı sağlayan belirli bir meblağı ifade etmekle birlikte, yatırım aracı şeklinde kullanılmaktadır. Dönemsel gelirler getirmekte, misli nitelik taşımakta ve seri olarak çıkarılmaktadır. İbareleri aynı ve şartları kurul tarafından belirlenen kıymetli evraklar olarak tanımlanmaktadır (SPK m.3.).

SPK'nın 3. Maddesinde sermaye piyasası araçlarının tanımında ifade edilen diğer sermaye piyasası araçları menkul kıymetin dışındadır. Diğer sermaye piyasası araçlarının, menkul kıymetlerin dışında kalan şartları kurul tarafından ayrıca belirlenmiş olan evraklar şeklinde tanımlanmıştır (Parasız, 2009: 263). Nakit, poliçe, çek, bono ve mevduat sertifikası örnek olarak verilebilir. Bunlar, kıymetli evrak niteliği taşımamakla birlikte sermaye piyasası aracı olarak da kabul edilmemektedir. Diğer sermaye piyasası araçlarının sahibine yalnızca alacaklılık hakkı sağladığını (SPK, md.3.) da belirtmek gerekir.

Bu bölümün konusunu oluşturan hisse senetleri ise kıymetli evrak sermayesinin paylara bölünmesi karşılığında hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortakların kanunlara uygun şekilde çıkardıkları belgelere verilen isimdir (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1997:131). Döviz ve tahvil gibi finansal varlık getiri ve/veya fiyatlarının belirli bir olasılık dahilinde öngörülebildiği görülmektedir. Bu durum, konuyla ilgili daha önceden bilgi edinen yatırımcılara normal üstü getiriler sağlamakta veya uğranılacak herhangi bir kaybı giderme olanağı bulunduğu için finans dünyasında dikkat çekmektedir (İlarslan, 2014: 6099).

1.1. HİSSE SENEDİ VE TÜRLERİ

Hisse (pay) senetleri, sahiplerine ortaklık hakları sunan ve bu haklarla birlikte şirket karından pay alma fırsatı sağlayan finansal varlıklara denir. Hisse senetleri,

aracıları ortadan kaldırmakta ve şirketlere finansman sağlamaktadırlar. Anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde her payın, bu finansal varlıklarla temsil edildiği görülmektedir. Hisse senetleri, çıkarılma koşullarına uygun olarak sermayesinin belli bir oranını temsil etmekte ve sahiplerine bu oranlara uygun olarak şirkete ortaklık hakkı sağlamaktadırlar (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1997:131).

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünen ve karşılığında da kıymetli evrak çıkarma hakkına sahip olan anonim şirketlerin ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin, yasal şartlara uygun bir şekilde düzenlenen kıymetli evraklarıdır. Hisse senetleri sahiplerine sermayesinin belirli oranlarda temsil yetkisi ve bu ölçüde ortaklık hakkı da sağlamaktadır. Kısacası hisse senetleri; sahiplerine ait olduğu şirketin varlıkları ve net gelirinin üzerinde alacak hakkı da doğurmaktadır. Türk Ticaret Kanunun'da; nama ve emre yazılı, adi ve imtiyazlı, primli ve primsiz hisse senetleri şeklinde bir çok türünden bahsedilmektedir (Şıklar, 2008:15).

1.1.1. Hamiline veya Nama Yazılı Hisse Senetleri

TTK'nın 409. maddesinde, hisse senetleri nama ve hamiline yazılı olabilmektedir. Ana sözleşmeye aykırı bir madde olmadıkça hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekir. Anonim şirketler, hisse senetlerinin bir bölümünü hamiline, bir bölümünü de nama yazılı şekilde ihraç edebilmektedir. İhraç edilecek olan hisse senetlerinin hangilerinin nama, hangilerinin hamiline yazılacağı ve bunların hangi ortaklara tahsis edileceği temel sözleşmede açık ve net olarak gösterilmektedir. Nama yazılı hisse senetlerinde, hisse sahibinin adı, soyadı ve adresi, senetin karşılığında ödenmesi gereken tutar yazılmalıdır. Ayrıca, bu senetler, şirketin pay defterine kaydedilmektedir (Yeşilkaya, 2009) .

Hamiline yazılı hisse senetlerinde ismi yazılan kişi hukuken o hisse senedinin sahibidir. Senedin hamili, banka kanıtına lüzum kalmaksızın, şirket karı hisse senedinden temin edilen tüm haklar ve bu hakları kullanma yetkisi vardır. Bu hakların, hisse senedini elde etmekle beraber kazanılmaktadır. Dolayısıyla da, hamiline yazılı hisse senetlerinin başka bir kişiye devredilebilmesi için teslim etmek yeterli olacaktır. Bunların herhangi bir mal şeklinde alınıp satılabildiğini belirtmek

gerekir. Bu gibi intikalden şirketin haberdar edilmesine gerek duyulmamaktadır. Hamiline yazılı hisse senedi mülkiyetinin intikalleri için, zilyetliğin hüsnüniyet ile intikali yeterli gelmektedir. Nama yazılı hisse senetlerinin devrinin, yazılı ekle tabi olduğunu söylemek gerekir. Nama yazılı hisse senetlerinin esas sözleşmede aksine bir hüküm olmadıkça devrolunabildiği görülmektedir. Devir işlemi beyanname ya da senet üzerine dercedilen tam bir senet ve cironun teslimiyle tekemmül etmektedir. Nama yazılı hisse senedinin ferağı ve devrinin şirket karı geçerli olabilmesi için, ferağ keyfiyetinin şirkete bildiriminin yapılması, şirketin pay kütüğüne tescil edilmesi ve hisse senedinin üzerine yeni sahibinin adı ve hüviyetiyle adresinin kaydedilmesi gerekmektedir (Karşı, 2004: 426).

1.1.2. Adi ve İmtiyazlı (Öncelikli) Hisse Senetleri

Adi hisse senetleri, ister nama ister hamiline yazılı olsun temel sözleşmede hüküm bulunmuyorsa hisse senetleri pay sahiplerine ait hakları temin edilir ve sahibine ait olan bu hakları temin eden hisse senetlerine “adi hisse senedi” adı verilmektedir (SPK, 2011). İmtiyazlı hisse senetleri ise sahiplerine net aktifte, safi kara itirak ve genel kurulda oy kullanmak gibi ayrıcalıklı bazı haklar doğurmaktadır (Canoglu, 2011).

İmtiyazlı hisse senetlerinin adi hisse senetleri karşısında bir üstünlüğü bulunmamaktadır. İmtiyazlı hisse senetlerinin temettü ödemelerinin yapılmasının ardından, arta kalan dağıtılabılır karın üzerinden, adi hisse senetler için bir temettü ödemesi yapılabilmektedir. Ortaklıklarda hisse senedi sahiplerine çeşitli imtiyazlar tanınabilmektedir. Bu hisse senetlerinin borsada çeşitli gruplarda işlem gördüğünü belirtmek gerekir. Bu gruplar, “A grubu, B grubu ve C grubu” olarak sıralanmaktadır. Bu senetlerin temettü dağıtımı açısından farklılık gösterdiğini de söylemek mümkündür. Örneğin sırasıyla A grubu şirket hisseleri temettüden daha çok pay alabilirken C grubu hisse senetleri temettüden daha az pay alabilmektedir.

Adi hisse senetleri, olağan ya da normal hisse senetleridir. Sahiplerine şirket genel kurulunda oy hakkı sağlamaktadır. Bunun yanında şirket karlarından pay almak, mülkiyet hakkının üçüncü şahıslara devredilmesi, tasfiye durumlarında borçların ödenmesinin ardından tasfiye sonucuna katılmak ve çıkarılacak yeni hisse

senetlerinden öncelikli olarak satın almak gibi haklar da vermektedir (Seyidoğlu, 2001: 305).

Şirketlerin özellikle imtiyazlı hisse senedi çıkarmaları hususunda, esas sözleşmede koşullarını belirtmeleri gerekmektedir. Yatırım ortaklıklarında imtiyazlı hisse senedi çıkartılamadığı görülmektedir. Hisse senedinin sahibine verdiği haklar konusunda verilen bazı imtiyazlar bulunmaktadır. Bunlar (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 423):

- a) Oy hakkından imtiyaz,
- b) Temettü hakkından imtiyaz,
- c) Tasfiye payında imtiyaz olabilmektedir.

Şirketlerin imtiyazlı hisse senetlerine ödemiş oldukları kar paylarını vergi matrahlarından düşmedikleri görülmektedir. Bu durum, şirketlerin imtiyazlı hisse senedi ihraç etme kararlarını olumsuz olarak etkileyebilmektedir. Adi hisse senedi kar payı gibi imtiyazlı hisse senedi kar paylarının da verginin ardından gelen kardan ödendiğini belirtmek gerekir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 194).

1.1.3. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, kuruculara özel çıkarılan, belirli bir sermaye payını temsil etmediği görülen, şirket yönetimine katılma hakkı vermeyen, kuruluş esnasındaki hizmetin karşılığı olarak, şirket karının bir bölümüne iştirak etme hakkını kazanabilmek için oluşturulan hisse senetlerini ifade etmektedir (Kara, 1990: 98).

İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararlarla bazı kişilere çeşitli hizmet ve alacak karlılığı şeklinde kuruluşun ardından verilen sermaye payını temsil etmeyen hisse senetlerine verilen addır. Şirket karından kanuni yedek akçenin ayrılmasının ardından tüm hisselerle ödenmiş olan sermayenin %5'i oranlarında kanuni birinci temettü ödenmeksizin gerek imtiyazlı hisselerle gerekse de sermaye payını temsil etmeyen kurucular ve intifa hisse senetlerine özel temettü ödenmemekte, ödenebilecek miktarlar da kalan karın %10'nunu geçmemektedir (IMKB, 2011: 201).

1.1.4. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Bazı hisse senetlerinin sermayenin artırılması yoluyla ya da üçüncü şahıslar tarafından satın almak suretiyle sahip olunabilmektedir. Bu tarz hisse senetleri bedelli hisse senetleri olarak ifade edilmektedir. Şirketlerin sermayelerinin artması karşılığında çıkarmış oldukları hisse senetlerinin nominal değerlerinden veya daha yüksek fiyatlardan satmak amacıyla gerçekleştirdiği sermaye artırımdır. Bu hisse senetlerinin ortaklara satılması söz konusu olduğu gibi (rüçhan hakkının kullandırımı), ortakların dışındaki yatırımcılara satması da (rüçhan haklarının kısıtlanması) söz konusu olabilmektedir. Bedelli sermaye artırılmasına katılım belirli bir süreyle sınırlıdır (Ayan, 2014: 14-15).

Türkiye’deki uygulama, yalnızca bedelsiz ve bedelli sermaye artırımını yönünde işlemektedir. Bedelsiz şekilde ihraç edildiği görülen hisse senetlerinin kardan tam pay alma durumu genel olarak şirket yönetimi benimsediği için, hisse senedi yapısında herhangi bir değişikliğe neden olmamaktadır. Bedelli sermayenin artırılmasıyla sağlanmış olan fon, artırım tarihinden sonra şirketin faaliyetlerine katılmaktadır. Bu nedenden, hisse senetleri, katılım süresiyle ağırlıklandırılmakta ve ortalama hisse senedi sayısı belirlenmektedir (TSPAKB, 2011: 44).

1.1.5. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Türk Hukuk Sisteminde şirketler itibari (nominal) değeri olmayan hisse senedi ihracı yapılamamakta veya itibari değerinden aşağı bir bedel ile hisse senedi ihraç edememektedirler (Kondak, 1998: 82). Üzerinde yazılı değerle yani itibari değeriyle ihraç edilen hisse senetlerine “Primsiz Hisse Senedi”, itibari değerlerinden yüksek bedellerle ihraç edilen hisse senetlerine “Primli Hisse Senedi” adı verilmektedir. Primli Hisse Senedi’nde, ihraç edilebilmesi için esas sözleşmede hüküm olması veya şirket genel kurulunca karar alınması önemlidir. Kayıtlı sermaye sistemindeyse, esas sözleşmeyle yetkili kılınması şartıyla, yönetim kurulu kararıyla Primli Hisse Senedi ihraç edilebilmektedir (Bolak, 2001: 132).

Norminal değerle ihraç edilen hisse senetlerinin primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedel ile ihraç edilen hisse senetleriye primli hisse senetlerini ifade etmektedir. Primli hisse senedi ihraçları için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalıdır ya da genel kurulca karar alınması gerekir. Primli hisse senedi ihraç edilmesi durumunda oluşacak emisyon primlerinin vergiye tabi olduğunu belirtmek gerekir (Kondak, 1998: 82).

1.2. HİSSE SENEDİNİN İşLEVLERİ

Hisse senetleri, yatırımcıların doğru olarak yatırım yapmasıyla kar elde ettikleri yatırım araçları arasındadır. Bununla birlikte şirketler için kaynak sağlanabilecek en iyi araçlar olarak görülmektedir. Kıymetli kağıt olmalarının sayesinde şirketlerin, yatırımcı ve diğer kişilerce değerlendirilmesini sağlamaktadır. şayet hisse senedi birinin adına göre düzenlenmiş ise o kişinin şirket ortağı olduğunu ispatlayan resmi belgelerdir. şirket sermayesinin belirli bir bölümünü ifade eden hisse senetleri, elinde tutan kişilere bazı haklar da sunmaktadır. Bunların en önemlilerinden biri temettü kısaca kardan pay alma haklarıdır (Bayhan, 2019).

Sermaye Piyasası'nda fon kaynağı arayan işletmeler ile fon fazlası olan kişileri bir araya getirme işlevine sahip en önemli menkul kıymet olan hisse senedinin ekonomiye önemli katkıları da vardır. Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür (Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, 2004:8):

- Hisse senetleri, fon fazlası olan gerçek veya tüzel kişilerin birikimlerini fon talebi olan işletmelerin yatırıma dönüştürmesi ile; ekonomik kalkınma açısından önemli katkı sağlamaktadır.
- Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi şirketlerin mülkiyetini onu elde edemeyecek kitlelere dağıtmak sureti ile ekonomik refahı tabana yayarak adil bir gelir dağılımına katkı sağlamaktadır.
- Yönetime katılma ve oy kullanma gibi hakların sonucunda bazı kararlarda halkın da katkısının olmasıyla birlikte; demokrasinin iktisadi tarafını tamamlamaktadır.

- Halkın tasarruflarına ek gelir sağlamaktadır bunu faizle değil enflasyona karşı dayanıklı, enflasyon ile birlikte değerlendirilmiş bir yatırımla sağlamakta, hem gelir hem de yatırımın değerini enflasyona karşı korumaktadır.

Sonuç olarak, hisse senetleri, araçları ortadan kaldıran finansman araçlarıdır. Bir şirket işletme ve yatırım sermayesi şeklinde büyük meblağlı fonlara gereksinim duyduğunda, bu fonları hisse senedi ihraçlarından başka hangi yollarla sağlarsa, bunun bir aracı maliyeti bulunmaktadır (Oktay, 2013: 32).

1.3. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA ANALİZ YÖNTEMLERİ

Hisse senetleri, fiyatı ve yatırım zamanlaması piyasaların kurulmasından bu yana en fazla üzerinde durulan konulardandır. Bu konuda yapılan birçok çalışma bulunmakta ve bu çalışmaların neticelerinde birçok farklı yöntem ve yaklaşım geliştirilmiştir. Borsada işlem yapma hem sanat hem de bilim olarak tanımlanır. Hangi yöntemlerle olursa olsun borsa konusundaki analizlerde kişisel birikimler etkin olmaktadır. Bu analizin kişilere göre farklı sonuçlar verdiği ve subjektif düşüncenin ürünü olarak ortaya çıkmıştır (Sarı, 1996: 3).

1.3.1. Menkul Kıymet Portföyünün Oluşturulması İle Analiz

Portföy, yatırımcıların iki veya daha fazla varlığa yatırım yapmaları ile oluşturulmaktadır. Finansal menkul kıymet yatırımcılarının genel olarak hisse senedi portföyleri bulunmaktadır. Portföy teorisini ilk başta Markowitz 1952’de gündeme getirmiştir. Bu teorinin temelinde, bir çok menkul kıymete yatırım yapmanın bir tek menkul kıymete yatırım yapmaktan daha az riskli olduğu fikrine dayanmaktadır. Markowitz, belli bir risk seviyesinde yüksek getirili ve belli bir getirinin seviyesinde en düşük riskli portföyleri belirleyebilmek için yöntemler geliştirmiştir (Samuels, 1996: 252).

1.3.2. Finansal Varlıkları Değerleme Modeli İle Analiz

Varlığa dayalı değerleme modelinde, varlıkların gerçek değerlerine dayalı olarak şirket değeri belirlenmektedir. Şirketin öz sermaye değeri; borçların piyasada bulunan gerçek fiyatları ile işletme değerinden düşülerek bulunmaktadır. Bilançoda bulunan borçlarla varlıkların, gerçek piyasa değerleriyle kaydedildiğinde bu modelin kullanıldığını belirtmek gerekir. Varlıklar piyasalarda etkili olarak fiyatlandığından bu varlıkların sermaye maliyeti kadar kazandıracağı görülmektedir. Bu durumlarda gerçek değer defter değerine eş olmaktadır ve dolayısıyla ileride beklenen artı gelir sıfır olmaktadır. Model kapsamında, şirket değerini ‘(Vt)’ aşağıda gösterildiği gibi maddi/maddi olmayan varlıkların gerçek değerlerinin toplamı olarak belirtmektedir (Akta, 2008: 57):

$$V_1 = \sum_{i=1} fV_1$$

Bu denklemde “fV”, şirket varlığının değerini ifade etmektedir. Bu modelin, sabit varlıkları yüksek ve basit teknolojinin kullanıldığı şirketleri değerlemede kullanıldığını söylemek mümkündür.

Varlık fiyatlama teorilerinde, bir varlığın beklenen getirisinin risklerine bağlı olduğu varsayılmaktadır. Finanstta riskler genel olarak varlığın betasıyla ölçülür (Demir ve Yağcılar, 2009: 37). Finansal varlığa ait olan piyasa katsayılarının hesaplanabilmesi yatırımcıların oluşturacağı portföylerde bulunacak finansal varlıkların belirlenme konusunda fayda sağlamaktadır. Finansal varlık fiyatlama modellerinin ekonometrik şekilde parametrik regresyon modelleriyle açıklanan modeller olduğu görülmektedir. Bu modellerden hareket ederek bulunan parametre tahminlerinin, yatırımcılar için önemli olan piyasa riskleri katsayılarının, doğru olarak tahmini gerekmektedir. Kurulan parametrik regresyon modelleri ve parametre tahminlerinin istatistiksel ve ekonometrik bakımdan gereken varsayımların yerine getirilmesi beklenmektedir. Bunun nedeni ise söz konusu varsayımların yerine gelmediğinde finansal varlıklara ait tahmin edilen piyasa riski katsayılarının geçerliliği tartışmalı olmaktadır (Sümer ve Hepsağ, 2007: 3-4).

1.3.3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi Modeli İle Analiz

Arbitraj, çeşitli piyasalarda işlem gören aynı menkul kıymetin, para veya değerli madenin fiyatlarının farklı olması durumlarında eş zamanlı düşük fiyatlı piyasalardan alınarak; yüksek fiyatlı piyasalarda satılarak risksiz kar elde etme anlamına gelmektedir. Bu ürünler, altın gibi değerli madenler veya hisse senedi gibi menkul kıymet olabilmektedir. Buradaki hedef, tamamen risksiz olarak kar elde edebilmektir (www.qnbfı.com, 2018). “Arbitraj Fiyatlama Teorisi Modeli”nin temelinde sadece portföy kuramı değil, kendi içerisinde kapalı olan arbitraj yapısı bulunmaktadır (Çakır, 2012: 35).

Yatırımcılarla portföy yöneticilerinin kullandıkları araçların arasında yer alan AFT şeklinde isimlendirilen modelde, ekonomi vardır. APT modelinde, ödenmeme, faiz oranı, piyasa, satın alma gücü ve yönetimin riski ile belli bir varlığı değerlendirilmesiyle ilgili olması muhtemel diğer risk faktörlerinin ağırlıklı ortalaması kullanılarak bir risk getiri ilişkisi ortaya konulmaktadır. APT, muhtemel risk faktörlerinin bir varlığın o günkü değerini bulma ve uygun getiri oranlarının nasıl belirleneceğini gösterme üzerine yoğunlaşmaktadır (Francis, 1993 :63).

APT varlık fiyatlarının sistematik risklerin kaynağı şeklinde değerlendirilen faktörlere dayandığı için bu faktörlerin belirlenebilmesi bu modelin uygulanmasında önemlidir. Bu konuda, faktörlerin yapısı ve sayısının neler olacağı şeklinde iki sorunla karşı karşıya kalınmaktadır. Piyasa ortamlarında arbitraj mümkün olduğundan, farklı piyasalarda tek fiyat oluşmaktadır. Arbitraj fırsatları bakımından aynı anda ve farklı piyasada her varlık için bir tek fiyat oluşabilmektedir. Buna “Tek Fiyat Kanunu” adı verilmektedir. Tek Fiyat Kanunu’nda, arbitrajı yapan yatırımcıların aynı anda, farklı oluşan fiyatlardan, farklı yerlerde, varlıkları ucuz piyasalardan alarak, pahalı piyasalarda satıp net bir yatırım gerçekleştirmeden risksiz ve pozitif bir getiri elde edebilmektedir. Arbitraj imkanları, aynı varlıkların fiyatları aynı anda piyasalarda aynı fiyata gelinceye dek devam etmektedir. Arbitraj işlemleri esnasında malın/ürünün ucuz olmuş olduğu piyasalarda meydana gelecek talep artışları sebebiyle fiyatın artmasını sağlayacaktır. Bununla birlikte malın/ürünün pahalı olduğu piyasalarda ortaya çıkması muhtemel arz artışlarının sebebiyle

fiyatlarda düşme olabilecektir. Bu süreç içinde fiyatların arasındaki farklar ortadan kalkmakta ve bir denge fiyat sağlayıncaya kadar sürecektir (Çakır, 2012: 33).

1.3.4. Tek Endeks Modeli İle Analiz

Tek endeks modeli, bir hisse senedinin getirisiyle piyasa endeksinin arasında doğrusal ilişkinin var olduğunu ileri sürmektedir (Çitak, 1999: 42). Bu ilişkinin matematiksel anlamda aşağıdaki gibi ifade edildiği görülmektedir (Kıyılar ve Eroğlu, 2004):

$$R_1 = a_1 + \beta_1 R_M + e_1$$

R_1 : i hisse senedinin gerçekleşen getirisi

R_M : Piyasa endeksinin getirisi

β_1 : i hisse senedinin piyasa getirisi ile olan ilişkisini gösteren katsaya

e_1 : Hata terimi

Bu model kapsamında hisse senedi getirilerinin beklenen değerlerini, varyanslarını ve kovaryanslarını veren formüller aşağıdaki gibidir (Elton ve Gruber, 1987: 100);

$$E(R_1) = a_1 + \beta_1 \cdot E(R_M)$$

$$\sigma_1^2 = \beta_1^2 \sigma_M^2 + \sigma_a^2$$

$$\sigma_{ij} = \beta_1 \beta_3 \sigma_M^2$$

şeklinde ifade edilmektedir.

1.3.5. Rassal Yürüyüş Teorisi

Rassal analiz geniş bir destekçi kitlesi edinmiştir. Rassal analiz görüşü, sadece uzun süreli hisse senedi yatırımlarının başarılı olacağı ve dolayısıyla da mümkün olduğu kadar küçük yaşlardan sonra hisse senedine yatırım yapılması, ne durumda olunursa olsun hisse senetlerinin satılmamasının gerektiği savunulmaktadır. Bu teoride, yeterli deneyim ve bilgisi bulunmayan yatırımcıların dahi borsada uzun süreli büyük kazançlar elde edeceklerinin ileri sürülmesi bakımından önemlidir (Uyar, 2001: 50).

Piyasada bazen varlık fiyatları abartılı olarak fiyatlanır ve olması gereken değerden farklılaşır bunun nedeni piyasadaki yatırımcıların farklı bilgi veya eksik bilgi ile işlem yapmalarıdır. Bu teorinin savunucuları, hisse senedinin geçmiş fiyat hareketleri gelecekteki fiyat hareketlerini etkilemeyeceği görüşünü savunmaktadır. Ayrıca varlık fiyatları geçici olarak olması gereken değerden farklı değerde olabilir ancak uzun vadede olması gereken değere gelecektir (Aydın, 2017: 45-46).

1.3.6. Temel Analiz

Temel analiz, bir hisse senedi veya bütün piyasanın gerçek değerlerinin tahmin edilme esasına dayanmaktadır (Jones, 1998). Bir hisse senedinin riskini ve kazancını tahmin etmek ve hesaplayabilmek için, hisse senedi ile temsil ettiği şirket hakkındaki tüm bilgilerin değerlendirilmesi şeklinde ifade edilen temel analizde, hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmaktadır. Gerçek değer, şirkete ait olan varlıklar, giderler, gelirler ve büyümesi gibi kalitatif ve kantitatif faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir (Serin, 2004: 2).

Temel Analiz yönteminde, şirketin geçmişte elde ettiği finansal gücün analiz edilmesi söz konusudur. Yatırımcı, şirketin zayıf ve güçlü yönlerinin tespit edilmesi için finansal tabloları analiz etmekte; temel trend ve gelişmeleri takip etmektedir. Faaliyet etkinliğini değerlendirerek; şirketin yapısı ile faaliyet özellikleri konusunda genel bir görüş elde etmektedir. (Eken, 2006: 159);

Sektörün ekonomik, politik, teknolojik ve sosyal gelişmelerden ne şekilde etkilendiğinin incelenmesi, kısaca PEST analizinin yapılması ve Sektörün karakteristik özelliklerinin belirlenmesi.

Temel Analiz yöntemi kapsamında aşağıdaki analizler yapılmaktadır:

1.3.6.1. Finansal Tablolar Analizi

Finansal tabloların temel finansal ve ek finansal tabloları şeklinde ikili sınıflandırmaya tabii tutulduğu görülmektedir;

a) Temel Finansal Tablolar

1. Bilanço: Vergi Usul Kanunu'nun 192. Md. ve Türk Ticaret Kanunu'nun 74. Md. bilanço kavramını “envanterde gösterilen kıymetlerin tasnifli ve karşılıklı olarak değerleri itibariyle tertiplenmiş hulasası” olarak ifade etmiştir. Çift taraflı kayıt yöntemi şeklinde de tarif edilmektedir. Şirketin eylemi sonucunda ortaya çıkan mali niteliği olan olayların, para ile ifade edilen olayın sebeplerine de dikkat ederek kaydetme yöntemine verilen addır (Ardıç ve Köşkeroğlu, 2014: 58). Bir bilançonun düzenlenmesi konusunda aşağıdaki ilkeleri değerlendirmek gerekir (Yıldız, 2014: 57):

- Mali tablolarda kaynaklar ve varlıklar belirtilirken yerel para birimi kullanılmaktadır.
- Mali tablolar, genel kabul gören muhasebe ilkeleri ile kavramlarına göre oluşturulmaktadır.
- Mali tablolarda borçlar aktarılırken tahakkuk esası, aktif kalemler aktarılırken de maliyet esasına bakılarak belirlenmektedir.
- Mali tablo belirli bir zamanda borç, varlık ve öz kaynak kalemleri detaylı olarak dağılımının gösterildiği tabloları ifade etmektedir.
- Mali tablolarda tarihi maliyet esas alınmaktadır.

Bilanço finansal bir durum tablosudur. Bu anlamda bilançonun aktifinde bulunan varlıkların bir yıl içerisinde nakde geçeceği varsayılan dönen varlıklardan ve aktifindeki bir yıldan daha uzun sürenin ardından nakde dönüşeceği varsayılan duran varlıklardan oluşmaktadır. Bilançonun pasif tarafındaysa bir yıl içerisinde ödemesi beklenen kısa vadeli yabancı kaynak ve bir yıldan daha uzun sürede ödemesi beklenen uzun vadeli yabancı kaynaklarla öz kaynaklardan oluşmaktadır. Bilançoya örnek olarak aşağıdaki tablo verilebilir (Adıgüzel, 2018: 55-56).

Tablo 1: Bilanço Tablosu

XYZ A.Ş BİLANÇO			
AKTİFLER		PASİFLER	
DÖNEN VARLIKLAR	XXXX	KISA VADELİ KAYNAKLAR	XXXX
Kasa		Ticari Borçlar	
Menkul Kıymetler		Mali Borçlar	
Ticari Alacaklar		Diğer Kısa Vadeli Borçlar	
Stoklar		UZUN VADELİ KAYNAKLAR	XXXX
Diğer Dönen varlıklar		Uzun Vadeli Mali Borçlar	
DURAN VARLIKLAR	XXXXX	Diğer Uzun Vadeli Borçlar	
Makine ve Teçhizat		ÖZ KAYNAKLAR	XXXX
Bina ve Arsalar		Sermaye	
Duran Varlıklar		Sermaye Yedekleri	
		Dağıtılmamış Karlar	
+AKTİF TOPLAM	XXXXXXXX	+PASİF TOPLAM	XXXXXXXX

Kaynak: Adıgüzel, 2018: 55-56

2. Gelir Tablosu: Şirketin belirli bir dönemine ait faaliyetlerinin neticesini gösteren tabloya denir (Yıldız, 2014: 56). Bu tabloda her faaliyet dönemine ait faaliyet sonuçlarının kendi içerisinde değerlendirildiği ve şirketin geçmiş dönemlerinin gösterildiği sonuçlarla rakip şirketlerin sonuçlarıyla karşılaştırılarak bazı analiz ve yorumların yapıldığı görülmektedir (Elmas, 2016: 62).

Tablo 2: Gelir Tablosu

XYZ A.Ş GELİR TABLOSU	
BRÜT SATIŞLAR	XXXXXX
İndirimler, İadeler, Iskontolar (-)	XXX
NET SATIŞLAR	XXXXXX
Satış Maliyetleri (-)	XXX
BRÜT SATIŞ KARI(ZARARI)	XXXXXX
Faaliyet Giderleri (-)	XXX
ESAS FAALİYET KARI(ZARARI)	XXXXXX
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	XXX
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	XXX
Finansman Giderleri (-)	XXX
OLAĞAN KAR(ZARAR)	XXXXXX
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	XXX
Olağan Dışı Gider ve Zararlar	XXX
DÖNEM KARI(ZARARI)	XXXXXX
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	XXX
DÖNEM NET KARI(ZARARI)	XXXXXX

Kaynak: Adıgüzel, 2018: 55-56

Finansal tablolar analizinde analist, elde edilen sonuçları subjektif bir şekilde sektör ortalamaları veya işletmenin geçmiş yıldaki finansal tablo sonuçlarına göre karşılaştırmaktadır. Analist işletmenin özellikli durumlarına göre veya sektörün geçmiş ve gelecek koşullarına göre durum değerlendirmesi yapmaktadır.

Tablo 3: Finansal Analizde Kullanılan Oranlar

Oran Grubu	Kullanılan Oranlar	Kullanılı Amacı
Likidite Oranları	Cari Oran	Kısa vadeli borçlar ile dönen varlıklar arasındaki ilişkiyi araştıran oranlardır.
	Asit-Test Oranı	
	Nakit Oran	
Finansal Yapı Oranları	Kaldıraç Oranı	Uzun vadeli yükümlülüklerin yerine getirilebilme yeterliliğini ölçen oranlardır.
	Faiz Karılama Oranı	
	Kısa Vadeli Borçların Yabancı Kaynak Toplamına Oranı	
	Uzun Vadeli Borçların Yabancı Kaynak Toplamına Oranı	
	Maddi Duran Varlıkların Uzun Süreli Borçlara Oranı	
Varlık Kullanım Oranları	Stok Devir Hızı	Yöneticilerin şirket varlıklarını ne ölçüde etkin kullandığını tespit etmede kullanılan oranlardır.
	Stok Devir Süresi	
	Alacak Devir Hızı	
	Alacak Devir Süresi	
	Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı	
	Öz Sermaye Devir Hızı	
	Aktif Devir Hızı	
	Maddi Duran Varlık Devir Hızı	
Karlılık Oranları	Brüt Kar Marjı	Varlık ve kaynakların ne ölçüde verimli kullandığının, faaliyetlerdeki karlılığın saptanmasında kullanılmaktadır.
	Net Kar Marjı	
	Öz Sermaye Karlılık Oranı	
	Faaliyet Kar Marjı	
	Aktif Karlılık Oranı	
Borsa Performans Oranları	Fiyat Kazanç Oranı	İşletmenin ortaklarına yeterli bir gelir sağlayıp sağlamadığını belirlemede kullanılan oranlardır.
	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	

Kaynak: Karadeniz ve Kahiloğulları, 2014: 258

b) Ek Finansal Tablolar

1. Satışların Maliyeti Tablosu: Satışların maliyeti tablosu, gelir tablosunda bulunan satışların maliyeti kaleminin ayrıntılarını gösteren ve gelir tablosunu bütünleyen tabloya denir (Arat ve Çetin, 2011: 6). Her beş dönemde Alımlar Hesap grubu toplam maliyet içerisinde büyük oransal etkinliği vardır. Toplam maliyetler hesap grubunun alımlar kalemi oluşturmaktadır. Oransal anlamda her sene aynı olsa bile

tutarsal olarak her sene artış göstermektedir. Ancak dönem sonu stoğunda yıllar itibariyle artması alımların oransal etkinliğini korumaktadır (Karahana, 2014: 82-83).

2. Fon Akım Tablosu: Fon, finansal analiz süreci içinde, analizin amaçlarına göre üç farklı anlamda kullanılmaktadır. Finansal analizi yapanlar şirketin nakit oluşturma gücünü analiz etmeyi istiyorlar ise fon, nakit anlamında kullanılır ve analizde nakit akım tablosu kullanılır. Finansal analizin, şirketin net işletme sermayesinde görülen değişimlerini incelemek için net işletme sermayesinde görülen artış da fon olarak ifade edilmekte ve analizde net işletme sermayesi değişim tablosu kullanılır (Karadeniz vd., 2016: 259). Şayet finansal analizde şirketin üçüncü kişiler ile ilişkilerinden kaynaklı fon artışı veya azalışlarının incelenmesi isteniyorsa fon, şirketin üçüncü kişiler ile ilişkilerinden kaynaklı tüm finansal haklar olarak tanımlanmaktadır. Analizde ise, fon akım tablosu kullanılır (Bakır ve Şahin, 2009).

3. Nakit Akım Tablosu: Dönem başı nakit mevcuduyla dönem sonu nakit mevcudu arasında görülen değişimleri nedenleriyle beraber raporlayan tablolarıdır. Şirketin bir faaliyet döneminde kazandığı nakitlerle bunların kullanıldığı alanlar ayrıntılı bir şekilde raporlanmaktadır (Karapınar ve Ayıkoğlu, 2013: 17).

4. Kar Dağıtım Tablosu: Kar dağıtım tablosu, şirketin dönem karının dağıtım biçimlerini gösteren tablolarıdır. Bu tabloyla özellikle de sermaye işletmelerinde dönem karından, ödenecek olan vergilerin, ayrılan yedek ve ortaklara dağıtılacak kar paylarının açık bir şekilde gösterimi ve işletmelerin hisse başına karla temettü tutarının hesaplanması hedeflenmektedir (Resmi Gazete, 1992).

Kar dağıtım tablosu düzenleme ilkelerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Arat ve Çetin, 2011: 70-71):

- Kar dağıtım tablosu; dönem karlarından yapılan dağıtımla birlikte yedeklerdeki dağıtımı, ayrı ayrı gösterecek şekilde düzenlenmektedir.
- Kar dağıtım; ödenecek vergi ve yasal yükümlülüklerin, ortaklara ödenecek olan 1. ve 2. temettüler, ayrılan 1. ve 2.tertip yasal yedekler ile statü yedekleri, olağanüstü yedek ve

kardan ayrıldığı görülen özel fonların net olarak gösterildiği tablodur.

- Dönem karlarının dağıtılmasında; imtiyazlı payların olması durumunda adi hisse ve imtiyazlı senetlerine ödenen kar payları, tabloda ifade edilen bölümlerinde ayrı ayrı gösterilmektedir.
- Katılma intifa senedi, kara iştirakli tahville zarar ve kar ortaklığı belgesi ihraç edilme sebebiyle, bu senet sahiplerine mevzuat hükümleri kapsamında ödenen paylar, kar dağıtım tablosunda ayrıca gösterilmektedir.

5. Öz Kaynaklar Değişim Tablosu: Özkaynaklar değişim tablosu, ilgili dönem içinde öz kaynak kalemlerinde yaşanan azalış ve artışları bir bütün olarak gösteren tablolardır. Öz kaynaklar değişim tablosunun düzenlenme amacı, özellikle sermaye işletmelerinde dönem içerisinde öz kaynak kalemlerinde görülen değişimlerin toplu olarak gösterilmesinde yardımcı olmaktadır (Sağlam, 2007: 651).

6. Net İşletme Sermayesi Değişim Tablosu: Dönemler itibarı ile şirketlerin net şirket sermayesindeki değişimlerle bu değişimlerin hangi hesaplardan kaynaklandığının izlendiği tablolardır. Bu anlamda dönen varlık ve kısa süreli yabancı kaynaklardaki değişimler değerlendirilerek bunların net şirket sermayesinde nasıl etkili olduğu ortaya konulmaktadır. Net şirket sermayesi değişim tablosunun hazırlaması için en az iki dönemin gelir ve bilanço tablosu bilgilerinin olması gerekir. Net şirket sermayesinde değişiklikler olabilmesi için kısa süreli yükümlülükler ile duran varlık yatırımları yapılması ya da uzun süreli özkaynak ve yükümlülüklerle dönen varlık yatırımların yapılması gerekmektedir. Kısa süreli yükümlülükler ile dönen varlık yatırımının karşılıklı etkilendiği olaylarda net şirket sermayesinde herhangi bir değişikliğin olmayacağı görülmektedir (Tekin, 2017: 59).

1.3.6.1.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Şirketin birden fazla dönemine ait finansal oranlar yüzdesel artış/azalış şeklinde düzenlenen tablo üzerinden şirketin mevcut ve gelecek durumu hakkında değerlendirme yapılmasına katkı sağlayan analiz türüdür. Bu tablolardaki kalemlerin

zamanla değişimlerinin saptanması için karşılaştırmalı tablolar analizi yapılır (Akdoğan ve Tenker, 2010: 519).

Şirketlerin birden çok döneme ait gelir ve bilanço tablolarının kendi aralarında karşılaştırılma esasına dayalı yöntemde, farklı tarihlerde çıkarılan mali tabloların karşılaştırıldığından dinamik analizi ifade etmektedir (Berk, 2000: 17). Karşılaştırmalı tablolar analiz tekniği genel olarak gelir tablosuyla beraber kullanılsa bile bazen bilanço karşılaştırmaları için de kullanılmaktadır (Jones, 2010: 276). Bu analizde şirketlerin belli tarihlerde düzenlenen mali tablolarında bulunan kalemlerin zamanla değişimlerini incelemek mümkündür.

Karşılaştırmalı analizde kalemlerin arasındaki ilişkiden ziyade, kalemlerin zamanla gösterdiği azalış ve artışlar incelenmektedir. En büyük avantajı, şirketlerin ne yönde geliştiği ve hangi yönden zayıfladığı konusunda görüş sunan veriler sunmasıdır. Karşılaştırmalı analiz yapılırken analist, enflasyon ve dönemsel değişimleri göz ardı etmemelidir (Özer, 2012: 185). Karşılaştırmalı tablolar analizinde tablo oluşturulurken aşağıdaki formül kullanılmaktadır:

$$\text{Mutlak Değer} = 2. \text{ Yılın Değeri} - 1. \text{ Yılın Değeri}$$

$$\text{Yüzde Değeri} = \text{Mutlak Değer} / 1. \text{ Yılın Değeri}$$

Yatay analizde görülen değişiklikler mutlak ifade edilebildiği gibi yüzde şeklinde de ifade edilebilmektedir. Analiz neticesinde çıkan tablo kalemlerinin arasında görülen yüzdesel gelişmelerin, neden-sonuç ilişkisi kurma konusunda da altyapıyı hazırlamaktadır. Kalemler arasında ilişkiler yüzde ve mutlak fark şeklinde ifade edilmesinin ardından önemli değişiklikler görülüyorsa daha ayrıntılı incelenmelidir. Kalemlerde ciddi değişikliklerin yaşanmadığı, istikrarlı gelişimler görülen dönemlerin analiz sonuçlarına dayanan gelecekle ilgili tahminler yapılabilmektedir (Canbaz, 2013: 50).

1.3.6.1.2. Yüzde Yöntemi (Dikey Analiz) İle Analiz Tekniği

Yüzde yöntemiyle analiz, finansal tabloların üzerinde bulunan her hesap kaleminin aynı tablodaki başka bir hesap kalemi ya da hesap toplamına oranlanmasıyla bulunan yüzdelere göre yapılan analiz çeşididir (Özgülbaş, 2009:213).

Dikey analiz tekniği çerçevesinde finansal tablolarda bulunan her kalemin, aynı tablodaki belli bir kalem veya toplama oranlanması ile tablo oluşturulur ve bulunan yüzdelerle bakılarak analiz edilir. Dikey analiz tekniği alanyazında, yüzde yöntemi ve ortak paydaya indirgenmiş tablolar olarak da geçmektedir. Dikey analiz tekniği kapsamında bilançoların toplamı 100 olarak kabul edilerek her bir varlık (aktif) ve kaynak (pasif) kaleminin genel toplama oranı hesaplanmaktadır. Bunun yanında, bilançoda bulunan grup toplamlarının 100 kabul edilmesi her kalemin ait olduğu grup toplamı içerisindeki yüzdesi de hesaplanabilmektedir (Başar ve Azgın, 2016):

Genel Toplama Göre = $\text{Kalemin Tutarı} \times 100 / \text{Aktif veya Pasif Toplamı} = \%$

Grup Toplamına Göre = $\text{Kalemin Tutarı} \times 100 / \text{İlgili Grubun Toplamı} = \%$

Dikey yüzdeleri, bilanço kalemlerinde indirim söz konusuyken, net değerlerinin üzerinden hesaplamaya katılacaklarını söylemek mümkündür. Çünkü bir kalem grup ve genel toplam içinde net tutarıyla yer almaktadır. Dikey yüzdeler yöntemi kapsamında bazı hesap gruplarının birbirleri ile kıyaslandığı görülmektedir. Bu hesap gruplarının sırayla “dönen varlıklar-kısa vadeli yabancı kaynaklar, dönen varlıklar-duran varlıklar, yabancı kaynaklar-özsermaye, duran varlıklar-öz kaynaklar” şeklinde sıralanmaktadır. Bunun yanında, stoklar, ticari borçlar, ticari alacak ve maddi duran varlıkların özel bir şekilde değerlendirilen kalemlerdir. Dikey yüzdeler yöntemindeki yüzde tutarlarının analizinde belli değişkenler kullanılmaktadır. Bu değişkenlerin, karşılaştırmalı geçmiş dönem verilerinin, planlanan verilerle rakip şirketlere ait veriler olduğu görülmektedir. Bu değişkenlerin arasında geçmiş dönem verilerin önemli olduğunu belirtmek gerekir. Bu kapsamında şirketlerin gelişme yönünün belirlenmesine yardımcı olmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2010: 600-607).

1.3.6.1.3. Trend Analizi (Eğilim Yüzdeleri Tekniği)

Eğilim yüzdeleri analiz tekniğinde, belirli faaliyet dönemleri arasında mali tablolarda bulunan kalemlerdeki azalış, artış ve değişikliklerin baz alınan seneye kıyasla görece önemlerin ortaya koyularak, dinamik analizin yapılmasına fırsat verilmektedir (Akgüç, 1998:106). Bu teknikte pozitif değerler söz konusudur ve yüz

üstündekilerin artışı yüz altındakilerse azalışı göstermektedir. Aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Adıgüzel, 2018: 68):

$$\text{Eğilim Yüzdesi} = \frac{\text{Eğilim Yüzdesi Hesaplanacak Yıllın Mutlak Değeri} \times 100}{\text{Baz Yıllı Mutlak Değeri}}$$

Eğilim yüzdeleri işlem sırasına göre hesaplanmalıdır. Öncelikle baz olarak seçilen senenin bilanço kalemlerinin yüz olarak gösterildiği belirtmek gerekir. İkinci olarak da her kalemin baz yılında bulunan tutara bölünmesiyle bulunmaktadır.

Bu yöntem kapsamında, herhangi bir yılın mali tablosunda bulunan tutar temel olarak alınmakta ve bu yılda bulunan her kaleme ait değerler 100 kabul edilmektedir. Diğer yıllarda bulunan aynı kaleme ait değişikliklerde bunlara göre temel yılın bir yüzdesi şeklinde ifade edilmektedir. Trend yüzdelerinin, mali tablolarda bulunan tüm kalemler için hesaplanmaması önerilmektedir. Aralarında anlamlı ilişki kurulabilecek kalemler için de trend yüzdelerinin hesaplanması doğru olacaktır. Mali tablolarda bulunan kalemlerin trend yüzdeleri, herhangi bir yıla ait bu kalem tutarının, temel yıldaki tutara bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Çetiner, 2010:138).

1.3.6.1.4. Oran Yöntemi ile Analiz

Mali tablolardan anlamlı bilgi üretimi, finansal analiz teknikler yardımıyla mümkündür. Oran Analizi, dinamik ve statik analize uygun, yaygın kullanılan bir tekniktir. Oranlar, borç ödeme kabiliyetleri, varlıkların kullanım verimlilikleri, mali yapıdaki risklilik dereceleri ve karlılığı hususlarında şirketin mevcut zayıf ve güçlü yönlerinin belirlenmesinde temel olarak kabul edilmektedir (Çetin, 2019: 90). Finansal tablolarda bulunan iki kalem arasındaki ilişkinin yüzde ya da katı şeklinde ifade edilmesi oran analizi olarak ifade edilmektedir (Gibson, 1998: 191).

Oran Analizinin yöneticiler için önemli bir araç olduğu ve finansal sonuçları farklı açıdan incelediği görülmektedir (Berkdemir ve Altun, 2018: 70). Bu analizle birlikte, bazı hesap kalemleriyle hesap gruplarının arasında matematiksel bir ilişki kurulmaktadır. Böylelikle şirketin mali ve ekonomik yapısı, karlılığı ve çalışma durumuyla ilgili olarak fikir yürütülebilmektedir (Uyar ve Okumuş, 2010).

Oran yöntemiyle analiz, statik niteliklidir. Bu sebeple şirketlerin yalnız bir dönemlik finansal tablolarına uygulanabilmektedir. Oran analizinin bu özelliği sebebiyle, analiz yapmak için tabloların üzerinde enflasyon düzeltmelerine gerek yoktur. Bu analiz, tek dönem veri üzerinde uygulandığından dikey analizler arasında nitelendirilmektedir. Ancak birden çok döneme ait tabloların üzerinde ayrı ayrı hesaplanıp; sonuçlar karşılatırmalı olarak gösterilebilmektedir (Akca ve İkinci, 2014: 113).

Oran Analizi tekniğinin en üstün veya önemli özelliğinin, incelenmek istenilen tek konu olsa da uygulanabilir olma durumudur. Oranların tümünün kullanılması gerekmemektedir, belirli bir hedefle örneğin yalnızca cari oran için bir çalışma yapılabilir. Finansal oranların şirketin finansal baarisızlığını daha önceden gösterip göstermediği test edildiği zaman; finansal durumda potansiyel sorunların oluşmalarından yaklaşık beş yıl önce yansıttığı görülmektedir. Dolayısıyla oran analizi beş yıllık rotayı gösteren kutup yıldızı gibi ifade edilmektedir. Oranlar bir tek yılın veya dönemin finansal tablolarının kullanılarak hesaplandığından yöntem statik analiz yapılmasını sağlamaktadır. Ancak şirketin geçmiş dönemlerine ait oranlar karşılatırmak suretiyle dinamik analiz yapılmasını da sağlamaktadır (Çömlekçi, 2010; 223-224).

Oran analizinde birçok veri vardır ve verilerin çok olması bu işlevi zorlaştıran etkenlerin başında gelir. Çok veri kirliliğe sebep olmaktadır ve veri kirliliğinin üst düzey yöneticilerin karar vermelerini de zorlaştırdığı görülmektedir. Oran yöntemi ile analizde söz konusu oranlar aşağıdaki gibi özetlenmektedir:

Likidite Oranları:

Likidite Oranları, şirketin kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçebilmek için ve çalışma sermayesinin yetip yetmeyeceğinin belirlenmesinde kullanılmaktadır (Akgüç, 1998). Şirkete ait olan çalışma sermayesinin yeterliliği ve kısa vadeli borçların ödenebilme verimliliğinin saptanması için kullanılmaktadır. Likidite oranı içinde dört farklı oran vardır: Cari Oran, Asit-Test Oranı, Nakit Oranı ve Stok Bağımlılık Oranı (Köse, 2005; Haftacı, 2011: 109).

Tablo 4 : Likidite Oranları

Oran Adı	Formül	Açıklama
Cari Oran	$\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$	Tüm dönen varlıkların kısa vadeli borçları karşılama gücünü gösterir.
Asit – Test Oranı	$\frac{(\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$	Kısa vadeli borcu karşılama gücünü gösterir.
Nakit Oranı	$\frac{(\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$	Nakit girişi olmaksızın kısa vadeli borçların ödenebilme durumunu gösterir.

Kaynak: Gümüş vd., 2017: 4.

Cari oran: En yaygın olarak kullanılan likidite oranıdır (Geril ve Palamutçuoğlu, 2018: 59). Cari rasyo dönen varlık toplamının, kısa süreli borçların toplamına bölünmesiyle bulunmaktadır. Cari rasyo, bir birimlik kısa süreli borcun, kaç birimlik dönen varlık ile karşılandığını göstermesi bakımından banka ve diğer kredi kuruluşları için önemlidir. Batı bankalarının deneyimleri sonucunda, genel kural olarak bu oran 2:1 şeklinde belirlendiği görülmektedir. Bunun çok genel bir kural olduğunu belirtmek gerekir. Analiz edilen şirketin faaliyet alanı olan endüstriye göre farklı oranlar yeterli kabul edilebilmektedir (Aktan ve Bodur, 2006: 58). Genel olarak dönen varlıkların kısa süreli yabancı kaynaklara göre büyük olması istenmektedir. Çünkü şirketin, faaliyetlerini yürütmesi için kısa süreli borç baskısında hissetmemesi gerekmektedir (Karapınar ve Ayıkoğlu, 2013: 208).

Asit-Test oranı: Dönen varlıklardan stokların çıkarılmasının ardından, kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanmasıyla elde edilmektedir. Cari orana nazaran ödeme gücünün daha sağlıklı ölçülmesini sağlamaktadır (Tayyar vd., 2014: 26). Genel kabul gören standart oranı ise 1'dir. Bir şirketin bu oranı 1'in altındaysa, kısa vadeli borçlarından bir bölümünü hemen ödemesi gerekir ise, nakit sıkıntısı yaşaması muhtemel kabul edilmektedir (Herman, 2005: 505).

Nakit oranı: Hazır değerlerle menkul kıymetlerin (hisse senedi + repo) toplamının kısa süreli borçlara bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu oranın ne yüksek ne de çok düşük olması beklenmektedir. Genel olarak yüzde 20'nin altına inmemesi gerekmektedir. Çok yüksek olma durumu da şirkette gereğinden fazla nakit değerinin olduğu anlamına gelmektedir (Haftacı, 2011: 109).

Stokların net şirket sermayesine oranı: Şirketin niteliği değerlendirildiğinde diğer işletmelerle kıyaslama yapılmasıdır. Likit değerlerin stoklara bağlanması durumunda oranın yüksek olduğu değerlendirilmesi yapılabilmektedir. Şirketin stok devir hızı yüksek ve karlılık durumu olumluysa oranın düşük olduğu şeklinde yorumlanmaktadır (Çetiner, 2005: 145).

Stok bağımlılık oranı: Kısa vadeli borçlardan hazır değerlerin çıkartılarak stoklara bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu formülde, bir şirketin kısa vadeli borçlarının ödenebilmesi için hangi oranda stok satılması gerektiğini açıklamaktadır (Haftacı, 2011: 110).

Finansal Yapı ile İlgili Oranlar:

Bilançodaki pasiflik, işletmenin finansal yapısını, kısaca yabancı-özkaynak dağılımlarını ifade etmektedir. Bu dağılım, işletmenin faaliyet alanı ve işletmeye özgü durumlar değerlendirilerek oluşturulmaktadır. Borçlanma konusunda maliyet-vade-kaynak uygunluğunun sağlanarak, özkaynak karlılığının en yüksek düzeyde oluşturularak finansal yapı gerçekleştirilebilmektedir (Çetiner, 2010: 65).

Tablo 5: Mali Yapı Oranları

Oran Adı	Formülü	Açıklaması
Kaldıraç Oranı	$\frac{\text{Toplam Yabancı Kaynak/Pasif}}{\text{Toplamı}}$	Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynakla finanse edildiğini gösterir
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı	$\frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Pasif Toplam}}$	İktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığını gösterir.
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı	$\frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Pasif Toplam}}$	İktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün uzun vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığını gösterir
Öz Kaynaklar Oranı	$\frac{\text{Öz Kaynaklar}}{\text{Pasif Toplam}}$	Varlıkların yüzde kaçının ortaklar veya işletme sahibi tarafından finanse edildiğini gösterir
Yabancı Kaynakların Öz Kaynaklara Oranı	$\frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Öz kaynaklar}}$	Yabancı kaynaklar ile öz kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir

Kaynak: Gümüş vd., 2017: 4

Mali yapı oranlarının, firmanın makul olarak finanse edilip edilmediğinin, kredi verenlerin emniyet marjının yeterli gelip gelmediğinin belirlenmesinde kullanıldığı görülmektedir. Mali yapı oranları, firmanın zarara uğraması ya da ileriki zamanlarda beklenen nakit akımlarının gerçekleşmemesi halinde, firmanın yükümlülüklerini ne derecede yerine getirebileceği konularında bilgiler vermektedir (İskenderoğlu vd., 2015).

Faaliyet Oranları:

Faaliyet oranları, firmanın varlıklarının verimli olarak kullanılarak, yönetildiği derecede bir miktar gösterge sağlamaktadır (Melville, 2015: 357). Faaliyet oranları yedi temel başlıkta incelenmektedir:

Tablo 6: Faaliyet (Verimlilik) Oranları

Faaliyet Oranları	Hesaplama Formülü
Stok Devir Hızı	Satışların maliyeti / Ortalama Stoklar
Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Alacaklar
İşletme Sermayesi Devir Hızı	Net Satışlar / Dönen Varlıklar - KVK
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Maddi Duran Varlıklar
Öz Kaynak Devir Hızı	Net Satışlar / Öz Kaynaklar
Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Varlık (Aktif) Toplamı

Kaynak: Arat ve Çetin, 2011.

Bu oranların, firma faaliyetlerinde kullanılan kaynak ve varlıklarının ne ölçüde etkin kullanıldığını göstermektedir. Faaliyet oranlarıyla satışlara göre varlıklara eksik veya fazla yatırım belirlenmektedir. Varlıklara yapılan yatırımların fazla olması, fonların etkili kullanılmayıp maliyetlerin yükselmesine sebep olmaktadır. Şayet varlıklar üzerinde eksik yatırım yapılması halinde piyasalardaki mevcut taleplerin karşılanması için yeterince satış ve üretim yapılamamasına sebep olmaktadır. Maliyetlerin artması ve satışların düşmesi karlılığı azaltmaktadır. Faaliyet oranında, satışlara göre kaynakların eksik veya fazla olup olmadığı belirlenmektedir. Kaynakların çok oluşu, fonların maliyetlerinin yüksekliğine; kaynakların yetersiliği ise piyasalardaki mevcut taleplerin karşılanamaması

dolayısıyla satışların düşmesine neden olmaktadır. Fonlama maliyetlerinin artması ve yeterli satışın yapılmaması karlılığı azaltmaktadır (Elmas, 2016: 224).

Karlılık Oranları:

Bu grup oranların firmaların satışlarından ne derece kar ettiği ortakların koyduğu sermayenin ne denli verimli ve etkin kullanılıp kullanılmadığını firma yöneticilerinin performans ve yönetimin iyi olup olmadığını ortaya koymaya yarayan oranları ifade etmektedir (Gümüş ve Bolel, 2016). Karlılık ile ilgili oranların iki başlıkta toplandığı görülmektedir (Haftacı, 2011: 223):

Satışlar üzerinden karlılık oranları: Satışın üzerinden karlılık oranlarının beşe ayrıldığı görülmektedir (Haftacı, 2011: 112):

Brüt Satış Karı Oranı: İşletmede net satışlardan yüzde kaçının brüt satış karı yapıldığını belirtmektedir. İşletmenin bu oranının zaman içinde yükselmesi olumlu bir gelişmedir. Bu oranların yükselmesi firma sahiplerine yeterli karın sağlanabileceğini göstermektedir (Bektöre vd., 2013: 166).

Faaliyet Karı Oranı: Faaliyet karının net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır (Haftacı, 2011: 112). İşletmenin temel faaliyetlerinin karlılığıyla ilgili bilgi vermektedir. Bu oranların yükselme eğiliminde olması temel faaliyetler ile ilgili olduğundan olumlu olarak görülmektedir (Bektöre vd., 2013: 167).

Olağan Kar Oranı: Olağan kar oranı, olağan karın net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır (Haftacı, 2011: 112). Satışların üzerinden olağan karı göstermektedir. Faaliyet karı oranlarından sonra karlılığın üzerinde etkin olan diğer faaliyetler ile ilgili gelir ve giderlerle finansman giderlerinin karlılık üzerindeki etkilerini gösteren oranı ifade etmektedir (Çabuk ve Lazol, 2012: 226).

Dönem Karı Oranı: Firma dönem karının net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır (Haftacı, 2011: 112). İşletmelerin dönem karının net satışlar içerisindeki oranını göstermektedir. İşletmenin karlılıkla ilgili başarısının değerlendirilmesi için bu oranın yüksek çıkması olumludur (Çabuk ve Lazol, 2012: 227).

Dönem Net Karı Oranı: Dönem net karının net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır (Haftacı, 2011: 112). Her bir birimlik net satışın neticesinde ulaşılan

karı göstermektedir. Verginin ardından kar büyüklüğünü tarif eden orandır. Verimlilik bakımından ele alındığında bu oranın yüksek olması, firmanın lehine olan durumu ifade etmektedir (Bektöre vd., 2013: 168).

Büyüme Oranları:

Bir önceki dönemde ve cari dönem fiyatlarının karşılaştırılarak mali tablo kalemlerinde yaşanan fiyat değişimlerinin yüzdesel anlamda yansımalarını gösteren oranları ifade etmektedir. İşletmeye yönelik büyüme oranlarının 4 başlıkta toplandığı görülmektedir (Akgüç, 2013: 531).

1. **Aktif Büyüme** Firmalarda aktif büyüme oranları, cari dönem varlık tutarlarından bir önceki dönem varlık tutarları çıkarılarak çıkan sonuç, bir önceki dönem varlık tutarlarına bölerek hesaplanır (Akgüç, 2013: 533).
2. **Net Kar Büyüme:** Firmaların dönem net karındaki büyüme oranları; dönem net karından bir önceki dönem net karını çıkarılarak çıkan sonuç, bir önceki dönem net karına bölerek hesaplanır (Akgüç, 2013: 532).
3. **Net Satışlar Büyüme:** Firmaların yapmış olduğu satışların cari fiyatlara göre artma hızını gösteren oranı ifade etmektedir (Yener, 2009: 156).
4. **Öz Sermaye Büyüme:** Firma öz sermayesinde görülen büyüme oranları, cari dönem öz sermaye tutarlarından bir önceki dönem öz sermaye tutarlarının çıkarılarak çıkan sonuç, bir önceki dönem öz sermaye tutarına bölünerek hesaplanır (Akgüç, 2013: 533).

1.3.6.2. Temel Analizin Aşamaları

Makrodan mikroya; ülke, sektör ve firma verilerinin analizini kapsamaktadır. Bu analizle yatırımcılar hangi işletme veya işletmelere yatırım yapacaklarına karar vermektedir (Sakınç, 2018: 151). Temel analizdeki ilk evre ekonomik analizdir ki; burada yatırımcılar, makroekonomik analiz aracılığıyla yapılan tahlil neticesinde bireysel yatırım yönünü belirler (Karan, 2001: 435). Ekonomi analiziyle yatırım yapılacak olan ekonominin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Makro verilerin izlenebildiği analiz çeşididir. İşsizlik, faiz oranları, cari açık, ekonomik büyüme,

kapasite kullanım oranları ve bunlar gibi bir çok verinin değerlendirildiği yatırım yapılabilecek olan finansal arenalar belirlenmektedir. Özet olarak temel analizin yapılabilmesi için analize konu edilen finansal varlığın yakından tanınması gerekmektedir (www.turkishfx.com, 2019). Ekonomi analizinde değerlendirilen bulgularla edinilen bilgilerin hisse senedi yatırımları olumluysa endüstri analizine geçilmektedir (Karan, 2004:442).

Temel analizdeki ikinci aşama sektör analizidir. Bu anlamda ekonomi analizinin yapılmasının ardından, portföye alınacak olan hisse senetlerinin belirlenmesi için sektör analizi yapılmaktadır. Ekonomik gelişme ve durgunluk durumlarının sektörleri farklı farklı etkilediği görülmektedir. Örneğin, ilaç ve gıda gibi sektörler, hayati gereksinimlere hitap ettiğinden ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenmekteyken; inşaat, otomotiv ve tekstil sektörleri daha fazla etkilenmektedir. Bunun yanı sıra elektronik ve bilgisayar gibi bazı sektörlerin, ekonomik hareketlilikten bağımsız bir şekilde sürekli büyüme göstermektedir. Dolayısıyla da portföye alınacak olan hisse senetleri seçilirken, gelişen ve büyüyen sektörlerin seçilmesinde fayda görülmektedir (Konuralp, 2001: 233).

Temel analiz sürecinin diğer bir aşaması; firma analizidir. Bu aşamada öncelikle firmanın genel durum analizi yapılmaktadır. Burada; şirketin unvanı, geçmişi ve şöhreti, yedekleri, sermayesi, yönetimde bulunan başlıca hissedarları, ortakları ve personel sayısı, yöneticilerin yetenek ve kişilikleri, üretim konuları ve kapasiteleri, üretim maliyetleri, kredi fırsatları, ihracat olanakları, karlılık ve verimlilik durumları, kar dağıtım politikaları, sermaye artırım düşünceleri, genişleme ile yeni yatırım projeleri şeklinde sıralanmaktadır (Aktaş, 2008: 46).

Değerleme analizi temel analiz sürecinin son aşaması olarak değerlendirilmektedir. Bu konuya ikinci bölümde daha ayrıntılı olarak yer verilmiştir. Getiri ve risk arasındaki ilişki, yatırım ve yatırım aracının değerini belirlemektedir. Bu açıdan yatırımcılar için beklenen getirilerin aynı zamanda yatırım için düşünülen sermaye maliyetinin tahminini gerektirir. Bu yatırım bir proje olabilmenin yanında bir hisse veya benzer sermaye yatırımı olması da söz konusudur. Geleneksel finans teorisinin, yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riski, çeşitlendirme yoluyla elimine edebileceği öngörüsü vardır. Modern finans teorisindeyse yatırım araçlarının kendi aralarındaki ilişki, risklerinin elimine

edilmesi de dikkate alınmalıdır. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, yatırım varlıklarının değerlendirilmesi konusunda sıkça kullanılan ve üzerinde en çok tartışılan modellerin başında gelir (Kulalı, 2016: 245).

1.3.7. Teknik Analiz

Teknik analiz uzun zamandır profesyonel yatırımcıların kullandığı bir analizdir. Teorik temelde yaşanan eksikliklerin karşısında popülerliği sürmektedir (Jasemi ve Kimiagari, 2012: 1). Menkul kıymetlerin borsada yaşanan fiyat hareketlerini, işlem hacimlerinin incelenerek, bahsi geçen menkul kıymetin ileride oluşacak fiyatları tahmin etmeye dayalı analiz metodunu ifade etmektedir. Teknik analiz metodunun bilimsel olup olmadığı konusunda birçok tartışmanın olduğu görülmektedir. Bunun karşısında üzerinde araştırma ve yayımlanan en yaygın araştırma yöntemi olduğunu da belirtmek gerekir (Birgili, 2013: 4).

Teknik analiz, belli bir işletmenin hisse senetleri için gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etmek ve bunun için de borsa fiyatlarının incelenmesini içermektedir (Razuk, 2001: 15-16). Teknik analizde geçmişte oluşan fiyat hareketlerinin ileride de tekrarlanacağı varsayılmaktadır. Bunun sebebi geçmişte yatırımcıların almış oldukları kararlarla yaptıkları hatalar sebebiyle geçmişte bir trend olmuştur. Gelecekte yatırımcılar birbirlerinden bağımsız bir şekilde aynı kararları alarak aynı hataları yapabileceklerdir. Bu hareketlerin dikkatlice incelenerek analiz edilmesi durumunda yatırımcıların getiri şansı olacaktır (Brown, 1999: 68). Bu anlayış kapsamında gelişmekte olan kalıp ve eğilimlerin tanımlanmasıyla gelecekteki hisse senedi sözde fiyat hareketlerinin de tahmin edilmesi mümkün olmaktadır (Razuk, 2001: 15-16).

Teknik analizciler için firmaların sektörü ve neler yaptığının çok önemi yoktur. Önemli olan işletmeye ait olan hisse senedinin borsada gösterdiği performanstır. Analizcinin temel amacı fiyatların trendinde yaşanan değişimi, trend değişiminin öncesinde tespit etmek ve buna göre yatırım kararı almaktır. Fiyatların yükselme ve düşme eğilimleri sergileyeceği tepe noktalarda satışlara, fiyatların yükselmeye ve düşmeye başlayacağı dip, kısaca hisse senedi fiyatının ucuz olduğu durumlarda alım yapılmaktadır (Faikoğlu, 2012: 30).

Teknik analiz, geçmişteki fiyat hareketlerinin değişme sebeplerine bakmaz. Hisse senetlerinin bu fiyat değişimlerinden yararlanarak menkul kıymetlerin analizi yapılmaktadır. Teknik analiz insanların geçmişte yapılan hataların tekrar edecekleri ve geçmişin ileride de aynı biçimde devam edeceği varsayımına dayanmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 567). Teknik analizde üç temel prensip bulunmaktadır (tr.dailyforex.com, 2018):

- a) Dövizleri ve piyasayı etkileyen, ekonomi ve politikanın içinde olduğu bir çok faktör olmasının karşısında, teknik analizde yönlendiren güçlerin ilgisiz olduğu görülmektedir. Burada hareketlerin arkasındaki sebepler önemli değildir. Dövizlerin kendi hareketleri önem arz etmektedir.
- b) Teknik analistler, tablolara yeteri kadar derin ve uzun olarak bakıldığında, bir eğilim ya da belli bir kalıbın fark edileceğini öne sürmektedir. Bu eğilimi takip ederek başarıya ulaşılabilir.
- c) Eğilimlerin, insanların piyasalarda nasıl alım satım yaptığı ve bunun devamlılığının nasıl sağlanacağı insan psikolojisine dayanmaktadır.

Teknik analizde öncelikle çizgi, çubuk, mum, şekil ve nokta grafiklerinden hangisinin kullanılacağına karar verilmektedir. Çizgi grafiği en sık kullanılan grafiştir. Burada yatay eksen zamanı, dikey eksense fiyatı göstermektedir. Bu grafikte hisse senedi fiyatı ve piyasayı yakından ilgilendiren bir tek veri türü kullanılmaktadır (Sakınç, 2018: 136-137).

1.3.8. Temel Analiz ve Teknik Analizin Karşılaştırılması

Temel analiz işletmelerin finansal verileri, piyasalardaki yeri gibi bilgileri araştırıp, hisse senedinin gerçek değerinin tespit edilmesine çalışılırken, teknik analiz yalnızca fiyat hareketlerini incelemekte ve sebeplerle ilgilenmemektedir. Kısacası, temel analiz fiyatların yukarı ya da aşağı yönlü hareketine neden olan arz ve talebin ekonomik gücü ve nedenlerinin incelenmesi üzerine odaklanmaktayken, teknik analiz yalnızca piyasa hareketinin üzerine odaklanmaktadır (Berk, 2010: 73; Thomsett, 2006: 6).

Temel analizin şirkete sunduğu bazı avantajlar bulunmaktadır (tr.dailyforex.com, 2018):

1. Geniş ve esas kapsamlıdır.
2. İlgili bilgileri deşifre etmek diğerlerine göre daha basittir.

Temel analizin dezavantajları ise şöyle sıralanmaktadır:

1. Analiz edilecek bilgilerin sonsuz olması ve
2. Değişkenlerin arasındaki ilişkilerin ölçümünün zor olması.

Teknik analizle temel analizden farklı ekonomi, endüstri ve işletme analizi yapmaya gerek duyulmaksızın, yalnızca hisse senetlerinin geçmiş zamanlardaki fiyat hareketleri ve işlem hacmine dayalı, ilerideki fiyatların hangi açıdan değişeceği tahmin edilmeye çalışılmaktadır (Konuralp, 2005: 37; Perembe, 2001: 26). Böylece firmanın hisse senedi değerleri tahmin edilmeye çalışılmakla birlikte, diğer hisse senetlerinin değerleriyle de karşılaştırma yapma fırsatı bulunmaktadır (Thomsett, 2006: 6).

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ GERÇEK DEĞERİNİN HESAPLANMASINDA KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. VARLIĞA DAYALI HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELİ

Varlığa dayalı değerleme modelinde, varlıkların her birinin tek tek gerçek değerlerine dayalı bir şekilde şirket değeri belirlenmektedir. Borçların gerçek fiyatlarıyla şirket değerinden düşülmesiyle, şirketin öz sermaye değerine ulaşılmaktadır. Bilançodaki borç ve varlıklar, gerçek piyasa değeriyle kaydedildiğinde bu model kullanılabilir. Varlıklar piyasalarda etkili olarak fiyatlandığından bu varlıklardan sermaye maliyetleri kadar kazandıracağı varsayılmaktadır. Dolayısıyla gerçek değer defter değerine eşit olmakta ve gelecek zamanda beklenen artı gelirin de sıfır olduğu görülmektedir. Bu modelde, şirket değeri (V_t) maddi ve maddi olmayan varlıkların gerçek değerinin toplamı kabul edilmektedir (Aktaş, 2008);

$$V_t = \sum_{i=1} fV_i$$

Bu denklemdeki fV_i ; şirketin i varlığının değeridir. Sabit varlıkları yüksek olduğu görülen ve basit teknolojinin kullanıldığı şirketlerin değerlemesinde kullanılır (Vardavaki ve Mylonokis, 2007: 105).

Varlığa dayanan değerleme işleminde, maddi olmayan gerçek değer de ölçülmesi gerekmektedir. Örneğin, reklam ve Ar-Ge harcamalarında, yeni girişlerin maliyetlerini göstermekle birlikte; bilançoda yer verilmemektedir. Ayarlama yapabilmek için piyasalara yeni girecek olan rakiplerin gereken yatırım harcamalarını yansıtabilecek tahminlerde bulunmaktadır. Ardından bu harcamaların sermayeye dönüştürüldüğü ve varlık değerinde yer aldığı görülmektedir. Bütün varlıklar, ayarlanmış olan defter değerlerinin toplamı, şirket değerine eşittir (Froidevaux, 2004: 9). Yapılan bu ayarlamalarla, değerle ilgili bazı subjektif ve zor varsayımlar gerektirdiğinden tüm borçların ödenmesinin ardından, mevcut olan

varlıklar, maliyetinin altında satışa sunulan hisse senetlerinin yatırım için seçildiği görülmektedir. Bu varlıklar için düzeltmeler gerekmez.

2.2. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI MODELLERİ

Bu yaklaşımda firmanın gelecekteki kazanma gücü dikkate alınmaktadır. Uygulanması zor olmasına karşın firma değerinin belirlenmesi konusunda sağlıklı sonuçlar verdiği görülmektedir. Bu yaklaşımda işletme değeri; ileriye şirkete gireceği düşünülen net nakit akımlarından ortalama kaynak maliyetiyle iskonto edilmesi neticesinde bulunan değeri ifade etmektedir. Bu yöntem kapsamında şirket değeri aşağıdaki formülle bulunmaktadır (Aydın, 2017: 46-47);

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \text{NNA} / (1 + k_e)^t$$

“NNA_t : İlgili yıla ait Net Nakit Akımı

k_e : Ağırlıklı ortalama kaynak maliyeti”

Bulunan değer toplam hisse senedi sayılarına bölünerek bir tek hisse senedinin değeri tahminen bulunabilmektedir. Net nakit akışlarının hesaplanması durumunda fon çıkışının nedeni olmayan giderlerle fon girişini sağlamayan gelirler dikkate alınmaktadır:

“Net Nakit Akımı = Net Kar + Fon Çıkışına Neden Olmayan Giderler - (İşletme Sermayesi İhtiyacı + Sabit Varlık Yatırım İhtiyacı)”

Eşitlikte bulunan sabit varlık yatırım ihtiyaçlarını yenileme yatırımlarında her sene gelirlerden ayrı tutulması gereken tutar gösterilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 440-441).

Nakit akımları: Muhasebedeki net karının aksine belli bir dönem içine giren ya da çıkan net nakit tutarını ifade etmektedir (Brigham, 1999: 29):

Muhasebe karı: İşletmenin gelir tablosundaki net karıdır. Nakit akımlarının, faaliyet nakit akımları ile diğer nakit akımlar olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir.

Faaliyet Nakit Akımları: Şirketin normal faaliyetlerinin sonucunda kazanılan nakit akımlara denir.

Diğer nakit akımları; hisse senedi ihraçlarından, borçlanmalardan, sabit varlıkların satışından doğmaktadır.

2.2.1. Kar Payı İskonto Modeli

Yatırımcıların bir hisse senedi alması durumunda iki çeşit nakit akımı elde etmeyi bekledikleri görülmektedir. Bunlar: elde tutma dönemlerinde hisse senedi için ödenen kar payları ve elde tutma döneminin sonundaki hisse senedi piyasa fiyatı olarak sıralanmaktadır. Piyasa fiyatı, hisse senedi sahiplerinin elde tutma dönemi boyunca beklemiş olduğu kar paylarıyla aşağıdaki gibi heaplanmaktadır (Froidevaux, 2004: 11):

$$P_0 = (D_1 / (1+k)) + (D_2 / (1+k)^2) + \dots + (D_i / (1+k)^i) + (P_1 / (1+k)^i) \text{ ile}$$

$$P_1 = (D_{i+1} / (1+k)^{i+1}) + (D_{i+2} / (1+k)^{i+2}) + \dots + (D_n / (1+k)^n) \text{ ve}$$

$$P_0 = \sum_{i=1}^n D_i / (1+k)^i \text{ olur.}$$

P_0 : $t = 0$ döneminde hisse senedinin değeri

D_t : t döneminde alınan kar payı

P_t : t dönemindeki piyasa fiyatı

k : iskonto oranı

n : Varlığın sahibine kar payı sağlayacağı yıl sayısı

Kar payı ödemelerinin bir çoğunun sabit bir oranda artması beklenir. Bu durumlarda, genelleştirilmiş kar payı iskonto modeli aşağıdaki gibi olmaktadır:

$$P_0 = D_1 / (k-g)$$

Bu modelin sabit büyüme modeli ya da Gordon modeli şeklinde ifade edildiğini de belirtmek gerekir. Burada gösterilen “g”, sabit büyüme oranıdır.

Buradan “k”;

$$k = (D_1 / P) + g$$

Eğer, belli bir dönemde, belli bir getirinin elde edilme durumunda, hisse senetlerinin fiyat ve öz varlık maliyetleri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Bringham ve Gapenski, 1991: 173):

$$P = (D_1 / (K - g)) + \text{Beklenen getiri}$$

$$k = (D_1 / P) + \text{beklenen getiri}$$

İskonto oranlarının beklenen kar paylarına bağı bir şekilde hesaplanması mevcut en büyük sakıncalar, yöntemin işletme sermaye yapısına göre ortaya çıkan öz varlık yatırım risklerinin hesaplamaya dahil edilmemesi, sermaye maliyetlerinin riskle bağlantılarını açıklamaması söz konusudur.

Sonuçta iskonto edilen nakit akışı analizleri üç aşamadan oluşur (Yazıcı, 1997: 59):

1. İskonto oranlarını belirleme: İskonto edilmiş nakit akışı yöntemi kapsamında bir firmanın değerinin belirlenmesinde uygun iskonto oranlarının seçimi önem taşımaktadır. İskonto oranları belirlenirken, ilişkili sektörün nitelikleri, rakip firmaların sermaye maliyetleri gibi faktörlerden faydalanılmaktadır. İskonto edilmiş nakit akışı yöntemi kapsamında, iskonto oranı olarak genel olarak sermaye maliyetleri kullanılmaktadır.
2. Gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilmesi: Bir firmanın ileride sağlayacağı nakit akışlarının tahmin edilmesi zordur. Bu tahminler tam olarak yapılamamaktadır. Firmanın ilerideki nakit akışlarının tahmininde, cari senenin nakit akışının yanı sıra geçmiş zamandaki nakit akışlarının da incelenmesi gerekir. Geçmiş senelerde ve cari senedeki firmanın durumu geleceğe projekte edilirken gösterge olarak kullanılır. Ancak nakit akışlarının tahmini yapılırken ilgili kalemlerin gereken düzeltmelerin ardından geleceğe projeksiyonu gerekir.
3. Nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanması: Tahmin edilen nakit akışları, belirlenilen iskonto oranına bakılarak bugünkü değere indirgenir.

2.2.2. İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı Modeli

Varlık (firma) değeri iki farklı yöntemle belirlenebilmektedir. Bu yöntemleri; “işletmeye serbest nakit akım” ve öz sermayeye serbest nakit akım” yöntem olarak sıralamak mümkündür. İşletmeye serbest nakit akımları, işletmenin temel kaynak sağlayıcılarından hissedar ve uzun vadeli borç verenlere karşı nakit akımları kapsamaktadır. Öz sermayeye serbest nakit akımları ise, yalnızca öz sermaye sahiplerine ileride sağlanması beklenen nakit akımlardır. İşletmeye serbest nakit akımları, nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanma aşamasında kullanılan

iskonto oranları “AOSM”dir. Öz sermaye serbest nakit akımları yaklaşımındaysa kullanılan iskonto oranları öz sermayenin maliyetleridir. Bu temel farkın sebebi ise, bu iki yaklaşımda nakit akımlarının sağlamış olduğu yarar sahiplerinin farklılığıdır (Aydın, 2012: 103).

Bu yaklaşımda işletmeye serbest nakit akımının tahmininde yedi temel nakit akım ölçüsü kullanılmaktadır (Tevfik, 2005: 21-22). Bunlar aşağıdaki gibi açıklanabilir (Ertürk, 2012: 60-61);

1. Hasılatla Büyüme Oranı: Firma satışlarının yüzde şeklinde beklenen senelik büyüme oranını vermektedir.
2. Amortisman Öncesi Esas Faaliyet Kar Marjı: Amortisman öncesinde esas faaliyet karlarının, net satışlara bölünmesi ile bulunmaktadır.
3. Vergi Oranı: Gelir tablosundaki vergi karşılığının vergi öncesi karına bölünmesiyle bulunmaktadır.
4. Duran Varlık Yatırım Oranı: Yıl bazında yatırım tutarının net satışlara bölünmesi ile bulunmaktadır.
5. Amortisman Oranı: Senelik amortisman giderinin net satışlara bölünmesiyle bulunmaktadır.
6. Ek Net Çalışma Sermayesi Yatırım Oranı: Net çalışma sermayesinde görülen değişimlerin net satıştaki değişimlere bölünmesiyle bulunmaktadır. Çalışma sermayeleri, “ticari alacaklar + stoklar - ticari borçlar” formülü ile bulunmaktadır.
7. Artık Gelir Dönemi: İşletmenin yeni yatırımlarından sermaye maliyetlerinde daha yüksek getiri elde ettiği dönem sayısını ifade etmektedir.

İşletmeye serbest nakit akımları tüm hak sahiplerinin nakit akımlarını ifade etmektedir. Aşağıdaki gibi hesaplanır (İvgen, 2003: 44):

“Esas Faaliyet Karı - Vergi + Amortisman Giderleri - Sabit Sermaye Harcamaları – İşletme Sermayesi = Firmaya Serbest Nakit Akımları”

İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı modelinin formülü aşağıda verilmiştir (Vardavaki ve Mylonokis, 2007: 106);

$$V_t = \sum_{i=1} (E_t (FCF_t)) / (1 + r_f)^i + ECMS_t - D_t - PS_t$$

Bu denklemdeki;

V_t : t zamanında öz sermayenin piyasa değeri

r_f : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

$ECMS_t$: Fazla nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetler

D_t : Borcun piyasa değeri

PS_t : t zamandaki öncelikli hisse senetlerinin piyasa değeri

$E_t (FCF_t)$: t zamanda beklenen serbest nakit akımı

Finansal kaldıracı yüksek olduğu görülen, borç rasyoları seneden seneye değişkenlik gösteren işletmelerden işletmeye serbest nakit akım modeli kullanılmaktadır. İşletmeye karşı serbest nakit akımlarının farklı finansmanla yatırım stratejilerine göre işletmenin değeri konusunda daha çok bilgi verdiği görülmektedir. Bunun yanında, özkaynağın nakit akımlarının negatif olma durumlarında da işletmeye serbest nakit akımları kullanılır (Üreten ve Ercan, 2000: 55).

2.2.3. Artık Gelir Modeli

Artık gelir modeli, işletmenin cari defter değeriyle ileride beklenen artık gelirlerin bugünkü değerinin toplamıdır. Burada artık gelir ya da normalin üzerinde elde edilen gelir, dönem başlarındaki defter değeri üzerinde görülen normal gelirden çok olan geliri ifade etmektedir. Bu nedenle değerin, hisse senedi değişkenlerine (defter değeri) ve işletmenin ilerideki kazanç sağlama gücüyle ilgili olan akım değişkenlerine (artık değer) bağlı olduğu görülmektedir (Nekrasov ve Shroff, 2006: 61).

Artık gelir modelinde, pazar endeksindeki gerçek değer, olağandışı gelirlerin şimdiki değeriyle pazar endeksinin defter değerinin toplamına eşit kabul edilmektedir. Olağandışı gelir, tahmini gelir ve normal gelir arasındaki farkı ifade etmektedir. Pazar endeksinin gerçek değerinin formülü aşağıda verilmiştir (Desrosiers, 2007: 80).

$$V_t = bv_t + \sum_{s=1} (ae_{t+s} / (1+k)^s)$$

$$V_t = bv_t + \sum_{s=1}^{\infty} (e_{t+s} - (k) bv_{t-1+s}) / (1+k)^s$$

“ V_t = t zamanındaki pazar endeksinin gerçek değer

bv_t = t zamanındaki pazar değerinin defter değeri

ae_{t+s} = t+s zamanındaki tahmini olağandışı gelirler

e_{t+s} = t+s zamanındaki tahmini gelirler

k = beklenen getiri

(k) bv_{t-1+s} = sermaye maliyeti veya normal gelirler”

Muhasebe performans ölçüm yöntemi şeklinde değerlendirilen “Artık Gelir” faaliyet karlarından sermaye maliyetleri çıkarmak suretiyle bulunur. Artık gelir yöntemiyle, firmanın sermaye maliyetinin çıkarılmasının ardından dönem içinde elde edilen net kardan ne kadarının firmada kaldığı hesaplanır. Firmaya yatırım yapanların bu yatırımlara karşı bekledikleri getirilerin firmanın dönem sonunda elindeki kardan çıkarılması neticesinde kalan net kar, artık gelirdir (Ali vd., 2003: 379).

Artık Gelir birçok firmanın, tercih ettiği performans değerlendirme yöntemlerinden biridir. Çünkü firmalar, faaliyetleri neticesinde oluşturulan katma değeri görebilmek isterler. Bununla birlikte artık gelirin diğer yöntemlerin bazılarında görüldüğü gibi yüzde şeklinde değil tutar şeklinde ifade edilir. Firmalar, artık geliri maksimize edebilmek kısaca, bölüm yatırımlarından istenilen kardan daha çok kar elde edebilmeyi amaçlamaktadırlar. Bu durum, firmalarda genişleme süreci yaşandığı şeklinde yorumlanmaktadır (Christensen vd., 2002: 19).

2.3. FİYAT ÇARPANLARI MODELİ

Çarpan analizi; “getiri, faiz oranı ve büyüme” gibi elde edilmesi (görece) zor veya kötüye kullanılması muhtemel verilere olan ihtiyacı belli oranlarda ve algısal olarak ortadan kaldırdığı için önemlidir. Yöntemin diğer yöntemlere göre en büyük avantajının, tarafsız karşılaştırma yapabilmek olduğu görülmektedir. Yöntem, kimileri tarafından elde edilmesinin imkanı bulunmayan gerçek değere karşı ihtiyacı ortadan kaldırır (Cohen, 2000: 1).

Göreceli değerlemelerin en yaygın kullanılan ölçüsünün kazanç çarpanları olduğunu belirtmek gerekir. Bu çarpanlar genel olarak öznenliğe yatkın değerlendirme

oranları olarak görülmektedir. Onların etkilenmesine neden olan temel değişkenlerin en önemlileri beklenen büyüme oranları, beklenen nakit akımı ve firma riskliliğidir. Değişkenlerin diğerlerinin sabit kalması şartıyla, riski düşük, temettü dağıtım oranıyla beklenen büyümesi yüksek firmaların kazanç oranlarının (göreceli) daha yüksek değerler aldığı görülmektedir. Hisse senedi satın alınırken genel olarak firma tarafından yaratılan hisse başına kazançların bir çarpanı şeklinde ödenecek fiyatın karşılığında hisse başına kazancın ne denli getiri sağlayacağına bakılır (Bilir ve Kulalı, 2014: 29).

Kazanç çarpanları ile değerlemede firmalar muhasebe kazançlarıyla belirlenen bir çarpana dayalı olarak değerlendirilmektedir. Bu fiyat-kazanç (P/E) oranı hisse başına cari oranlar kullanılarak tahmin edilebilir. Bir firma satın alınırken, genel olarak şirket değeri, o işletmenin faaliyet gelirinin ya da vergi, faiz ve amortismandan önceki kazançlarının çarpanı şeklinde tetkik edilmektedir. Bir şirket alıcısı ya da özsermaye için düşük bir çarpanın, yüksek bir çarpana göre daha iyi olduğu bilinmektedir. Ancak bu çarpanların satın alınan işletmenin büyüme potansiyeliyle risk getirilerinden etkilenmektedir.

Çarpanlara dayalı bir şekilde yapılan hisse senedi değerlemesinde, iki varsayım söz konusudur. İlki, karşılaştırılabilir firmaların gelecekteki nakit akımlarıyla ilgili beklenti ve risklerin orantılı olma durumudur. İkincisi de, faiz, vergi ve amortisman öncesi kazanç (FVAÖK) gibi performans ölçümlerinin gerçek şirket değeriyle orantılı olmasıdır. Şayet bu varsayımlar geçerliyse, çarpanlar metodunun en azından iskonto edilmiş nakit akımı yaklaşımı kadar doğru sonuç vermesi beklenmektedir. Çünkü, iskonto edilmiş nakit akımı yaklaşımı kapsamında, piyasanın ilerideki nakit akımlarıyla ilgili beklentileri ve çarpanlar metodundaki oran kullanılır. Bununla beraber, uygulamalarda karşılaştırılabilen işletmeler tam olarak birbirine benzememektedirler. Çünkü bu işletmelerin nakit akımları ile risklerinin orantılı olmaması söz konusudur (Kaplan ve Ruback, 1994: 10).

Adi hisse senetlerini değerleyen fiyat çarpanları yaklaşımı kapsamında, farklı çarpanların kullanıldığı dört temel metot vardır (Froidevaux, 2004:15);

“Kazanç çarpanı değerlendirme metodu : Fiyat/Kazanç oranı

Gelir çarpanı değerlendirme modeli: Fiyat/Satış oranı

Nakit akımı çarpanı değerlendirme modeli: Fiyat/FVÖK (Faiz ve vergi öncesi kar), F/FVAÖK (Faiz vergi ve amortisman öncesi kar), F/FSNA, FD (Firma değeri= Öz sermayenin ve borçların piyasa değeri - nakit yatırımlar)/FVAÖK oranları

Varlık çarpanı değerlendirme metodu: Piyasa değeri/Defter değeri”

Kazançlar genel olarak güvenliyse kazanç çarpanlarının kullanımı daha uygundur. Fama and French (1992) yaptıkları çalışmalarda, tarihi hisse senedi getirilerinin en iyi açıklandığı değişkenlerden birinin Defter değeri/Piyasa değeri oranlarının olduğunu ortaya koymuşlardır. Ardından fiyat çarpanları değerlendirme yaklaşımını yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Fiyat-Kazanç Oranı (P/E) temelinde bir firmanın net karıyla hisse senetlerinin toplam değerinin arasındaki ilişki çarpanla kurulmaktadır. İşletmenin hisse senedi başına düşen net karına karşın, yatırımcıların ne kadar ödemeye razı geldiklerini gösteren oranları ifade etmektedir. Başka bir deyişle P/E oranları, hisse senedinin piyasa fiyatlarının, hisse senedi kazançlarının kaç katı olduğunu göstermektedir (Sipahi vd., 2011: 100). Genel olarak işletmenin piyasada oluşan fiyatlarının sektörde bulunan diğer şirketlere göre nasıl konuma sahip olduğu konusunda bilgi sahibi olmak için kullanılmaktadır.

Yatırımcıların arasında en çok kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında yer alan P/E yönteminin başarılı olmasında yatan temel neden avantajlarıdır. Bu avantajların en önemlidi P/E yönteminin geleneksel olan yöntemlerde varsayım ya da hesaba konulan riskler, büyüme oranları ve temettü ödeme oranları gibi bazı verilerin kullanımına ihtiyaç duyulmamaktadır (Sipahi vd., 2011: 101).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ İLE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN BELİRLENMESİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI

Araştırmanın amacı; temel analiz yöntemi ile İskenderun Demir ve Çelik firmasının gerçek değerini tespit etmek, gerçek değer göz önünde bulundurularak hisse senedi alım-satım noktaları belirlemektir. Ayrıca tasarruflarını hisse senedinde değerlendirecek olan yatırımcılar için şirketlere nasıl değer biçilmeli sorusuna yanıt vererek finansal okuryazarlığa katkı sağlamaktır.

3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada temel analiz yöntemi kullanılmaktadır. Temel analiz yönteminin ilk bölümünde ekonomi analizi, ikinci bölümünde sektör (endüstri) analizi üçüncü bölümünde firma analizi ve son bölümünde de değerlendirme analizi yapılmaktadır.

Ekonomi analizinde makro ekonomik göstergeler ile ekonominin mevcut durumu belirlenip, gelecekteki durumu tahmin edilir. Ekonomi, güçlü ve büyüme evresindeyse yatırıma uygun olduğu, pay piyasası fiyatlarına da yansıtacağı belirlenir (Taner ve Akkaya, 2016: 189-190).

Ekonomi analizi yapıldıktan sonra sektör analizi aşamasına geçilmektedir. Sektörlerin bazıları ekonomik dalgalanmalardan çok etkilenmekte, çok az etkilenmekte veya etkilenmemektedir. Sektörün ekonomiden ne derece etkilendiği, pazarın genişliği, tüketim talebi, üretim maliyetleri, hükümet ile ilişkileri, yasa ile ilişkileri detaylı şekilde incelenmektedir (Taner ve Akkaya, 2016: 190).

Firma analizinde firmanın gerek nitel faktörleri, personel sayısı, üretimi, üretim teknolojisi, kredi olanakları, devletten aldığı teşvikleri, planları ve hedefleri, araştırma-geliştirme faaliyetleri gerekse nicelik faktörleri; finansal tablolardan elde edilen bilgilerden likidite oranları, faaliyet oranları, finansal yapı oranları, karlılık oranları muhasebe esnek uygulamaları göz ardı edilmeden detaylı şekilde incelenerek

analiz edilmelidir. Ayrıca, firmanın gelecekte değişen koşulları takip edip etmediği pay senedi fiyatlarını da etkileyecektir (Taner ve Akkaya, 2016: 190-192).

Değerleme analizinde geçmişe yönelik veriler analiz edilip varsayımlar doğrultusunda geleceğe yönelik tahminler yapılır ve sonrasında F/K oranı, PD/NS oranı, PD/DD oranı ve PD/FAVÖK oranı yöntemleri ile hisse senedi değeri hesaplanır. Hesaplanan değer ile piyasa değeri karşılaştırılıp alım-satım kararı verilir.

3.3. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

3.3.1. Ekonomi Analizi

Bu bölümde; 2001-2019 yıllarındaki ekonomik gelişmeler kurdaki değişimler ışığında açıklanacaktır. Ayrıca geçmişe yönelik yapılan çalışma ile geleceğe yönelik kur tahmini yapılmıştır. Çalışmada 2001-2019 tarihlerindeki Doar/TL aylık ortalama kur verisi kullanılmıştır (evds2.tcmb.gov.tr, 2020).

Varsayımlar:

1. 2020-2021 yıllarında Türkiye’de erken seçim olmayacağı varsayılmıştır.
2. 2020-2021 yılında salgın etkisiyle Türkiye kurda baskılama yapamayacağı varsayılmıştır.
3. 2020-2021 yılındaki küresel durgunluğun, bol para dönemi ile geçileceği varsayılmıştır.
4. Baz yıl olarak 2001 yılı alınmış, 2001 yılında Dolar/TL gerçek değerinde kabul edilmiştir.
5. Hesaplanan Dolar/TL baz yıl sonrası iki ülkenin enflasyon farkı kadar artmaktadır. Varsayımlara göre hesaplanan Dolar/TL ve Dolar/TL piyasa değeri 2001 baz yılı sonrası, yıl sonu değerlere göre aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 7: Varsayımlara Göre Hesaplanan Dolar/TL Ve Dolar/TL Piyasa Değeri 2001, Yıl Sonu Değerler

Tarih	Türkiye Enflasyonu	ABD Enflasyonu	2 ülke Enflasyon farkı	Hesaplanan Dolar/TL	Dolar/TL Piyasa Değeri
2001-12	0,544	0,028	0,502	1,449	1,449
2002-12	0,450	0,016	0,427	2,067	1,584
2003-12	0,216	0,023	0,189	2,458	1,429
2004-12	0,086	0,027	0,058	2,600	1,393
2005-12	0,082	0,034	0,046	2,720	1,346
2006-12	0,096	0,032	0,062	2,888	1,426
2007-12	0,088	0,029	0,057	3,054	1,173
2008-12	0,104	0,038	0,064	3,248	1,539
2009-12	0,063	-	0,066	3,463	1,500
2010-12	0,086	0,016	0,068	3,700	1,513
2011-12	0,065	0,032	0,032	3,818	1,859
2012-12	0,089	0,021	0,067	4,074	1,779
2013-12	0,075	0,015	0,059	4,316	2,058
2014-12	0,089	0,016	0,071	4,623	2,288
2015-12	0,077	0,001	0,075	4,971	2,917
2016-12	0,078	0,013	0,064	5,291	3,489
2017-12	0,111	0,021	0,088	5,758	3,848
2018-12	0,163	0,024	0,136	6,539	5,306
2019-12	0,152	0,018	0,131	7,397	5,838

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Hesaplanan Dolar/TL; iki ülkenin enflasyon farkı yüzdesel olarak bir önceki yılın Dolar/TL kuruna eklenmesi ile bulunmaktadır.

İki ülkenin enflasyon farkı; $(1+A \text{ ülkesi enflasyonu})/(1+B \text{ ülkesi enflasyonu})-1$

TL/Dolar piyasa değeri ve hesaplanan TL/Dolar seviyesi 2001 yılı itibariyle aşağıdaki tabloda yıllara göre verilmiştir.

TL/Dolar; $1/(\text{Dolar/TL})$ ile hesaplanmaktadır.

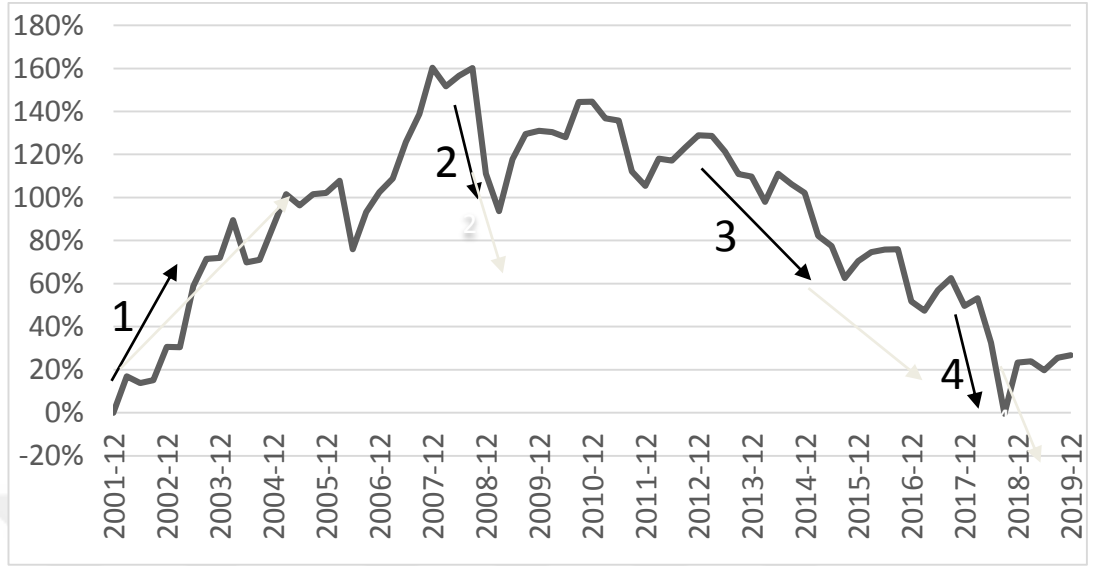
Tablo 8: İki Ülkenin Enflasyon Farkı, TL/Dolar Piyasa Değeri Ve Hesaplanan TL/Dolar Seviyesi

Dönem	Hesaplanan TL/Dolar	TL/Dolar Piyasa değeri	İki ülkenin enflasyon farkı %
2001-12	0,690	0,690	0
2002-12	0,484	0,631	31
2003-12	0,407	0,700	72
2004-12	0,385	0,718	87
2005-12	0,368	0,743	102
2006-12	0,346	0,701	102
2007-12	0,327	0,853	160
2008-12	0,308	0,650	111
2009-12	0,289	0,667	131
2010-12	0,270	0,661	144
2011-12	0,262	0,538	105
2012-12	0,245	0,562	129
2013-12	0,232	0,486	110
2014-12	0,216	0,437	102
2015-12	0,201	0,343	70
2016-12	0,189	0,287	52
2017-12	0,174	0,260	50
2018-12	0,153	0,188	23
2019-12	0,135	0,171	27

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Tabloya göre; verilen yıllar itibariyle kur baskılanarak TL değeri olması gerekenden daha değerli seviyelerde gerçekleşmiştir. 2007 yılında TL olması gerekenden %160 daha değerli iken 2019 yılında döviz krizinde dengeyi bulma çabası içerisinde, yıl sonu %27 daha değerli olarak yılı sonlandırmıştır.

Şekil 1: Aylara Göre Gerçekleşen (TL/Dolar) / Hesaplanan (TL/ Dolar)



Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Grafikte aylara göre, gerçekleşen (TL/Dolar) / hesaplanan (TL/ Dolar) karşılaştırılması yapılmıştır. 2001 baz yılına göre TL, kriz yılları hariç olması gerekenden daha değerli bir durumda iken 2018 kur krizinde TL gerçek seviyesine yakın bir seviyede dengeyi bulmuştur. Bu denge bize gösteriyor ki; kriz yıllarında kurdaki dalgalanma aslında TL'nin gerçek seviyesine gelmesini sağlamaktadır.

Grafikteki numaralı bölgeler dünyada ve Türkiye'de yaşanan gelişmeler neticesinde kurda ve ekonomideki değişikliği açıklayan önemli gelişmelerdir. Gelişmeleri açıklayacak olursak;

1. 2001-2007 Türkiye'de yaşanan gelişmeler:

- Yeni güçlü hükümet
- Yapısal reformlar (Kemal Derviş Dönemi)
- Türkiye'nin Avrupa birliği meselesi

2001 krizi sonrası yeni güçlü hükümetin kurulmasıyla piyasa için Türkiye'de yeni bir hikaye başlamıştı.

IMF'den alınan destek sonrasındaki gelişmeler ışığında yeni ekonomi programı ile özellikle bankacılık reformu, para politikasının etkin kullanımı ve bütçe disiplinindeki iyileşmeler yatırım açısından Türkiye ekonomisini güçlü kılmıştır (Eğilmez, 2018: 152).

Bu dönemde, Avrupa Birliği ile ilişkilerin olumlu seyretmesi ve Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne dahil olacağının konuşulması da yatırım açısından Türkiye'yi cazip kılmıştır.

Gelişmelere bağlı olarak TL dolar karşısında güçlenmiş ve 2007 yılında olması gereken değerden %160 daha değerli hale gelmiştir.

2. 2008 krizi:

ABD mortgage krizi sonrası grafikten de görüldüğü gibi dövizde dalgalanma yaşanmıştır ve gelişmekte olan ülkelerin para birimi kriz ile birlikte değer kaybetmeye başlamıştır.

Ancak 2008 krizinden çıkmak isteyen FED kriz sonrası 2,5 trilyon doları aşan varlık alımlarıyla genişleme programı yapmıştır. Akabinde, bol olan dolar ile gelişmekte olan ülkelerin para birimleri dolar karşısında değer kazanmıştır (Karaş, 2017: 634-636).

3. 2012 Bernanken'in konuşması:

2008 krizinden çıkış yolu bol para ile piyasaları rahatlatmak olmuş idi. Ancak 2012 yılında Fed başkanı Bernanken'n meşhur konuşması sonrasında piyasalarda inanılmaz bir dalgalanma yaşanmıştır. Bernanken bol para döneminin sonuna geldiğini ve kademeli olarak faiz artışının yapılacağını açıklamıştır.

Bernanken'in konuşması sonrası TL de diğer gelişmekte olan ülkelere ayak uydurmuş değer kazançlarını geri vermeye başlamıştır.

4. 2018 kur krizi:

Fed politikalarının haricinde Türkiye i siyasi karışıklık, geçmiş yıllardaki gereğinden fazla büyümenin yan etkisi olan cari açık, suriye meselesi ve de ABD ile politik gerginlikler ile beraber 2018 yılı Türkiye için olumlu geçmemiş TL değerine de bu durum yansımıştır. Grafikten de görüldüğü üzere piyasada olması gereken TL kuru belirlenmiştir.

Özetle; ülkenin para birimi bazı ekonomik gelişmelere bağlı olarak olması gereken değerin üstünde olsa da bu durum sürdürülebilir bir durum olmamıştır. Çünkü; ekonomide kur olması gerekenden daha düşük seviyede gerçekleştiğinde ekonomik dengeleri değiştirmektedir. rnek verilecek olursa; düşük kur ihracatı düşürüp ithalatı cazip hale getirmekte bu da reel sektörün yapısını orta ve uzun vadede değiştirmektedir.

Tablo 9: Geleceğe Yönelik Tahminler

Dönem	Hesaplanan USD/TL	Tahmin	Hesaplanan TL/USD	Tahmin edilen TL/USD	Tahmin edilen TL/Hesaplanan TL %
2020-12	8,308	8,308	0,120	0,120	0
2021-12	9,182	9,182	0,109	0,109	0

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Varsayımlar altında 2020 ve 2021 yıl sonu kur tahmini yapılmıştır. TL olması gereken değerde olacağı varsayımında, 2020 yıl sonu hesaplanan USD/TL 8,308 iken tahmin edilen kur da 8,308, 2021 yıl sonu ise hesaplanan kur 9,182 iken tahmin edilen kur da 9,182 olarak belirlenmiştir.

2018 kur krizi sonrasında Türkiye’de yaşanan durgunluk, Abd ile olan gerilimler, Suriye’deki belirsizlikler, Türkiye ekonomisinde önemli risk unsurlarını oluşturmuş ve aynı risk unsurları 2020-2021 yıllarında da devam edeceği öngörülmektedir.

2018 yılında döviz krizi sonrası enflasyondaki artış, işsizlik rakamlarındaki artış, iç talepteki daralma, faizlerdeki yükseliş, cds seviyelerindeki artış ile Türkiye varlıklarında ciddi satışlar ve dalgalanmalar yaşanmıştır.

2020-2021 yılı için enflasyondaki toparlanma, faizlerdeki düşüş ve kısmen de olsa iç talepteki artış Dolar bazında ucuz kalan Türkiye varlıklarında alım olma ihtimalini güçlendirmektedir.

3.3.2. Sektör Analizi

Tablo 10: Dünya Ham Çelik Üretim Miktarı(Bin ton)

Üretim Miktarı	2015	2016	2017	2018	2019
Dünya	1.621.000	1.629.000	1.732.000	1.814.000	1.869.000

Kaynak: WSA verileri

Çelik üretimi dünyada, 2015 yılında 1.62 milyar ton üretilirken 2019 yılında 1.87 milyar ton üretim hacmine ulaşılmıştır. Dünya çelik üretimi artan nüfus ve

ihtiyaçlara bağlı olarak düzenli bir artış göstermektedir. Özellikle kullanım alanının geniş olması diğer sektörlerdeki ve dünyadaki durgunluk veya talep artışlarından kolay etkileneceği anlamına gelmektedir. Çelik, beyaz eşya üretimi, sağlık sektöründeki malzemelerin üretimi, otomotiv sektöründe, inşaat sektöründe ciddi anlamda kullanılan ara mal niteliğindedir. Ayrıca akıllı şehirler ve sürekli devam eden altyapı çalışmaları ile sektörün gelişiminin, büyümesinin devam edeceği öngörülmektedir.

Tablo 11: Ülkeler Bazında Ham Çelik Üretimi (Milyon Ton)

Ülkeler	2018	Pay(%)	2019	Pay(%)
Çin	920,00	50,7%	996,30	53,3%
Hindistan	109,30	6,0%	111,20	5,9%
Japonya	104,30	5,7%	99,30	5,3%
Abd	86,60	4,8%	87,80	4,7%
Rusya	72,10	4,0%	71,90	3,8%
Kuzey Kore	72,50	4,0%	71,40	3,8%
Almanya	42,40	2,3%	39,70	2,1%
Türkiye	37,30	2,1%	33,70	1,8%
Brezilya	35,40	2,0%	32,20	1,7%
Iran	24,50	1,4%	25,60	1,4%
İtalya	24,50	1,4%	23,20	1,2%
Tayvan	23,20	1,3%	22,00	1,2%
Ukrayna	21,10	1,2%	20,80	1,1%
Vietnam	15,50	0,9%	20,10	1,1%
Meksika	20,20	1,1%	18,50	1,0%
Fransa	15,40	0,8%	14,40	0,8%
İspanya	14,30	0,8%	13,60	0,7%
Kanada	13,40	0,7%	12,90	0,7%
Polonya	10,20	0,6%	9,00	0,5%
Suudi Arabistan	8,20	0,5%	8,20	0,4%

Kaynak: WSA verileri

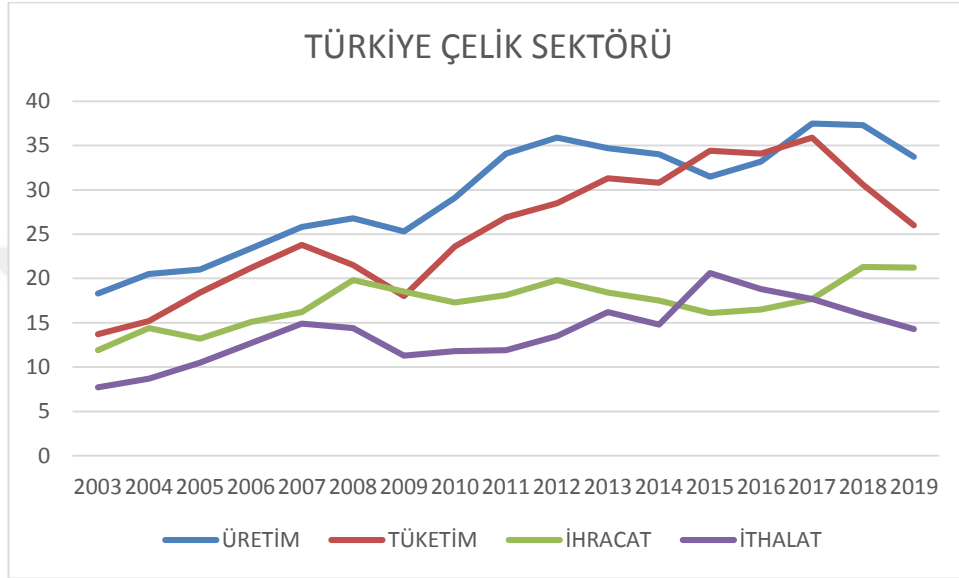
Ülkeler bazında ham çelik üretiminde en büyük payı Çin almaktadır 2019 yılında %53 seviyesinde sektörün ciddi üreticisi konumundadır. Türkiye ise dünyada 8. sırada yer almaktadır.

Türkiye’de Çelik

2019 yılında Türkiye’de çelik ihracatının toplam ihracat içindeki payı %7,7 iken parasal değeri 13,8 milyar USD’dir. Çelik sanayisi Türkiye ekonomisine katkı

sağlayan en büyük dördüncü sektördür. 2001 yılında 15 milyon ton olan çelik üretimi 2019 yılında 33,7 milyon tona ulaşmıştır. Yıllar itibariyle Özellikle iç talepteki artış ile hızlı büyüyen sektör geleceğe yönelik de büyümesini sürdürmesi beklenmektedir (www.cib.org.tr, 2019).

Şekil 2: Türkiye Çelik Sektörü(Milyon ton)



Kaynak: <http://www.cib.org.tr/tr/istatistikler.html>, 2020

Türkiye çelik üretimi de dünya üretiminde olduğu gibi artan nüfus ve de ihtiyaçlara bağlı olarak artış göstermektedir. 2003-2019 yılları incelendiğinde, Türkiye’de dış talepten ziyade iç talebe bağlı artan çelik üretimi kriz yılı olan 2008 sonrası tüketimdeki zayıflama ile düşüş göstermiştir. Ayrıca söz konusu dönemler itibariyle çelik üretiminde güçlü olan Türkiye dış ticarete ihracatı ithalatından yüksek seviyede gerçekleşmiştir.

Sektör dünyadaki ekonomik aktivite ile pozitif korelasyona sahiptir. Dolayısıyla küresel ekonomik gelişmeler sektörün geleceği açısından önem taşımaktadır. 2020 yılında sektör açısından riskler; Abd ile Çin Halk Cumhuriyeti arasındaki gerilim, ABD’nin Türkiye’ye yaptırımları, Avrupadaki ekonomik durgunluk, Küresel kriz, Türkiye doğrudan İskenderun Demir ve Çelik firmasını etkileyecek unsurlardır. 2020 yılında sektör açısından fırsatlar; Türkiye’de toparlanma süreci ile iç talepteki artış, dövizdeki dengelenme süreci ile çelik ihracatındaki artış İskenderun Demir ve Çelik firmasını pozitif anlamda etkileyebilecek unsurlardır.

3.3.3. Firma Analizi

3.3.3.1. Firmaya Genel Bir Bakış

İskenderun Demir ve Çelik firması 1970 yılında 16,75 milyon metre karelik alanda İskenderun'da kurulmuştur. İç piyasa dışında Güney Avrupa ve Ortadoğu ülkelerine yoğun ihracatları mevcuttur.

Şirket hisselerinin %94,87'si Erdemir firmasına %5,13'ü diğer ortaklara aittir. Erdemir Oyak grubu şirketi olması sebebiyle İsdemir firması Oyak çatısı altında faaliyetlerini sürdürmektedir.

İsdemir, 2019 yıl sonu itibarıyla 2.886 mavi yaka personel 1.725 beyaz yaka personel olmak üzere toplamda 4.611 kişiye istihdam sağlamaktadır.

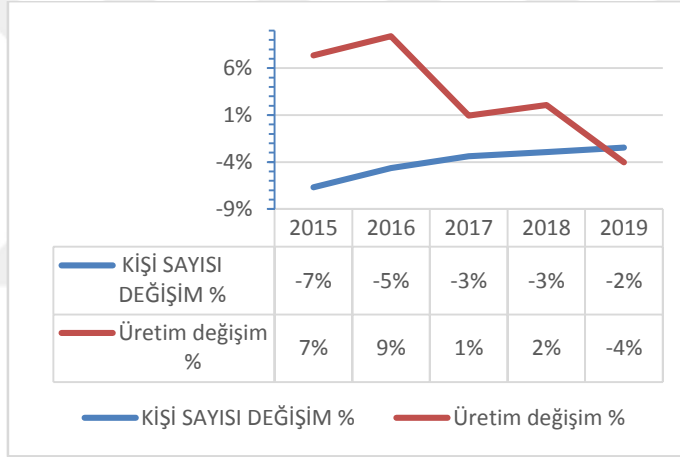
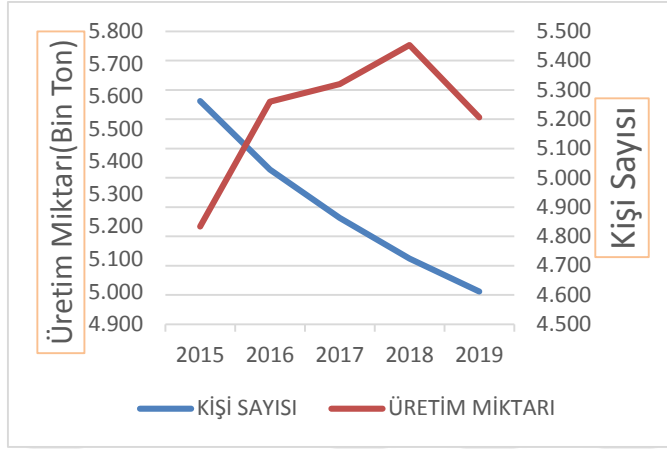
Tablo 12: Üretim Miktarı (Bin ton)

Ürünler	2015	2016	2017	2018	2019
Slap	455	1.006	1.133	1.131	1.140
Yassı mamul	3.040	2.874	3.126	3.398	3.383
Uzun mamul	1.563	1.572	1.328	980	1.026
Diğer	142	132	51	249	-
Toplam	5.200	5.584	5.638	5.758	5.536

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Firmaya ait üretim miktarı incelendiğinde, 2015-2017 yılları arasında düzenli artışın olduğu görülmektedir. 2018 ve 2019 yıllarında ise iç talepte yaşanan daralma nedeniyle firmanın üretim miktarında 2017 yılına göre düşüş olduğu görülmektedir.

Şekil 3: Çalışan Sayısı İle Üretime İlişkin Veriler



Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Yukarıda verilen çalışan sayısı ile üretime ilişkin 2 veri incelendiğinde; 2015-2017 yılları arasında üretimdeki artışa karşın çalışan sayısında düzenli bir düşüş olmuştur. Yatırımcı ilişkiler bölümünden elde edilen bilgiye göre çalışan sayısındaki düşüşün nedeni; ağırlıklı olarak emekli personelden kaynaklanmakla birlikte; yeni alınan personellerin teknik bölüm mezunları olmasıdır. Teknolojiye hakim olan yeni personeller sayesinde daha az kişiyle daha fazla çıktı elde edilmektedir. Dolayısıyla üretimdeki verimlilik de artmaktadır.

Tablo 13: Üretim Miktarı Karşılaştırılması (Bin ton)

Üretim	2015	2016	2017	2018	2019
Dünya	1.621.000	1.629.000	1.732.000	1.814.000	1.869.000
Türkiye	31.500	33.190	37.500	42.400	39.700
ISDMR	5.058	5.584	5.638	5.758	5.536

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Çelik üretimi 2015 yılında dünyada 1.6 milyar ton seviyesinde iken 2019 yılında 1.87 milyar ton seviyesine ulaşmıştır.

Çelik üretimi 2015 yılında Türkiye’de 31.5 milyon ton seviyesinde iken 2018 yılında 42.4 milyon ton seviyesine ulaşmış, 2019 yılında 39.7 milyon ton seviyesine gerilemiştir. Dünyadaki artışa rağmen Türkiye’de inşaat sektöründe yaşanan durgunluk çelik üretiminin de yavaşlamasına neden olmuştur.

İskenderun Demir ve Çelik firmasının çelik üretimi 2015 yılında 5.1 milyon ton seviyesinde, 2018 yılında 5.7 milyon ton seviyesine ulaşmış iken Türkiye üretimine paralel olarak 2019 yılında iç talepteki daralmadan etkilenmiş ve 5.5 milyon ton seviyesine gerilemiştir.

Tablo 14: Küresel Pazar Payları

Pazar Payı	2015	2016	2017	2018	2019
Türkiye Küresel	2,00%	2,10%	2,20%	2,10%	1,80%
ISDMR Küresel	0,32%	0,35%	0,33%	0,32%	0,30%
ISDMR Türkiye	16%	17%	15%	15%	16%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

İskenderun Demir ve Çelik firması çelik üretiminde Türkiye’nin dünya pazar payındaki kaybına paralel olarak son yıllarda dünya pazarında kayıp yaşamış Türkiye’de %15-%%17 seviyesinde pazar payına ulaşmıştır.

3.3.3.2. Finansal Tablolar Analizi

3.3.3.2.1. Rasyo Analizi

Rasyo analizi ile firmanın likidite durumu, faaliyet etkinliği, karlılığı ve finansal yapı oranları incelenmiştir.

3.3.3.2.1.1. Likidite Durumu

Tablo 15: Likidite Oranları

Likidite Oranları	2015	2016	2017	2018	2019
Cari Oran	2,84	2,36	2,62	3,36	3,32
Likidite Oranı	1,35	1,39	1,73	2,06	1,96
Hazır Değerler Oranı	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02
Faiz Karşılama Oranı	10,37	15,5	37,57	71,41	24,7
Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranı	0,2	0,21	0,21	0,24	0,21

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Cari oran incelendiğinde işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynaklarını karşılama gücü oldukça yüksek olduğu görülmektedir. 2015 yılında 2,84 olan bu oran 2019 yılında 3,32 olarak gerçekleşmiştir. Küresel koşullar ve Türkiye riskleri beraber değerlendirildiğinde bu oranın yüksek olması bu dönem için olumlu olarak değerlendirilmektedir.

Likidite oranı incelendiğinde; stoklar hariç şirket kısa vadeli yabancı kaynaklarını dönen varlık kalemleri ile ödeme gücüne sahip olduğu görülmektedir. Likidite oranı 2015 yılında 1,35 iken 2019 yılında 1,96 olarak hesaplanmıştır.

Hazır değerler oranına bakıldığında; 2015 yılından sonra şirketin hazır değerlerinde artış olduğu görülmektedir.

Faiz karşılama oranı değerlendirildiğinde ise; 2015 yılından sonra ciddi artışın olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum hem borçlanma oranındaki azalma hem de şirketin karlarında görülen artıştan kaynaklanmaktadır. Bu oranı da pozitif olarak değerlendirmek mümkündür.

Devamlı sermaye bağımlılık oranı incelendiğinde; işletmenin stok ve alacaklarını fonlarken kısa vadeli fonlamasının yanı sıra devamlı sermayeye de bağlı olduğunu göstermektedir. Karılık açısından olumlu olarak yorumlanmaz çünkü fazla ihtiyatlılık enflasyonist ortamlarda paranın zaman değerinden kaynaklı kayıplara neden olmaktadır.

Özetle; işletmenin likidite probleminin olmadığını ve hatta olması gerekenden fazla likiditeye sahip olduğunu söyleyebiliriz. Ekonomik aktivitenin yavaşladığı ve özellikle Türkiye’de inşaat sektöründe yaşanan durgunluk göz önünde bulundurulduğunda karlılıkta yaşanacak kayıplara rağmen işletmenin bu dönemde güçlü kalabileceği düşünülmektedir.

3.3.3.2.1.2. Faaliyet etkinliği

Tablo 16: Faaliyet Oranları Tablosu

Faaliyet Oranları	2015	2016	2017	2018	2019
Stok Devir Hızı	3,67	3,04	3,78	3,46	3,35
Ortalama Stok Bekleme Süresi	98,21	118,45	95,18	104,13	107,33
Alacak Devir Hızı	12,02	12,41	15,98	15,33	13,69
Ortalama Alacak Tahsil Süresi	29,96	29,01	22,53	23,49	26,3
Ortalama Etkinlik Süresi	128,17	147,46	117,72	127,62	133,63
Aktif Devir Hızı	0,7	0,62	0,82	0,91	0,77

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Stok devir hızı değerlendirildiğinde; incelenen yıllarda değişkenlik gösterdiği görülmektedir. 2015 yılından sonra şirketin stoklarındaki artışa paralel olarak satışlarının da ciddi bir şekilde artması stoklara yapılan yatırımın maliyetini karşılayan bir faktör olmuştur. 2019 yılında stok devir hızı 3,35 sektör ortalaması ise 3,41 olarak gerçekleşmiş sektöre göre daha iyi performans göstermiştir.

Alacak devir hızı incelendiğinde; şirketin alacaklarının tahsil süresindeki azalıştan kaynaklı olarak devir hızı 2015 yılından 2019 yılına kadar artmıştır. Ortalama alacak tahsil süresi 2015 yılında yaklaşık 30 günden 2019 yılında yaklaşık 26 güne düşmüştür. Bu durum da nakit akış açısından olumlu karşılanmaktadır. 2019 yılı alacak devir hızı 13,69, sektör ortalaması ise 9,09 olarak gerçekleşmiş sektöre göre daha iyi devir hızına sahiptir.

Stok devir hızı ve alacak devir hızına bağlı olarak ortalama etkinlik süresi 2015’de yaklaşık 128 gün iken 2019’da yaklaşık 133 gün olarak gerçekleşmiştir. Mamulün stokta bekleyip satıldıktan sonra paranın nakit olarak elde edilme süresinin uzaması olumlu bir bulgu olarak değerlendirilmemektedir.

Aktif devir hızı incelendiğinde ise; 2019 yılı aktif devir hızı 0,77 olarak hesaplanırken sektör ortalaması 0,64 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın sektörün oldukça üstünde olması pozitif bir bulgudur.

3.3.3.2.1.3. Karlılık oranları

Tablo 17: Karlılık Oranları Tablosu

Karlılık Oranları	2015	2016	2017	2018	2019
Brüt Satış Karlılığı	15%	22%	28%	33%	17%
Faaliyet Satış Karlılığı	13%	20%	27%	32%	16%
Vergi Öncesi Karlılık	16%	21%	28%	36%	19%
Dönem Net Karlılığı	10%	15%	22%	26%	13%
Özkaynak Karlılığı	9%	13%	26%	32%	14%
Hisse Başı Karlılık	20%	33%	82%	142%	74%
Aktif Karlılık	7%	9%	18%	24%	10%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Brüt satış karlılığı incelendiğinde; 2015 yılından sonra artış göstermiş ancak 2018 yılında %33 olarak hesaplanan marj 2019 yılında %17 seviyesine gerilemiştir. Şirketin satışları artmasına rağmen brüt kar marjında düşüş olmasının sebebi maliyetlerdeki artış olarak yorumlanmaktadır. Brüt marjdaki düşüş olumsuz bir bulgu olarak değerlendirilmektedir. Maliyetlerdeki artışın nedeni satışların maliyeti tablosundan okunabilmektedir.

Tablo 18: Satışların Maliyeti Tablosu (Bin TL)

Gider Kalemleri	2018	2019
İlk madde ve malzeme giderleri	(8.710.039)	(10.986.641)
Personel giderleri	(547.576)	(603.326)
Enerji giderleri	(292.379)	(498.220)
Amortisman ve itfa giderleri	(497.798)	(621.011)
Genel üretim giderleri	(186.134)	(332.857)
Diğer satışların maliyeti	(271.401)	(357.717)
Çalışmayan kısım giderleri	(9.643)	(9.410)
Müşteri teslim satışlarına ilişkin nakliye giderleri	(149.981)	(124.077)
Stok değer düşüş karşılığı gideri (Not 11)	(9.944)	(9.703)
Konusu kalmayan stok değer düşüş karşılığı (Not 11)	2.547	(4.110)
Diğer	(37.368)	(63.161)
TOPLAM	(10.709.716)	(13.602.013)

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

2019 yılında SMM oranındaki artışın temel nedeni ilk madde ve malzemeden kaynaklanmaktadır. 2018 yılında ilk madde ve malzeme satışların %55'i iken 2019 yılında %67 olarak hesaplanmakta bu da brüt kar marjının düşme nedeni olarak saptanmıştır.

Faaliyet satış karlılığı incelendiğinde; 2015-2018 yılları arasında satış gelirlerindeki artışa göre nispeten faaliyet giderlerinde daha az artış gözlemlenmiştir. Bu da işletmenin faaliyet giderlerini kontrol ettiğini göstermektedir. Ancak 2019 yılında brüt kar marjına paralel olarak faaliyet kar marjında da ciddi bir gerileme olmuş ve %16 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum da olumsuz olarak değerlendirilmektedir.

Vergi öncesi karlılık incelendiğinde ise; şirketin 2015 yılı ile 2018 yılı arasında ciddi artış gözlenmektedir. Ancak 2018 yılında vergi öncesi karlılık azalarak %19 olarak gerçekleşmiştir.

Net karlılık incelendiğinde ise; 2015 yılından 2018 yılına kadar ciddi artış gözlenmektedir. Ancak 2019 Yılı net kar marjı %13 seviyesine gerilemiştir. Bu verilere göre şirket 2019 yılında net kar marjındaki artışları koruyamamıştır.

Özkaynak karı incelendiğinde ise; 2015-2018 yıllarında özkaynaklardaki diğer kapsamlı gelir olarak nitelendirilen kalemlerdeki artışlara rağmen net karın hızlı artması ile özsermaye karlılığı artmıştır. Ayrıca özsermaye kalemlerinde sermaye dışındaki kalemlerin artması şirketin sermayesine ekleme yapma olasılığını arttırmakta ve böyle bir olasılığın gerçekleşmesi olumlu olarak nitelendirilmektedir. Ancak 2019 yılı bozulan diğer karlılık rasyoları özsermaye karlılığının da %14 seviyesine gerilemesine neden olmuştur.

Aktif karlılığı incelendiğinde ise; 2019 yılındaki rasyo %10 olarak hesaplanmaktadır. Yine 2015-2018 yılları arasındaki olumlu ivme 2019 yılında korunamamış, olumsuz olarak değerlendirilmektedir.

Özetle; en önemli rasyo olan karlılık rasyoları uzun vadede değerlendirildiğinde şirketin sektördeki olumlu / olumsuz gidişata göre etkilendiğini gözlemlemekteyiz. Şirket son dönemde karlılıklarını koruyamamış piyasa koşullarından olumsuz etkilenmiştir. Şirket olumsuz piyasa koşullarında karlılıklarından ödün verse de zarar etmediğini ve bir sonraki analizde göreceğimiz mali yapısındaki güçlülük ile uzun vadede varlığını koruyacağını ve tekrar bu marjların pozitif döneceğini söyleyebiliriz.

3.3.3.2.1.4. Finansal Yapı Oranları

Tablo 19: Finansal Yapı Oranları Tablosu

Finansal Yapı Oranları	2015	2016	2017	2018	2019
Kaldıraç Oranı	0,26	0,29	0,28	0,25	0,25
Özsermaye Oranı	0,74	0,71	0,72	0,75	0,75
Otofinansman Oranı	0,44	0,34	0,29	0,18	0,18
Kısa V.Yükümlülük/Toplam Yükümlülük	0,41	0,57	0,61	0,60	0,54
Maddi Duran Varlık/Özvarlık	0,91	0,84	0,74	0,73	0,68
Finansman Oranı	2,90	2,45	2,57	2,99	2,98
Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye Oranı	0,77	0,73	0,66	0,66	0,60

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Kaldıraç oranında 2015-2019 yılları arasında %25-29 seviyelerinde olması şirketin finansman politikasında bir değişiklik olmadığını göstermektedir. 2019 yılında kaldıraç oranı %25 olarak hesaplanmış bu oran karlılık açısından olumsuz

olarak nitelendirilmekte mevcut ekonomik şartlarla birlikte değerlendirildiğinde ihtiyatlı bir finansman politikasına geçildiği sonucuna ulaşılmıştır. 2019 yılında aktiflerin sadece %25'i yabancı kaynaklar ile finanse edilmiş %75'i özkaynaklar ile finanse edilmiştir. Sektördeki daralma ekonomide durgunluk finansal kaldıraçın yükselmesi ve risk iştahının azalmasına neden olmuştur.

Otofinansman oranı incelendiğinde ise şirketin otofinansman yolunu çok tercih etmediği genellikle kazancını ortaklarla paylaştığı sonucuna ulaşılmaktadır. Firma özelinde kaldıraç oranının düşüklüğünü göz önüne alacak olursak otofinansman oranı düşüklüğü ve elde edilen kazancın ortaklarla paylaşılması olumlu olarak yorumlanır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki oranı ise işletmenin borçlarının yaklaşık yarısı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiş. Likidite rasyoları güçlü olması sebebiyle bu oran makul olarak yorumlanmaktadır. Likiditede problem olsaydı kısa vadeli yabancı kaynağın uzun vadeli yabancı kaynağa aktarılması dolayısıyla bu oranın düşük olması tercih edilebilir bir durum olabilirdi.

Maddi duran varlık / Özvarlık oranı 2019 rasyosunda 0,68 olarak hesaplanmış ve bu oran işletmenin özkaynağı ile maddi duran varlıklarını finanse edebildiğini göstermektedir. Geçmiş dönemlerde bu oranın daha düşük olması işletmenin son yıllarda özvarlığını artırdığını göstermektedir bu çok olumlu bir gösterge olmakla beraber, özvarlık artışı kar ile gerçekleşmesi istenen en olumlu durumdur. Dipnotlar incelendiğinde bu oranın azalmasının temel kaynağı UFRS kuralları gereği özsermayedeki diğer kapsamlı gelir kalemindeki artışlardır.

Finansman oranı ise; 2019 yılında 2,98 olarak gerçekleşmiş ve incelenen yıllarda yaklaşık 2.5-3 seviyelerindedir. Bu oran oldukça yüksek olarak değerlendirilmiştir.

Duran varlıklar / Devamlı sermaye oranı incelendiğinde ise; 2019 yılında 0,60 olarak hesaplanmış bu oran işletmenin duran varlıklarını devamlı sermayesi ile karşılayabildiğini göstermektedir. 2015 yılında bu oran 0,77 iken yıllar itibariyle özsermaye artışına paralel bu oranın azaldığını ve devamlı sermayenin güçlendiği gözlemlenmiştir.

Özetle; işletmenin finansal yapı oranları ile çıkarılan sonuç; işletme finansman politikasında net karlılıktan ziyade dünyadaki ve Türkiye’deki risklere odaklandığıdır. İskenderun Demir ve Çelik firmasının finansman politikası Du-Pont analizindeki finansal kaldıraç oranının yüksek olması tercihinin çok uygun olmasa da dönemin risk unsurları firmanın tercihlerinin çok yanlış olduğunu söylemek kolay değildir. Mevcut durum firmanın fon esnekliğe sahip olduğunu, yeni yatırımlarda daha kolay ve ucuz kaynak yaratabileceğini söyleyebiliriz.

3.3.3.2.2. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi

3.3.3.2.2.1. Bilanço Analizi (2017/2018-2018/2019)

Tablo 20: Karşılaştırmalı Bilanço Analizi Tablosu

Bilanço Kalemleri	2017/2018 Mutlak Fark	2017/2018 Oransal Fark	2018/2019 Mutlak Fark	2018/2019 Oransal Fark
Dönen Varlıklar	4.354.872.000	70%	-784.394	-7%
Hazır Değerler	50.573.000	425%	-4.271	-7%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	609.916.000	83%	-278.382	-21%
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.600.352.000	48%	-404.703	-8%
Stoklar	1.978.439.000	94%	-63.936	-2%
Duran Varlıklar	2.784.277.000	36%	1.425.031	14%
Finansal Yatırımlar	-13.294.000	-99%	18	13%
Maddi Duran Varlıklar	2.506.199.000	34%	1.069.311	11%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	62.544.000	37%	18.681	8%
Toplam Aktifler	7.139.149.000	52%	640.637	3%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	769.179.000	32%	-197.907	-6%
Finansal Borçlar	458.458.000	51%	-141.683	-10%
Ticari Borçlar	665.161.000	151%	90.572	8%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	610.987.000	41%	374.585	18%
Öz Sermaye	5.758.983.000	58%	463.959	3%

Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel. veya Gid.	3.680.104.000	88%	1.817.531	23%
Net Dönem Karı	1.726.568.000	72%	1.953.451	-48%
Toplam Pasifler	7.139.149.000	52%	640.637	3%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

2017/2018 Dönemi;

Aktiflerdeki büyümenin büyük bölümü dönen varlıklardan kaynaklanmıştır. Özellikle büyümede alacaklardaki artış göze çarpmaktadır. Duran varlık kalemi incelendiğinde ise maddi duran varlık kalemlerindeki artış dikkat çekmektedir. Bu dönemde aktiflerin büyümesinin temel nedeni satışlardaki %50 artış olarak gözlemlenmiştir.

Dönen varlıklar %70 artmış, bu artışa en fazla katkı yapan stoklar ve diğer alacaklar olmuştur. Dipnotlardan elde edilen bilgiye göre diğer alacaklar kaleminin neredeyse tamamını ilişkili taraflardan diğer alacaklar oluşturmaktadır. Şirketin ürettiği yassı mamulleri Erdemir Demir Çelik firması satmakta ve bu sebeple alacak kalemlerinde değil de diğer alacaklar içinde takip edilmekte ama bu kalem kısa vadeli alacak olarak düşünülmelidir. Stoklardaki ve alacaklardaki artış satış kaynaklı büyümüş, rasyo analizinde de ortaya konulduğu gibi devir hızlarındaki olumlu veriler ile karlılığa pozitif katkı sağladığı için olumlu olarak değerlendirilmiştir (İskenderun Demir ve Çelik, 2018: 60)

Duran varlıklar %36 artmış, bu artışa en fazla katkı yapan maddi duran varlık kalemidir. Şirketin maddi duran varlıklarına yatırım yapması gelecekteki nakit akımlarını artırması açısından önem taşımaktadır. Dipnotlardan elde edilen bilgiye göre maddi duran varlığın büyük bölümünü makine ve teçhizatlar oluşturmakta iken binalar, arsalar, yapılmakta olan projeler de geriye kalan maddi duran varlık kalemleridir (İskenderun Demir ve Çelik, 2018: 42).

Pasiflerdeki artışın büyük bölümü özsermayeden gerçekleşmiştir. Aktif kalemlerindeki artışın küçük bir bölümü yabancı kaynaklar ile finanse

edilmiştir. Özsermaye kalemi %58 artmış, %88 artışla Diğer kapsamlı gelir kalemi 2018 yılında özsermayeyi ciddi bir şekilde artırmıştır. Bu kalem uluslararası muhasebe standartları ile şirketlerin varlıklarının yeniden değerlendirilmesini zorunlu kılınmasıyla birlikte finansal tablolarda gösterilmiştir. Sermayenin özsermaye içindeki payı azaldıkça bedelsiz sermaye ihtimali artacak ve bu da şirketin piyasa değerine olumlu yansıyacaktır.

2018/2019 Dönemi;

Aktifler %3 büyürken dönen varlık kalemleri bu dönemde %7 küçülmüş, duran varlık kalemleri de %14 büyümüştür. Aktiflerin 2017/2018 dönemindeki karşılaştırmalı bilanço analizindeki büyümeyi yakalayamamasının nedeni satışlardaki sınırlı büyümedir. Satışlar bu dönemde yalnızca %3 artmıştır.

Dönen varlık kalemlerindeki düşüşün temel nedeni alacaklardaki azalıştır. Kısa vadeli ticari alacaklar ve diğer alacaklar kalemi %29 azalmış, bu azalmadan çıkan sonuç satışlardaki artış ile vadeli yapılan satışlardan daha fazla tahsilat yapılmış ve dönen varlık yatırımı azaltılmıştır.

Duran varlık kalemlerindeki %14 büyümenin temel nedeni ise maddi duran varlıklardaki artış olarak gözlemlenmekte ve elde edilen bulgu işletmenin geleceği açısından olumlu olarak yorumlanmaktadır.

3.3.3.2.2. Gelir Tablosu Analizi (2017/2018-2018/2019)

Tablo 21: Karşılaştırmalı Gelir Tablosu Analizi

Gelir Tablosu Kalemleri	2017/2018 Mutlak Fark	2017/2018 Oransal Fark	2018/2019 Mutlak Fark	2018/2019 Oransal Fark
Satış Gelirleri	5.269.487	50%	571.472	3%
Satışların Maliyeti (-)	3.107.523	41%	2.892.297	21%
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	2.161.964	72%	-2.320.825	-81%
Faaliyet Giderleri (-)	47.833	26%	39.384	14%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	2.215.274	78%	2.461.352	-95%
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	572.186	241%	-267.189	-49%
(Esas Faaliyet Dışı)	-714	-1%	47.191	37%

Finansal Giderler (-)				
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.740.441	91%	-2.700.433	-88%
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	1.013.873	160%	- 46.982	-83%
Net Dönem Karı/Zararı	1.726.568	72%	-1.953.451	-91%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

2017/2018 Dönemi;

2018 yılında satışlar %50 büyürken satışların maliyeti %41 artmış ve bu durum brüt karın %72 artmasını sağlamıştır. Faaliyet giderleri yüzde 26 artarken net esas faaliyet karı %78 artmıştır. Finansman gelirleri %241 artarak vergi öncesi karın %91 artmasına katkı sağlamıştır. Finansman gelirlerindeki bu artış dipnotlardan incelendiğinde %72'lik kısmını kur farkı gelirleri oluşturmuş kalan bölümü faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Son olarak ödenen vergilerdeki artış %160 olarak gerçekleşmiş ve net kar %72 büyümüştür. Vergilerdeki artışın birinci nedeni kurumlar vergisi %20 den %22'ye çıkmıştır ayrıca taşınmazların satışından doğan kazançlarda %75'lik istisna %50'ye indirilmiştir. (İskenderun Demir Ve Çelik, 2018: 57)

2018/2019 Dönemi;

Satışlar %3 artarken satışların maliyetlerindeki %21'lik artış brüt karın azalmasına neden olmuş bu dönemde brüt kar %81 azalmıştır. Faaliyet raporlarından elde edilen bilgiye göre satışların maliyetindeki ilk madde ve malzeme kalemlerindeki artış satışların maliyetindeki artışın temel nedeni olarak gözlemlenmiştir (İskenderun Demir Ve Çelik, 2019: 56). Esas faaliyet giderlerindeki artış %14 iken esas faaliyet karı %95 azalmıştır yine mutlak fark tablosundan bakılacak olursa satışların maliyetindeki artış faaliyet gelirlerindeki azalışı açıklamaktadır. Aynı dönemde vergi öncesi kar %88 ve net kar da %91 azalarak bu dönem şirketin çok ciddi anlamda karlılık avantajını yitirdiği gözlemlenmektedir.

3.3.3.2.3. Dikey Yüzdelere Yöntemi ile Analiz

Bilanço kalemlerindeki aldığı paylara bakıldığında 2019 yılında aktif kalemlerde maddi duran varlıklardan kaynaklı olarak duran varlıklar kalemi %55 payla ağırlığının dönen varlıklardan fazla olduğunu görüyoruz. 2015 yılında dönen varlıkların payı %30, duran varlıkların payı %70 iken 2019 yılında dönen varlıklar %45, duran varlıklar %55 olmuştur. Yıllar itibariyle bakıldığında şirketin hızlı büyümesi dönen varlık kalemlerinde artışa neden olmaktadır.

Tablo 22: Dikey Yüzdelere Yöntemi Analiz Tablosu

Bilanço Kalemleri	2015	2016	2017	2018	2019
Dönen Varlıklar	30%	39%	45%	50%	45%
Hazır Değerler	0,12%	0,12%	0,09%	0,30%	0,27%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	5%	5%	5%	6%	5%
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	8%	17%	24%	23%	21%
Stoklar	16%	16%	15%	19%	19%
Duran Varlıklar	70%	61%	55%	50%	55%
Maddi Duran Varlıklar	68%	60%	54%	47%	51%
Toplam Aktifler	100%	100%	100%	100%	100%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11%	16%	17%	15%	14%
Finansal Borçlar	0,1%	4,3%	6,5%	6,5%	5,6%
Ticari Borçlar	3%	3%	3%	5%	6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15%	13%	11%	10%	12%
Öz Sermaye	74%	71%	72%	75%	75%
Sermaye	32,70%	24,26%	20,95%	13,82%	13,41%
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel. veya Gid.	23,7%	29,6%	30,3%	37,5%	44,8%
Kar Yedekleri	1,86%	2,01%	3,23%	3,68%	0,00%
Net Dönem Karı	6%	8%	17%	20%	10%
Toplam Pasifler	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Dönen varlıklar incelendiğinde 2019 yılında stoklar %19, alacaklar %26 pay ile dönen varlık kalemlerinde en fazla paya sahip kalemler olarak gözükmektedir. İşletmenin ciddi miktarda stok bulundurduğu ve vadeli satışlarının olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yıllar itibariyle stoklar ve alacaklardaki büyüme dikkat çekmektedir. Şirketin iştirakleri aracılığıyla satışlarını gerçekleştirmesi ile özellikle diğer alacak kalemlerdeki payı 2015’de %8’den 2019’da % 21’e yükselmiştir. Stokların payı ise %16’dan %19’a yükselmiştir.

Duran varlıklarlar incelendiğinde ise maddi duran varlık kalemi 2019 yılında %51 olarak gerçekleşmiştir. makine teçhizat,bina, arsa gibi varlıklar firmanın en fazla yatırım yaptığı varlıklar olmuştur. Maddi duran varlık kalemi 2015 yılında 6.000.209.000 TL iken 2019 yılında 11.001.236.000 TL olarak gerçekleşmesine rağmen aktiflerdeki payı ilgili yıllarda %68’den %51’e düşmüştür. Bu da alacaklardaki ciddi artışın sonucu olarak değerlendirilmektedir.

Pasif kalemler incelendiğinde; sadece %14 ile kısa vadeli fonlama yapılmış iken %86 işletmenin devamlı sermayesidir. İşletmenin duran varlıklarının ağırlığının yüksek olması devamlı sermayenin güçlü olmasını gerektirir ancak %55 duran varlık oranına göre devamlı sermayesi normalin üzerinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Borç kalemleri incelendiğinde ise uzun vadeli finansman oranının düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özsermaye varlıkları incelendiğinde ise diğer kapsamlı gelir kalemleri kaynaklı kazanç %44,8 oranında bu kazancın bedelsiz sermaye artırımı yolu ile sermayeye eklenme olasılığının olması şirket üzerinde olumlu etki yapacağı düşünülmektedir (Barnes ve Ma, 2001: 10).

3.3.3.2.4. Trend Analizi

3.3.3.2.4.1. Bilanço

Aktifler incelendiğinde; 2014 yılında 100 iken 2019 yılında 273 seviyesine çıkmıştır. Gelişen sektör ve şirket satışlarına bağlı olarak aktiflerde büyüme tespit edilmiştir. Aktiflerdeki büyümede dönen varlıklar 2014 baz yılına göre 100 seviyesinden 335 seviyesine duran varlıklar ise 100 seviyesinden 236 seviyesine yükselmiştir. Dönen varlıklarda ise hazır değerler 2352 seviyesinde olsa da ağırlık

anlamında ciddi bir paya sahip olmadığı için bu büyüme ile çok önemli bir sonuç çıkarılmamaktadır. Daha çok stoklar ve diğer alacak kalemlerindeki artış dönen varlık kaleminin büyümesinde etkili olmuştur.

Tablo 23: Bilanço Trend Analiz Tablosu

Bilanço Kalemleri	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dönen Varlıklar	100%	91%	159%	213%	362%	335%
Hazır Değerler	100%	437%	569%	481%	2525%	2352%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	100%	83%	111%	136%	249%	197%
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	100%	80%	219%	354%	525%	482%
Stoklar	100%	104%	143%	158%	306%	301%
Duran Varlıklar	100%	124%	146%	152%	208%	236%
Duran Varlıklar	100%	125%	148%	154%	206%	229%
Toplam Aktifler	100%	112%	151%	175%	265%	273%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	100%	81%	170%	206%	272%	255%
Finansal Borçlar	100%	4%	239%	417%	628%	563%
Ticari Borçlar	100%	137%	230%	249%	625%	676%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	100%	108%	121%	121%	170%	201%
Öz Sermaye	100%	119%	153%	180%	284%	292%
Sermaye	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Net Dönem Karı	100%	58%	95%	239%	412%	216%
Toplam Pasifler	100%	112%	151%	175%	265%	273%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Diğer alacak kalemleri 2019 yılında 482 seviyesinde, stoklar ise 301 seviyesine ulaşmıştır. Duran varlıklarda payının çok büyük bölümünü oluşturan maddi duran varlık kalemi baz yıl sonrası 2019 yılında 229 seviyesine ulaşmıştır. Aktif büyümenin oransal anlamda büyüklüğü olumlu olarak yorumlanırken dönen varlık kalemlerinde artış maliyet alanında atıl fon olarak olumsuz bir tespit olarak değerlendirilmektedir.

Pasif kalemler incelendiğinde ise aktiflerdeki büyümenin finansmanında pay olarak da oransal olarak da en fazla büyüme özkaynak kalemlerinde gerçekleşmiştir. Özkaynaklar baz yıl sonrası 2019 yılında 292 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Özkaynaklarda sermaye kaleminde değişiklik olmazken net dönem karındaki 216 seviyesi olumlu artış olarak değerlendirilmektedir ancak karlılık rasyolarındaki değerlendirmelerde olduğu gibi 2018 yılındaki karlılık avantajı 2019 yılında korunamamış. Baz yıl 2018 kabul edilseydi ciddi bir düşüş sonucuna ulaşılabacaktı.

Kısa vadeli yükümlölük ise 2019 yılında 255 seviyesinde geręekleşmiş burada dikkat çeken kalem ticai borçlardır. Alacak kalemlerindeki artışın maliyeti ticari borç kalemlerindeki artış ile telafi edilmiştir. Uzun vadeli borçlarda ise büyümeye oranla daha düşük bir artış olmuş ve 201 seviyesinde geręekleşmiştir. Özetle işletme özsermaye ağırlıklı büyümüş ve risklere karşı daha ihtiyatlı hale gelmiştir.

3.3.3.2.4.2. Gelir Tablosu

Gelir tablosu incelendiğinde; satış gelirlerinde istikrarlı artış geręekleşmiş ve 2014 baz yıl sonrası 2019 yılında 262 seviyesindedir. Satışların maliyeti girdi maliyetlerinden dolayı 2017-2018-2019 yıllarında hızlı artış göstermiş ve 2019 yılında karlılık düşüşüne neden olmuştur. Diğer gider kalemleri büyümeye paralel artmış iken vergi kaleminde oransal anlamda kayde değer bir artış olmuş ve 2014 baz yılı sonrası 2019'da 717 olarak geręekleşmiştir.

Tablo 24: Gelir Tablosu Trend Analiz Tablosu

Gelir Tablosu Kalemleri	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Satış Gelirleri	100%	94%	103%	169%	253%	262%
Satışların Maliyeti (-)	100%	102%	102%	155%	218%	276%
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	100%	68%	107%	223%	383%	211%
Faaliyet Giderleri (-)	100%	132%	140%	144%	181%	212%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	100%	15%	85%	15%	27%	31%
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	100%	104%	121%	132%	164%	190%
Genel Yönetim Giderleri	100%	156%	157%	156%	196%	231%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	100%	61%	104%	231%	413%	211%
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	100%	160%	88%	169%	19%	0%
Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-)	100%	78%	65%	73%	43%	0%
Faaliyet Karı veya Zararı	100%	64%	105%	237%	416%	216%
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	100%	541%	442%	498%	1698%	1137%
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	100%	75%	72%	62%	62%	97%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	100%	83%	124%	269%	513%	272%
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	100%	286%	354%	505%	1313%	717%
Net Dönem Karı/Zararı	100%	58%	95%	239%	412%	216%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Gelir vergisindeki artışın nedeni vergi öncesi kar artışının yanı sıra kurumlar vergisinin %22 olması olarak tespit edilmiştir. Özetle şirketin istikrarlı büyüdüğü tespit edilmiş ve uzun vadeli yatırımda en önemli faktör istikrarlı büyümedir. Bunun yanı sıra girdi maliyetlerindeki artış olumsuz bir bulgu olarak saptanmıştır.

3.3.3.2.5. Nakit Akış Tablosu Analizi

İşletmenin karlılığı ve bilanço kalemlerindeki uyumluluğu konusunda elde edilen bulgular olumlu olsa da işletmenin nakit akış tablosu incelenmeli ve işletmenin yıl içinde nakitini doğru bir şekilde yönetip yönetmediği kontrol edilmelidir. Bu amaca yönelik olarak tabloda işletmenin nakit akış ana kalemleri verilmiştir.

Tablo 25: Nakit Akış Tablosu (Bin TL)

Nakit Akış Tablosu Kalemleri	2015	2016	2017	2018	2019
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları	17.669.92	1.483.698	2.861.282	3.252.411	3.566.936
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları	(265.838)	(243.570)	(1.983.72)	(323.397)	(497.945)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	(1.359.645)	(1.252.834)	(2.913.271)	(3.012.655)	(3.203.408)
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Azalış	(1.415.09)	(1.2706)	(250.361)	(8.3641)	(4.271)
Yabancı Para Çevirim Farklarının Nakit ve Nakit Benzerleri Üzerine Etkisi	133.164	1.5956	248.187	134.214	130.146
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış / Azalış	(8.345)	(3.250)	(2.174)	50.573	(4.271)

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

İlk olarak işletmenin ana faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımına bakmak gerekir. İşletme 2015 yılında 1.766.992.000,00 TL ana faaliyetlerinden nakit üretirken istikrarlı bir şekilde artarak 2019 yılında 3.566.936.000,00 TL elde etmiştir. Şirketin ana faaliyetlerinden istikrarlı nakit elde etmesi ortaklar için temettü ihtimalini güçlendirirken alacaklılar için ise şirketin ödeme konusunda problem yaşamayacağını gösterir.

Yatırım faaliyetleri incelendiğinde ise; bu kalem için şirketin nakit çıkışının olması geleceğine yönelik yatırımları için nakit harcadığını göstermekte. Tablo incelendiğinde 2015 yılında 265.838.000,00 TL 2019 yılında 497.945.000,00 TL yatırımları için nakit çıkışı olmuştur. Elde edilen nakitin yatırım harcamalarında

değerlendirilmiş olmasını geleceğe yönelik faaliyetlerine daha fazla nakit yaratabilmesi için olumlu karşılanmaktadır.

Finansman faaliyetleri incelendiğinde ise ana kalemde azalış olduğu saptanmıştır. Ekteki ayrıntılı nakit akış tablosu incelendiğinde ise şirketin düzenli olarak karını ortaklarla paylaşması ve yaptığı borçlanmadan fazla borç ödemiş olması sebebiyle finansman faaliyetlerinden nakit çıkışı olmuştur. Ayrıca rasyo analizinden kaldıraç oranı da dikkate alınırsa işletmenin borçluluk oranlarının düşük olduğu ve likidite yapısının güçlü olduğu sonucuna varılmıştır. Faizlerin ve risklerin yükseldiği bu ortamda kaldıraç oranını azaltmak ihtiyatlı bir politika olarak değerlendirilmektedir.

3.3.4. Değerleme Analizi

Ekonomi analizi, sektör analizi, firma analizi sonrası şirket hakkında bilgiler elde ettikten sonra bu bilgiler ile şirketin değeri belirlenmektedir.

Değerleme analizinde ilk adım; geçmiş yıllardaki şirketin finansalları incelenmiş ve geçmiş 5 yıllık ortalama finansal veriler ve oranlar hesaplanmıştır.

İkinci adımda ise geleceğe ilişkin tahmin öncesi varsayımlar belirlenmiştir.

Üçüncü adımda ise varsayımlardan hareketle şirketin gelecekteki finansal verileri tahmin edilmiştir.

Dördüncü aşamada ise şirketin yıllıklandırılmış finansal tabloları ile şirketin aylık ortalama fiyat hareket verileri kullanılarak aylık dönemler ile F/K oranı, PD/NS oranı, PD/DD oranı ve PD/FAVÖK oranı hesaplanmış ve bu verilerin ortalama değerleri alınmıştır.

Daha sonra ortalama değerleri hesaplanan piyasa çarpanları ile ikinci aşamadaki tahmini finansal veriler kullanılarak firmanın değeri belirlenmektedir.

1. Aşama

Geçmiş yıllar ortalama;

Şirketin son beş yıllık verilerine göre ortalama finansal değerler aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 26: Son Beş Yıllık Veriler Tablosu

Veriler	2015	2016	2017	2018	2019	5 yıllık ortalama
Satışlardaki Büyüme	-6%	9%	64%	50%	4%	24,20%
Brüt Kar Marjı	15%	22%	28%	33%	17%	23,23%
Esas Faaliyet Kar Marjı	13%	20%	27%	32%	16%	21,42%
Vergi / Esas Faaliyet Karı	19%	35%	22%	33%	35%	28,68%
Net Kar Marjı	10%	15%	22%	26%	13%	17,14%
Temettü/Netkar	87%	90%	169%	85%	85%	103,40%
FAVÖK / Net Satışlar	18%	25%	31%	34%	20%	25,46%
Amortisman Ve İtfa Giderleri / Satışların Maliyeti	6%	7%	5%	5%	5%	5,54%
Yatırımlar / Net Satışlar	4%	4%	2%	2%	3%	3,04%
Toplam Varlıklardaki Artış	12%	35%	16%	52%	3%	23,41%
Özsermaye Artışı	19%	29%	17%	58%	3%	25,19%

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

2. Aşama

Varsayımlar;

Geleceğe ilişkin tahminler belirli varsayımlar altında yapılmaktadır. Bunlar;

1. Satışlar son beş yılın ortalaması olan %24,20 oranında büyüyeceği varsayılmıştır.
2. Brüt kar marjı son beş yılın ortalaması olan %23,23 olacağı varsayılmıştır.
3. Esas faaliyet kar marjı son beş yılın ortalaması olan %21,42 olacağı varsayılmıştır.
4. Vergi tahmininde son beş yılın vergi/esas faaliyet karı oranı ortalaması kullanılmıştır.(%28,68)
5. Net kar marjı son beş yılın ortalaması olan %17,14 olacağı varsayılmıştır.
6. Favök tahmininde son beş yılın Favök / Net Satışlar oranı ortalaması kullanılmıştır.(%25,46)
7. Amortisman ve itfa giderleri tahmininde son beş yılın Amortisman / satışların maliyeti oranı ortalaması kullanılmıştır.(%5,54)

8. Dağıtılacak temettünün tahmini yapılırken son dört yılın temettü / net kar oranının ortalaması kullanılmıştır.(%103,40)
9. Yatırımların tahmini yapılırken yatırımlar/satışlar oranının son beş yıllık ortalaması kullanılmıştır.(%3,04)
10. Toplam varlıklar son beş yılın artış ortalaması olan %23,41 artacağı varsayılmıştır.
11. Özsermaye hesabı tahmini yapılırken son beş yılın özsermaye artış ortalaması olan %25,19 oranı kullanılmıştır.

3. Aşama

Geleceğe ilişkin tahminler;

Varsayımlara uygun olarak tahmin edilen bilgiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 27: Geleceğe İlişkin Tahminleme Tablosu

Veriler	2020	2021	2022	2023	2024
Satışlar	20.435.151	25.380.442	31.522.491	39.150.910	48.625.402
Satışların Maliyeti	15.687.718	19.484.135	24.199.281	30.055.490	37.328.896
Brüt Kar	4.747.432	5.896.307	7.323.209	9.095.420	11.296.506
Faaliyet Giderleri	369.446	458.852	569.893	707.807	879.096
Esas Faaliyet Karı	4.377.986	5.437.456	6.753.316	8.387.613	10.417.410
Vergi	1.255.650	1.559.517	1.936.919	2.405.651	2.987.817
Net Kar	3.503.147	4.350.906	5.403.822	6.711.543	8.335.731
FAVÖK	5.202.767	6.461.833	8.025.592	9.967.780	12.379.975
Amortisman Ve İtfa Giderleri	869.691	1.080.155	1.341.552	1.666.207	2.069.427
Temettü	3.622.204	4.498.774	5.587.474	6.939.639	8.619.027
Yatırımlar	622.075	772.616	959.589	1.191.809	1.480.226
Toplam Varlıklar	26.682.911	32.928.088	40.634.958	50.145.634	61.882.297
Karşılıklar	83.535	87.712	92.097	96.702	101.537
Özsermaye Tahmini	20.269.881	25.375.186	31.766.346	39.767.225	49.783.258

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

4. Aşama

Bu aşamada şirketin fiyat hareketleri verisi ve de yıllıklandırılmış finansal verileri kullanılarak aylık ortalama F/K oranı, PD/NS oranı, PD/DD oranı ve PD/FAVÖK oranı hesaplanmıştır.

Yıllıklandırılmış finansal veriler; son dört çeyreğin finansal tabloları bir yıllık olarak düşünülmektedir. Örneğin 2018 mart bilançosu açıklandı ise 2017 mart ile 2018 mart dönemleri net karı toplanır ve yıllıklandırılmış net kar olarak kabul edilir..

Tablo 28: Yıllıklandırılmış Finansal Veriler Tablosu (Bin TL)

Veriler	2019/12	2019/09	2019/06
Öz Sermaye	16.191.727	14.267.210	18.864.042
Net Satışlar	16.453.432	16.969.051	17.677.556
Net Dönem Karı	2.155.428	3.043.009	3.658.720
FAVÖK(Faiz Amortisman Ve Vergi Öncesi Kar)	3.243.913	4.153.334	4.941.391
Faaliyet Karı	2.605.034	3.527.774	4.418.493
Amortisman Giderleri , İtfa Ve Tükenme Payları	652.169	627.730	621.461

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Yıllıklandırılmış veriler ile Piyasa Çapanları Ortalama Değeri Hesaplama Veriler;

29/03/2016 ile 31/03/2020 tarihleri arası ISDMR günlük kapanış fiyatları, (EK1) Yıllıklandırılmış veriler, 2019/12, 2019/09, 2019/06, 2019/03, 2018/12, 2018/09, 2018/06, 2018/03, 2017/12, 2017/06, 2016/12, 2016/06, 2015/12 dönemlerine ait veriler kullanılmıştır (EK2)

Ortalama F/K oranı, PD/NS oranı, PD/DD oranı ve PD/EBIDDA oranı hesaplaması yapılırken aylık ortalama fiyat ile en son açıklanan döneme göre yıllıklandırılmış finansal tablolardan veriler alınmıştır.

Örneğin 2019 ocak-şubat-mart aylık ortalama fiyat verileri ile en son açıklanan 2019/12 finansal tablo verileri, 2019 ekim-kasım-aralık aylık ortalama fiyat verileri ile 2019/09 yıllıklandırılmış finansal tablo verileri, 2019 temmuz-ağustos-eylül aylık ortamala fiyat verileri ile yıllıklandırılmış 2019/06 finansal tablo

verileri kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda sadece 3 döneme ilişkin yıllıklandırılmış veriler ile piyasa çarpanları hesaplama yer alırken EK3 tablosunda tüm dönemlere ilişkin hesaplama yer almaktadır.

Tablo 29: Piyasa Çarpanları Hesaplama Tablosu

Veriler	Mar.20	Ara.19	Eyl.19
Ortalama Fiyat	6,57	7,71	6,11
Öz Sermaye	16.191.727.000	14.267.210.000	18.864.042.000
Net Satışlar	16.453.432.000	16.969.051.000	17.677.556.000
Net Dönem Karı	2.155.428.000	3.043.009.000	3.658.720.000
FAVÖK(Faiz Amortisman Ve Vergi Öncesi Kar)	3.243.913.000	4.153.334.000	4.941.391.000
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000	2.900.000.000
PD	19.053.000.000	22.345.818.181	17.731.428.571
F/K	8,84	7,34	4,85
PD/DD	1,18	1,57	0,94
PD/NS	1,16	1,32	1,00
PD/FAVÖK	5,87	5,38	3,59

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Ortalama fiyat; günlük kapanış fiyatları ile aylık ortalama fiyat hesaplanmıştır.

Özsermaye, net satışlar, net dönem karı, favök, ödenmiş sermaye en son açıklanan yıllıklandırılmış verilerine göre alınmıştır.

PD(piyasa değeri); ortalama fiyat * ödenmiş sermaye

F/K oranı; piyasa değeri / net kar

PD/DD oranı; piyasa değeri / öz sermaye

PD/NS oranı; piyasa değeri / net satış

PD/FAVÖK; piyasa değeri / favök

Daha sonra bu verilerin en düşük değerleri, en yüksek değerleri ve de ortalama değerleri alınmıştır.

Tablo 30: Verilerin En Düşük Ve En Yüksek Değerleri

Piyasa Çarpanları	Ortalama	En Küçük Değer	En Büyük Değer
F/K	8,22	4,40	20,64
PD/DD	1,25	0,72	2,30
PD/NS	1,36	0,93	2,17
PD/FAVÖK	5,26	3,25	11,24

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

3.3.4.1. F/K Oranına Göre Değerleme

Şirketin F/K oranına göre değerlemesi yapılırken geleceğe ilişkin tahmin verileri ile hesaplanan ortalama F/K oranı verileri kullanılmıştır.

Örneğin 2020 yıl sonu tahmini piyasa değeri; 2020 yıl sonu net kar tahmini*ortalama F/K 2020 yıl sonu hisse fiyatı; 2020 yıl sonu tahmini piyasa değeri / 2020 ödenmiş sermaye.

Tablo 31: F/K Oranı Değerleme Tablosu

Veriler	2020	2021	2022
Net Kar Tahmini	3.503.146.872	4.350.905.859	5.403.821.902
Tahmini Piyasa Değeri	28.797.942.409	38.248.516.902	47.504.630.081
En Düşük F/K Oranına Göre Piyasa Değeri	15.428.282.459	19.161.915.555	23.799.085.137
En Yüksek F/K Oranına Göre Piyasa Değeri	72.315.878.351	89.816.268.141	111.551.739.489
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000	2.900.000.000
Hedef Fiyat	9,93	13,19	16,38
En Düşük F/K Oranına Göre Fiyat	5,32	6,61	8,21
En Yüksek F/K Oranına Göre Fiyat	24,94	30,97	38,47

Veriler	2023	2024
Net Kar Tahmini	6.711.542.859	8.335.731.333
Tahmini Piyasa Değeri	59.000.715.895	73.278.846.087
En Düşük F/K Oranına Göre Piyasa Değeri	29.558.446.373	36.711.568.825
En Yüksek F/K Oranına Göre Piyasa Değeri	138.547.179.042	172.075.495.268
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000
Hedef Fiyat	20,35	25,27
En Düşük F/K Oranına Göre Fiyat	10,19	12,66
En Yüksek F/K Oranına Göre Fiyat	47,77	59,34

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

F/K oranına göre değerlendirilmesinde 2020 yıl sonu hedef fiyat 9,93 TL olarak tahmin edilmiştir. Net kar tahmini ve geçmiş dönemdeki F/K oranlarına göre bulunan bu fiyat hisse senedinin olması gereken değerini yansıtmaktadır.

En düşük F/K oranına göre 5,32, en yüksek F/K oranına göre 24,94 TL olarak hesaplanan fiyatların anlamı; fiyat 5,32 TL'ye yaklaştıkça alınmalı, fiyat 24,94 TL'ye yaklaştıkça satılmalı.

Tarihinde en düşük F/K oranı ile tahmini net kar dikkate alınarak hesaplanan 5,32 TL olası risk durumlarında hissenin düşebileceği fiyatı göstermektedir.

Tarihinde en yüksek F/K oranı ile tahmini net kar dikkate alınarak hesaplanan 24,94 TL ise olası borsaya etki edebilecek olumlu piyasa koşullarında hissenin gelebileceği maksimum fiyatı göstermektedir.

3.3.4.2. PD/Net Satış Oranına Göre Değerleme

Şirketin PD/NS oranına göre değerlemesi yapılırken geleceğe ilişkin tahmin verileri ile ortalama PD/NS oranı verisi kullanılmıştır.

Örneğin 2020 yıl sonu piyasa değeri; 2020 yıl sonu net satış tahmini * ortalama PD/NS oranı

2020 yıl sonu hisse fiyatı; 2020 yıl sonu tahmini piyasa değeri / 2020 ödenmiş sermaye

Tablo 32: PD/NS Oranı Değerleme Tablosu

Veriler	2020	2021	2022
Net Satış Tahmini	20.435.150.537,39	25.380.442.055,23	31.522.490.511,64
Tahmini Piyasa Değeri	27.753.221.489,42	36.332.597.321,87	45.125.059.360,66
En Düşük PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	18.973.559.389,59	23.565.146.916,24	29.267.895.273,70
En Düşük PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	44.438.770.414,52	55.192.920.426,39	68.549.566.893,47
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00
Hedef Fiyat	9,57	12,53	15,56
En Düşük PD/NS Oranına Göre Fiyat	6,54	8,13	10,09
En Düşük PD/NS Oranına Göre Fiyat	15,32	19,03	23,64

Veriler	2023	2024
Net Satış Tahmini	39.150.910.212,45	48.625.401.914,14
Tahmini Piyasa Değeri	56.045.290.796,69	69.608.210.271,38
En Düşük PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	36.350.704.572,18	45.147.548.552,33
En Düşük PD/NS Oranına Göre Piyasa Değeri	85.138.512.058,79	105.741.969.848,62
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00
Hedef Fiyat	19,33	24,00
En Düşük PD/NS Oranına Göre Fiyat	12,53	15,57
En Düşük PD/NS Oranına Göre Fiyat	29,36	36,46

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

PD/NS oranına göre değerlendirme analizinde 2020 yıl sonu hedef fiyat 9,57 TL olarak tahmin edilmiştir. Net satışlar tahmini ve geçmiş dönemdeki PD/NS oranlarına göre bulunan bu fiyat hisse senedinin olması gereken değeri yansıtmaktadır.

En düşük PD/NS oranına göre 6,54 TL en yüksek F/K oranına göre 15,32 TL olarak hesaplanan fiyatların anlamı; fiyat 6,54 TL'ye yaklaştıkça alınmalı, fiyat 15,32 TL'ye yaklaştıkça satılmalı.

Tarihinde en düşük F/K oranı ile tahmini net satış dikkate alınarak hesaplanan 6,54 TL olası risk durumlarında hissenin düşebileceği fiyatı göstermektedir.

Tarihinde en yüksek F/K oranı ile tahmini net satış dikkate alınarak hesaplanan 15,32 TL ise olası borsaya etki edebilecek olumlu piyasa koşullarında hissenin gelebileceği maksimum fiyatı göstermektedir.

3.3.4.3. PD/DD Oranına Göre Değerleme

Şirketin PD/DD oranına göre değerlemesi yapılırken geleceğe ilişkin tahmin verileri ile ortalama PD/DD oranı verisi kullanılmıştır.

Örneğin 2020 yıl sonu piyasa değeri; 2020 yıl sonu defter değeri * ortalama PD/DD oranı

2020 yıl sonu hisse fiyatı; 2020 yıl sonu tahmini piyasa değeri / 2020 ödenmiş sermaye

Tablo 33: PD/DD Oranı Değerleme Tablosu

Veriler	2020	2021	2022
Özsermaye Tahmini	20.269.881.085	25.375.185.686	31.766.345.639
Tahmini Piyasa Değeri	25.332.136.175	31.712.453.397	39.699.758.974
En Düşük PD/DD Oranına Göre Tahmini Piyasa Değeri	14.635.908.934	18.322.204.522	22.936.954.587
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Tahmini Piyasa Değeri	46.680.536.773	58.437.801.562	73.156.327.830
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000	2.900.000.000
Hedef Fiyat	8,74	10,94	13,69
En Düşük PD/DD Oranına Göre Fiyat	5,05	6,32	7,91
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Fiyat	16,10	20,15	25,23

Veriler	2023	2024
Özsermaye Tahmini	39.767.224.868	49.783.257.781
Tahmini Piyasa Değeri	49.698.799.487	62.216.263.631
En Düşük PD/DD Oranına Göre Tahmini Piyasa Değeri	28.714.005.734	35.946.102.705
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Tahmini Piyasa Değeri	91.581.958.227	114.648.388.206
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000
Hedef Fiyat	17,14	21,45
En Düşük PD/DD Oranına Göre Fiyat	9,90	12,40
En Yüksek PD/DD Oranına Göre Fiyat	31,58	39,53

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

PD/DD oranına göre değerlendirilmesinde 2020 yıl sonu hedef fiyat 8,74 TL olarak tahmin edilmiştir. Defter değeri tahmini ve geçmiş dönemdeki PD/DD oranlarına göre bulunan bu fiyat hisse senedinin olması gereken değeri yansıtmaktadır.

En düşük PD/DD oranına göre 5,05 TL en yüksek PD/DD oranına göre 16,10 TL olarak hesaplanan fiyatların anlamı; fiyat 5,05 TL'ye yaklaştıkça alınmalı, fiyat 16,10 TL'ye yaklaştıkça satılmalı.

Tarihinde en düşük PDD/DD oranı ile tahmini defter değeri dikkate alınarak hesaplanan 5,05 TL olası risk durumlarında hissenin düşebileceği fiyatı göstermektedir.

Tarihinde en yüksek PD/DD oranı ile tahmini defter değeri dikkate alınarak hesaplanan 16,10 TL ise olası borsaya etki edebilecek olumlu piyasa koşullarında hissenin gelebileceği maksimum fiyatı göstermektedir.

3.3.4.4. PD/FAVÖK Oranına Göre Değerleme

Şirketin PD/FAVÖK oranına göre değerlemesi yapılırken geleceğe ilişkin tahmin verileri ile ortalama PD/FAVÖK oranı verisi kullanılmıştır.

Örneğin 2020 yıl sonu piyasa değeri; 2020 yıl sonu FAVÖK değeri * ortalama PD/FAVÖK oranı

2020 yıl sonu hisse fiyatı; 2020 yıl sonu tahmini piyasa değeri / 2020 ödenmiş sermaye

Tablo 34: PD/FAVÖK Oranı Değerleme Tablosu

Veriler	2020	2021	2022
FAVÖK Tahmini	5.202.767.352	6.461.833.254	8.025.592.186
Tahmini Piyasa Değeri	27.371.727.010	33.995.664.973	42.222.591.089
En Düşük PD/FAVÖK Oranına Göre Piyasa Değeri	16.890.091.166	20.977.480.902	26.054.015.973
En Düşük PD/FAVÖK Oranına Göre Piyasa Değeri	58.486.841.081	72.640.613.943	90.219.589.509
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000	2.900.000.000
Hedef Fiyat	9,44	11,72	14,56
En Düşük PD/FAVÖK Oranına Göre Fiyat	5,82	7,23	8,98
En Yüksek PD/FAVÖK Oranına Göre Fiyat	20,17	25,05	31,11

Veriler	2023	2024
FAVÖK Tahmini	9.967.779.638	12.379.975.037,
Tahmini Piyasa Değeri	52.440.427.320	65.130.972.464
En Düşük PD/FAVÖK Oranına Göre Piyasa Değeri	32.359.068.825	40.189.939.868
En Düşük PD/FAVÖK Oranına Göre Piyasa Değeri	112.052.664.333	139.169.327.334
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000	2.900.000.000
Hedef Fiyat	18,08	22,46
En Düşük PD/FAVÖK Oranına Göre Fiyat	11,16	13,86
En Yüksek PD/FAVÖK Oranına Göre Fiyat	38,64	47,99

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

PD/FAVÖK oranına göre değerlendirme analizinde 2020 yıl sonu hedef fiyat 9,44 TL olarak tahmin edilmiştir. Faiz amortisman ve vergi öncesi kar tahmini ve geçmiş dönemdeki PD/FAVÖK oranlarına göre bulunan bu fiyat hisse senedinin olması gereken değerini yansıtmaktadır.

En düşük PD/FAVÖK oranına göre 5,82 TL en yüksek PD/FAVÖK oranına göre 20,17 TL olarak hesaplanan fiyatların anlamı; fiyat 5,82 TL'ye yaklaştıkça alınmalı, fiyat 20,17 TL'ye yaklaştıkça satılmalı.

Tarihinde en düşük PD/FAVÖK oranı ile tahmini faiz ve vergi öncesi kar dikkate alınarak hesaplanan 5,82 TL olası risk durumlarında hissenin düşebileceği fiyatı göstermektedir.

Tarihinde en yüksek PD/FAVÖK oranı ile tahmini faiz ve vergi öncesi kar dikkate alınarak hesaplanan 20,17 TL ise olası borsaya etki edebilecek olumlu piyasa koşullarında hissenin gelebileceği maksimum fiyatı göstermektedir.



SONUÇ VE TARTIŞMA

2020 yılı için Türkiye ve dünya ekonomisindeki risklerle beraber fırsatlar da mevcuttur. Dünya nüfusu büyümeye devam ederken firmalar da buna paralel olarak büyümeden pay almaya devam edeceklerdir. Firmaların söz konusu büyümeden ne kadar pay alacağı ve kaynakların ne kadar verimli kullanılacağı, maliyet etkinliğinin sağlanıp bulundukları iş kollarını ne derecede etkin yürüteceği değerlerini belirleyecek faktörler olacaktır.

Çalışmada ele alınan İskenderun Demir ve Çelik firması ve demir çelik sektörü dünyadaki gelişim ve büyümeden ne ölçüde pay alacağı, pay alırken kaynaklarını ne derecede etkili kullandığı ve kullanacağı ve geçmiş performansları ile gelecekte neler yapabileceği belirli varsayımlar altında açıklanmıştır. Elde edilen veriler ışığında şirketin değeri belirlenmiştir.

Genel olarak yapılan bilimsel çalışmalardan farklı olarak, geçmiş analizler ile geçmiş hisse performansı kıyaslanmamış geçmiş analizler ile gelecekte olması gereken şirket değeri belirlenmiştir. Finansal okuryazarlık adına yapılan bu analizler bilimsel çalışma niteliğinde olup yatırım tavsiyesi içermemekte ancak tasarruflarını gerçek yatırıma dönüştürmek isteyen yatırımcıların şirket değeri veya hisse değeri kavramlarının ne anlama geldiği ve hissenin pahalı veya ucuz olduğuna nasıl karar vermelidir sorusuna yanıt vermektedir.

Piyasa çarpanlarına göre yapılan değerlemeler sonucu 2020-2024 yılları şirket piyasa değeri belirlenmiştir. Mevcut ödenmiş sermaye ile hesaplanan bir payın değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 35: Piyasa Çarpanları Değerleme Tablosu

Piyasa Çarpanları	2020	2021	2022	2023	2024
F/K	9,93	13,19	16,38	20,35	25,27
PD/DD	8,74	10,94	13,69	17,14	21,45
PD/NS	9,57	12,53	15,56	19,33	24,00
PD/FAVÖK	9,44	11,72	14,56	18,08	22,46
Ortalama	9,42	12,09	15,05	18,72	23,30

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

Tabloya göre dört piyasa çarpanı kullanılarak hesaplanan hisse değeri ortalaması alınmıştır. Firmanın satışlarında beklenen istikrarlı artış ile hisse değerinin de artacağı bulgusu elde edilmiştir.

Tablo 36: 2020 Değerleme ve Ortalama Veriler Tablosu

Piyasa Çarpanları	Tahmini En Düşük Fiyat	Tahmini Piyasa Değeri	Tahmini En Yüksek Piyasa Değeri
F/K	5,32	9,93	24,94
PD/DD	5,05	8,74	16,10
PD/NS	6,54	9,57	15,32
PD/FAVÖK	5,82	9,44	20,17
Ortalama	5,68	9,42	19,13

Kaynak: Yazar tarafından yapılmıştır.

2020 yıl sonu bilançosuna göre hesaplanan değerlere göre hissenin en düşük görebileceği değer 5,68 TL olarak hesaplanmakta iken en yüksek 19,13 TL olarak hesaplanmaktadır. Risk algısı ve getiri beklentisine göre rakamlar belirlenmeli iken genel strateji hisse 9,42 TL altına indiğinde alınmalı 9,42 TL ve üzerinde iken satılmalıdır. Şirketin büyümesi ve istikrarı göz önünde bulundurularak ve değerlemelerdeki yıllar itibariye görülen artış ISDMR hissesi özellikle uzun vadeli yatırımcı için uygun bir hisse olduğu bulgusu elde edilmiştir.

KAYNAKÇA

1 Nolu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (26.12.1992 tarih ve 21447 sayılı Resmi Gazete)

Adıgüzel, A. (2018). *İşletmelerde Finansal Risk Yönetimi Ve Finansal Analiz Yöntemi İle Başarısız Bir Firmanın Başarılı Firmalarla Karşılaştırmalı Uygulaması*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akca N. ve İkinci, S. (2014). Ankara’da Yer Alan Özel Bir Sağlık İşletmesinin Finansal Tablolarının Oran Analizi Yöntemi İle Değerlendirilmesi, *İşletme Bilimi Dergisi*, 2(1): 111-126.

Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2010). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Akgüç, Ö. (2013). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü, İstanbul: Avcıol Basım.

Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2013). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Aktan, B. ve Bodur, B. (2006) Oranlar Aracılığı İle Finansal Durumunuzu Nasıl Çözümlersiniz? Küçük İşletmeler İçin Bir Rehber, *Journal of Yasar University*, 1(1): 49-67.

Aktaş, M. (2008). *Hisse Senedi Seçimi Ve Hisse Senedi Seçiminde Etkili Olan Finansal Oranların Belirlenmesine Yönelik İmkb Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ali, A., Hwnag L. ve Trombley, M. A. (2003). Residual Income Based Valuation Predicts Future Stock Returns: Evidence on Mispricing vs. Risk Explanations. *The Accounting Review*. 78(2): 377-396.

Arat, M. E. ve Çetin, A. (2011). *Finansal Durum Tabloları Analizi*, 1. Baskı, İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları.

Ardıç, A., Köşkeroğlu, C. (2014). Sağlık Hizmetlerinde Finansal Değerlendirme Özel Hastane Uygulaması. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1): 41-73.

Ayan, M. (2014). Hisse Senetleri, Lisans Programı, York University.

Aydın, E. (2017). *Temel Analiz Yöntemiyle Hisse Senedi Değerlemesi Ve Bist'te İşlem Gören Kimya Sektöründeki Şirketler Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aydın, Y. (2012). Firma Değerleme Yöntemleri, *Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 1 (1): 87-110.

Bakır, H. ve Şahin, C. (2009), *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi*, Ankara: Detay Yayıncılık.

Barnes Michelle L. ve Shiguang Ma (2001), Market Efficiency or Not? The Behaviour of China's Stock Prices in Response to the Announcement of Bonus Issues, *Center for International Economic Studies, Discussion*, 1(20), 1-28.

Başar, B. ve Azgın, N. (2016) İşletme Performansının Ölçülmesinde Nakit Akış Analizlerinin Esasları Ve Borsa İstanbul Perakende Sektöründe Bir Araştırma, *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(23): 780-804.

Bayhan, A. (2019). *Hisse Senedi Nedir? Özellikleri ve Çeşitleri Nelerdir?* https://borsanasiloyunanir.co/hisse-senedi-nedir/#Hisse_Senedi_Ne_Ise_Yarar 27.08.2019

Bektöre, S., Çömlekçi, F., Sözbilir, H., (2013). *Mali Tablolar Analizi*, Ankara: Nisan Kitapevi.

Berk, N. (2000). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Berk, N. (2010). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Berkdemir, S. ve Altun, N. (2018). Sigorta Sektöründe Oran Analizi Ve Puanlama Yöntemi, *Sakarya İktisat Dergisi*, 7(1): 70-91.

Bilir, H. ve Kulalı, İ. (2014). İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1): 38-64.

Birgili, M. E. (2013). *Teknik Analiz Yöntemini Kullanan Yatırımcıların Davranışsal Finans Modelleri İle Açıklanması Türkiye’de Bir Araştırma*, (Yüksek Lisan Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymet ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.

Brigham, Eugene F. (1999). *Finansal Yönetimin Temelleri*, Cilt:1, (Çevirenler: Prof. Dr. Özdemir Akmut, Prof. Dr. Halil Sarıaslan), Ankara: Ankara Üniversitesi Yayınları.

Brigham, F., E. ve Gapenski, L. C. (1991). *Financial Management, Theory and Practice*, 6. baskı, New York: the Dryden Pres.

Brown, C. (1999). Technically Speaking. *Black Enterprise*, 30(3): 55-80.

Canbaz, M. F. (2013). *Katılım Bankacılığının Türk Bankacılık Sistemindeki Yeri, Çalışma Şekli, Enstrümanları Ve Performans Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Kırklareli: Kırklareli Üniversitesi Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Canoğlu, M. A. (2011). ‘Hisse Senetleri’, <http://www.legalisplatform.net/M-akale/Hisse%20Senetleri.pdf>, (15.02.2011).

Christensen, P. O., Feltham G. A. ve Wu, M. G.H. (2002). Cost of Capital in Residual Income for Performance Evalution. *The Accounting Review*. 77(1):1-23.

Cohen, R. D (2000). *An Objective Approach to Relative Valuation*, SSB Citi Asset Management Group, Working Paper, UK.

Çabuk, A. ve Lazol, Ş. (2012), *Mali Tablolar Analizi*, 12.Baskı, Bursa: Ekin Yayınları.

Çakır, A. (2012). *Arbitraj Fiyatlama Teorisi Ve İmkb Sektör Endeksleri Üzerine Uygulanması*, (Doktora Tezi), İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çetiner, E. (2010). *İşletmelerde Mali Analiz*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Çetiner, E., (2005). *İşletmelerde Mali Analiz*, Ankara: Gazi Kitabevi Yayınları.

Çitak, S. (1999). *Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kiymet İşlemlerine*, İstanbul: Globus Dünya Basımevi.

Çömlekçi F. (2010). *Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Demir, Y. ve Yağcılar, G. G. (2009). İmkb’de İşlem Gören Banka Hisse Senetlerinin Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Belirlenmesi , *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi* 1(2): 36-51 .

Desrosiers, S. (2007). Residual Income Approach to Equity Country Selection. *Financial Analysts Journal*. 63(2):76-89.

Eğilmez, M. (2018). *Değişim Sürecinde Türkiye*, İstanbul:Remzi Kitapevi.

Eken, M. H. (2006). Temel Yatırım Analizi: Bir Şablon Önerisi, *MUFAD Dergisi*, 1(5): s: 158-166.

Elmas, B. (2016). *Finansal Tablolar Analizi: TMS/TFRS’ye Göre Kaleme Alınmış Piyasadan Gerçek Örnekler Üzerinden Analizler*, 2.Baskı, Ankara: Nobel Akademik Yayınları.

Ertürk, İ. (2012). *Temel Analiz Yöntemiyle Hisse Senetlerine Yatırım Ve Cam Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), . İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü.

Faikoğlu, S. (2012). *İmkb'de İşlem Yapan Bireysel Yatırımcıların Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi*, (Doktora Tezi), Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Francis, C. J. (1993). *Management of Investment Analysis*, New York: Mc.Graw Hill In. Ed.

Froidevaux, Pascal S. (2004). *Fundamental Equity Valuation: Stock Selection Based on Discounted Cash Flow*, (PhD Thesis). Faculty of Economics and Social Sciences of the University of Fribourg (Switzerland).

Gerşil, Mustafa ve Palamutçuoğlu, T. (2018). *Hisseleri Bist'de İşlem Gören Teknoloji Şirketlerinin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesinde Topsis Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi Ve Ağırlıklandırma Yöntemlerinin Karşılaştırılması*, İzmir: SMMMO Yayınları.

Gibson, Charles H. (1998). *Financial Statement Analysis*, Seventh. Edition, USA: South Western College Publishing.

Gümüş, U. ve Bolel, N. (2016). Rasyo Analizleri İle Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri'nde Bir Uygulama, *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2): 87-96.

Gümüş, U., Şakar, Z., Akkış, G. ve Şahin, M. (2017). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değer İlişkisi: BİST'de İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Bir Analiz, *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(16): 1-23.

Haftacı, V. (2011). *Muhasebe Denetimi*, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

Herman, R. D. (2005). *The Jossey-Bass Handbook Of Nonprofit, Leadership And Management*. John Wiley Sons.

http://www.ljse.si/media/Attachments/English/Types_of_securities_2.pdf, (10.11. 2018)

<http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/yatirimyaparken.htm#araclar> (23.05.2006)

<http://www.turkishfx.com/yeni/wp-content/uploads/2017/08/TEMEL-ANALIZ.pdf>,
(10.05.2019).

<https://tr.dailyforex.com/forex-articles/2009/12/temel-analiz-ve-teknik-analiz-nedir/3281>, (01.02.2018).

<https://www.qnbfi.com/forex/forex-terimler-sozlugu/arbitraj-nedir>, (02.09.2018).

İlarslan, K. (2014). Hisse Senedi Fiyat Hareketlerinin Tahmin Edilmesinde Markov Zincirlerinin Kullanılması: İMKB 10 Bankacılık Endeksi İşletmeleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *Journal of Yasar University*, 9(35): 6099-6260.

İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Ayyildiz, N. (2015). Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması. *İşletme Ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3): 86-97.

İskenderun Demir Ve Çelik A.Ş. (2018). *1 Ocak – 31 Aralık 2018 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu*, İstanbul: Deolitte.

İskenderun Demir Ve Çelik A.Ş. (2019). *1 Ocak – 31 Aralık 2019 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu*, İstanbul: Deolitte.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. (1997). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.

İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayın.

Jasemi, M. ve Kimiagari, A. (2012). An Investigation of Model Selection Criteria for Technical Analysis of Moving Average. *Journal of Industrial Engineering International*, 8 (5): 1-9.

Jones N. B. (2010). *Intermediate Accounting*, Eleventh Edition, United States of America: South Western Cengage Learning.

Jones, C. P. (1998). *Investments Analysis and Management*, Sixth Edition, New York: John Wiley and Sons.

Kaplan, S. N. ve Ruback, R. S. (1994). *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Emprical Analysis*, Bureau of Economic Research.

Kara, Ş. (1990). *Sermaye Piyasası*, Birinci Basım, İstanbul: Doyuran Yayınevi.

Karadeniz, E. ve Kahiloğulları, S. (2014). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Spor Şirketlerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(2): 129-144.

Karadeniz, E., Koşan, L., Beyazgül M. ve Dalak, S. (2016). Konaklama Ve Yiyecek Hizmeti Faaliyetleri Alt Sektörünün Ölçek Temelinde Fon Akım Analizi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 25(3): 257-272.

Karahan, N. S. (2014). *Türkiye'de Gıda Perakendeciliği Sektöründe Finansal Analiz Ve Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karan, M. B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Karapınar A. ve Ayıkoğlu Z. F. (2013). *Finansal Analiz*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Karapınar, A. ve Ayıkoğlu Zaif, F. (2013). *Finansal Analiz: Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları ile Uyumlu*, 3.Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi Yayınları.

Kıyılar, M. ve Eroğlu, E. (2004). Tek Endeks Modeli ve Modelin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanması, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 33(1): 21-38.

Kondak, N. (1998). *Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişimi Finansal Araçları ve Kurumları*, İstanbul: Der Yayınları.

Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, 1. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları.

Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.

Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Dördüncü Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi.

Köse, A. (2005). Finansal Varlık Değerleme Modeli ve Modelin Uygulama Alanları, *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 29(2): 71-93.

Kulalı İ. (2016), Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli Ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı, *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16 (31).

Melville, A. (2015). *International Financial Reporting - A Practical Guide*, Fifth Edition, United Kingdom, Pearson.

Nekrasov, A. ve Shroff, P. K. (2006). Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation, *University of Minnesota, Carlson School of Management*, 3(1): 1-6.

Oktay T. (2013). *Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Bist’de Yer Alan Otomotiv Ve İnşaat Sektörleri Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi). Afyon: Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özer, Ö. (2012). Mali Tablolar Analizi: Bir Hastane Örneği, *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6(1): 184-199,

Özgülbaş, N. (2009). *Sağlık Kurumlarında Finansal Yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını.

Parasız, İ. (2009). *Para ve Banka Finansal Piyasalar*, 9. Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi.

Perşembe, A. (2001). Teknik Analiz mi Dedin, Hadi Canım Sen De, İstanbul: Scala Yayıncılık.

Razuk, F. G. (2001). *An Assesment of Financial Ratios as Predictors of Casino Stocks Behavior*, (Master Thesis). William F. Harrah Collage, University of Nevada.

Sağlam, N. (2007). *Tekdüzen Muhasebe Sistemi ve Uygulaması*. Ankara : Maliye ve Hukuk Yayınları.

Sakınç, S. Ö. (2018). Hisse Senedine Yatırım Yaparken Finansal Analiz İle Teknik Analiz Yöntemlerinin Birlikte Kullanılmasının Önemi Ve Bist’de Bir Uygulama, *Sosyal Araştırmalar ve Davranış Bilimleri Dergisi*, 4(5): 134-15.

Samuals, J. M, Wilkes F.M ve Brayshaw, R.E (1996). *Management of Company Finance*, Issue.6, International Thomson Business Press.

Sarı, Y. (1996). *Borsada Sistemli Teknik Analiz*, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.

Serin, Gül R. (2004). *Nakit Akışı Bazında Firma Değerlemesi*, Active, Eylül-Ekim.

Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası Finans*, 3. Baskı, İstanbul: Güzem Yayınları.

Sipahi, B., Yanık, S. ve Aytürk, Y. (2011). *Şirket Değerleme Yaklaşımları*, Ankara: Nobel Yayınları.

SPK, *Hisse Senetleri*, www.spk.gov.tr, (12.03.2011).

Sümer, K. K. ve Hepsağ, A. (2007). Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin Hesaplanması: Parametrik Olmayan Yaklaşım, *Bankacılar Dergisi*, 62(2): 3-24.

Şıklar, İ. (2008). *Finansal Ekonomi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Tayyar, N., Akcanlı, F., Genç, E. ve Erem I. (2014). BİST’e Kayıtlı Bilişim ve Teknoloji Alanında Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının

Analitik Hiyerarşı Prosesi (AHP) ve Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Değerlendirilmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 5(7): 19-40.

Tekin, İ. (2017). *Finansal Analiz Teknikleri Ve Finansal Analiz Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi). Adıyaman: Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tevfik, A. (2005). *Hisse Senedi Değerlemesi*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Thomsett, Michael C. (2006). *Fundamental Analysis*, USA: John Wiley & Sons Inc.

Uyar, A. (2001). *Hisse Senedi Yatırımcıları İçin Temel Analiz Bilanço Okuma Teknikleri*, İstanbul: Beta Basım AŞ.

Uyar, A. ve Okumuş, E. (2010). Finansal Oranlar Aracılığıyla Küresel Ekonomik Krizin Üretim Şirketlerine Etkilerinin Analizi: *İMKB’de Bir Uygulama*. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 1(46): 146-156.

Üreten, A. ve Ercan, K. M. (2000). *Firma Değerinin Tespiti*. Ankara: Gazi Kitabevi

Vardavaki, A. ve Mylonokis, J. (2007). Empirical Evidence On retail Firm’s Equity Valuation Models, *International Research Journal of Finance and Economics*, 7(5), 58-90.

Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*, (DPT Uzmanlık Tezi), Ankara : Devlet Planlama Teşkilatı.

Yeşilkaya, S. C. (2009). *Tahvil, Bono ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi*. 01 13, 2014 tarihinde http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/stock_basics.pdf, Stock Basics Tutorial, (08.05.2018)

Yıldız, F. (2014). *Numerus: Özgün Muhasebe Soruları*, 6.Baskı, İstanbul: İkinci Sayfa Yayınları.



EKLER

Ek 1: Nisan-2016 İle Mart-2020 Tarihleri Arası ISDMR Aylık Ortalama Hisse Fiyat Verileri

Dönem	Ortalama Fiyat	Dönem	Ortalama Fiyat	Dönem	Ortalama Fiyat
Mar.20	6,57	Tem.18	7,91	Kas.16	1,84
Şub.20	7,55	Haz.18	7,34	Eki.16	1,95
Oca.20	7,87	May.18	8,34	Eyl.16	2,05
Ara.19	7,71	Nis.18	8,48	Ağu.16	2,29
Kas.19	6,54	Mar.18	6,34	Tem.16	2,68
Eki.19	6,12	Şub.18	5,73	Haz.16	3,08
Eyl.19	6,11	Oca.18	5,63	May.16	3,68
Ağu.19	6,31	Ara.17	4,68	Nis.16	4,09
Tem.19	6,82	Kas.17	4,29		
Haz.19	6,55	Eki.17	4,19		
May.19	5,87	Eyl.17	3,85		
Nis.19	5,96	Ağu.17	3,82		
Mar.19	7,25	Tem.17	3,76		
Şub.19	6,84	Haz.17	3,19		
Oca.19	6,24	May.17	2,56		
Ara.18	5,83	Nis.17	2,47		
Kas.18	6,57	Mar.17	2,72		
Eki.18	8,18	Şub.17	2,69		
Eyl.18	8,37	Oca.17	2,11		
Ağu.18	7,93	Ara.16	1,98		

Ek 2: Yıllıklandırılmış Veriler

Veriler	2019/12	2019/09	2019/06	2019/03	2018/12	2018/09	2018/06	2018/03	2017/12	2017/06	2016/12	2016/06	2015/12
Öz Sermaye	16.191.727. 000	14.267.210. 000	18.864.042. 000	20.248.339. 000	15.727.768. 000	17.432.054. 000	13.165.433. 000	10.679.104. 000	9.968.785.0 00	10.824.869. 000	8.485.411. 000	6.920.158. 000	6.595.113. 000
Net Satışlar	16.453.432. 000	16.969.051. 000	17.677.556. 000	16.971.243. 000	15.881.960. 000	14.661.563. 000	12.452.046. 000	11.309.288. 000	10.632.542. 000	8.632.492.0 00	6.470.668. 000	5.756.987. 000	5.916.385. 000
Net Dönem Karı	2.155.428.0 00	3.043.009.0 00	3.658.720.0 00	3.844.873.0 00	4.108.879.0 00	3.796.214.0 00	3.257.243.0 00	2.681.291.0 00	2.382.311.0 00	1.707.533.0 00	942.849.00 0	513.280.00 0	575.243.00 0
FAVÖK(Faiz Amortisman Ve Vergi Öncesi Kar)	3.243.913.0 00	4.153.334.0 00	4.941.391.0 00	5.247.525.0 00	5.412.844.0 00	5.175.010.0 00	4.306.472.0 00	3.628.325.0 00	3.248.938.0 00	2.520.171.0 00	1.619.246. 000	1.000.761. 000	1.056.338. 000
Faaliyet Karı	2.605.034.0 00	3.527.774.0 00	4.418.493.0 00	4.804.917.0 00	5.039.974.0 00	4.836.637.0 00	3.922.843.0 00	3.243.824.0 00	2.860.873.0 00	2.136.077.0 00	1.271.824. 000	676.261.00 0	775.043.00 0
Amortisman Giderleri , İtfa Ve Tükenme Payları	652.169.000	627.730.000	621.461.000	566.980.000	516.361.000	478.790.000	424.412.000	410.907.000	406.559.000	384.094.000	353.844.00 0	324.500.00 0	289.890.00 0

Veriler	Mar.20	Şub.20	Oca.20	Ara.19	Kas.19	Eki.19	Eyl.19	Ağu.19	Tem.19	Haz.19	May.19	Nis.19	Mar.19	Şub.19	Oca.19	Ara.18
Ortalama Fiyat	6,57	7,55	7,87	7,71	6,54	6,12	6,11	6,31	6,82	6,55	5,87	5,96	7,25	6,84	6,24	5,83
Öz Sermaye	16.191.727.000,00	16.191.727.000,00	16.191.727.000,00	14.267.210.000,00	14.267.210.000,00	14.267.210.000,00	18.864.042.000,00	18.864.042.000,00	18.864.042.000,00	20.248.339.000,00	20.248.339.000,00	20.248.339.000,00	15.727.768.000,00	15.727.768.000,00	15.727.768.000,00	17.432.054.000,00
Net Satışlar	16.453.432.000,00	16.453.432.000,00	16.453.432.000,00	16.969.051.000,00	16.969.051.000,00	16.969.051.000,00	17.677.556.000,00	17.677.556.000,00	17.677.556.000,00	16.971.243.000,00	16.971.243.000,00	16.971.243.000,00	15.881.960.000,00	15.881.960.000,00	15.881.960.000,00	14.661.563.000,00
Net Dönem Karı	2.155.428.000,00	2.155.428.000,00	2.155.428.000,00	3.043.009.000,00	3.043.009.000,00	3.043.009.000,00	3.658.720.000,00	3.658.720.000,00	3.658.720.000,00	3.844.873.000,00	3.844.873.000,00	3.844.873.000,00	4.108.879.000,00	4.108.879.000,00	4.108.879.000,00	3.796.214.000,00
FAVÖK(Faiz Amortisman Ve Vergi Öncesi Kar)	3.243.913.000,00	3.243.913.000,00	3.243.913.000,00	4.153.334.000,00	4.153.334.000,00	4.153.334.000,00	4.941.391.000,00	4.941.391.000,00	4.941.391.000,00	5.247.525.000,00	5.247.525.000,00	5.247.525.000,00	5.412.844.000,00	5.412.844.000,00	5.412.844.000,00	5.175.010.000,00
Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00
PD	19.053.000.000,00	21.886.300.000,00	22.836.181.818,18	22.345.818.181,82	18.966.000.000,00	17.751.954.545,45	17.731.428.571,43	18.287.722.222,22	19.775.363.636,36	18.998.411.764,71	17.035.390.909,09	17.283.723.809,52	21.025.000.000,00	19.847.890.000,00	18.096.000.000,00	16.907.000.000,00

F/K	8,84	10,15	10,59	7,34	6,23	5,83	4,85	5,00	5,40	4,94	4,43	4,50	5,12	4,83	4,40	4,45
PD/D	1,18	1,35	1,41	1,57	1,33	1,24	0,94	0,97	1,05	0,94	0,84	0,85	1,34	1,26	1,15	0,97
PD/N S	1,16	1,33	1,39	1,32	1,12	1,05	1,00	1,03	1,12	1,12	1,00	1,02	1,32	1,25	1,14	1,15
PD/F AVÖ K	5,87	6,75	7,04	5,38	4,57	4,27	3,59	3,70	4,00	3,62	3,25	3,29	3,88	3,67	3,34	3,27
	Kas.18	Eki.18	Eyl.18	Ağu.18	Tem.18	Haz.18	May.18	Nis.18	Mar.18	Şub.18	Oca.18	Ara.17	Kas.17	Eki.17	Eyl.17	Ağu.17
Ortal ama Fiyat	6,57	8,18	8,37	7,93	7,91	7,34	8,34	8,48	6,34	5,73	5,63	4,68	4,29	4,19	3,85	3,82
Öz Serm aye	17.432. 054.000 ,00	17.432. 054.000 ,00	13.165. 433.000 ,00	13.165. 433.000 ,00	13.165. 433.000 ,00	10.679. 104.000 ,00	10.679. 104.000 ,00	10.679. 104.000 ,00	9.968.7 85.000, 00	9.968.7 85.000, 00	9.968.7 85.000, 00	10.824. 869.000 ,00	10.824. 869.000 ,00	10.824. 869.000 ,00	10.824. 869.000 ,00	10.824. 869.000 ,00
Net Satışl ar	14.661. 563.000 ,00	14.661. 563.000 ,00	12.452. 046.000 ,00	12.452. 046.000 ,00	12.452. 046.000 ,00	11.309. 288.000 ,00	11.309. 288.000 ,00	11.309. 288.000 ,00	10.612. 473.000 ,00	10.612. 473.000 ,00	10.612. 473.000 ,00	8.632.4 92.000, 00	8.632.4 92.000, 00	8.632.4 92.000, 00	8.632.4 92.000, 00	8.632.4 92.000, 00
Net Döne m Kar	3.796.2 14.000, 00	3.796.2 14.000, 00	3.257.2 43.000, 00	3.257.2 43.000, 00	3.257.2 43.000, 00	2.681.2 91.000, 00	2.681.2 91.000, 00	2.681.2 91.000, 00	2.382.3 11.000, 00	2.382.3 11.000, 00	2.382.3 11.000, 00	1.707.5 33.000, 00	1.707.5 33.000, 00	1.707.5 33.000, 00	1.707.5 33.000, 00	1.707.5 33.000, 00
FAV ÖK(F aiz Amor tisma n Ve Vergi Önce si Kar)	5.175.0 10.000, 00	5.175.0 10.000, 00	4.306.4 72.000, 00	4.306.4 72.000, 00	4.306.4 72.000, 00	3.628.3 25.000, 00	3.628.3 25.000, 00	3.628.3 25.000, 00	3.248.9 38.000, 00	3.248.9 38.000, 00	3.248.9 38.000, 00	2.520.1 71.000, 00	2.520.1 71.000, 00	2.520.1 71.000, 00	2.520.1 71.000, 00	2.520.1 71.000, 00

Ödenmiş Sermaye	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00	2.900.000.000,00
PD	19.056.955.600,00	23.720.680.500,00	24.274.450.000,00	23.000.221.900,00	22.931.091.700,00	21.274.400.000,00	24.195.886.100,00	24.593.450.000,00	18.392.591.700,00	16.621.350.000,00	16.333.591.700,00	13.577.524.500,00	12.439.680.500,00	12.157.591.700,00	11.152.788.100,00	11.074.044.400,00
F/K	5,02	6,25	7,45	7,06	7,04	7,93	9,02	9,17	7,72	6,98	6,86	7,95	7,29	7,12	6,53	6,49
PD/DD	1,09	1,36	1,84	1,75	1,74	1,99	2,27	2,30	1,85	1,67	1,64	1,25	1,15	1,12	1,03	1,02
PD/NS	1,30	1,62	1,95	1,85	1,84	1,88	2,14	2,17	1,73	1,57	1,54	1,57	1,44	1,41	1,29	1,28
PD/FAVÖK	3,68	4,58	5,64	5,34	5,32	5,86	6,67	6,78	5,66	5,12	5,03	5,39	4,94	4,82	4,43	4,39
	Tem.17	Haz.17	May.17	Nis.17	Mar.17	Şub.17	Oca.17	Ara.16	Kas.16	Eki.16	Eyl.16	Ağu.16	Tem.16	Haz.16	May.16	Nis.16
Ortalama Fiyat	3,76	3,19	2,56	2,47	2,72	2,69	2,11	1,98	1,84	1,95	2,05	2,29	2,68	3,08	3,68	4,09
Öz Sermaye	10.824.869.000,00	8.485.411.000,00	8.485.411.000,00	8.485.411.000,00	8.485.411.000,00	8.485.411.000,00	8.485.411.000,00	6.920.158.000,00	6.920.158.000,00	6.920.158.000,00	6.920.158.000,00	6.920.158.000,00	6.920.158.000,00	6.595.113.000,00	6.595.113.000,00	6.595.113.000,00
Net Satışlar	8.632.492.000,00	6.470.668.000,00	6.470.668.000,00	6.470.668.000,00	6.470.668.000,00	6.470.668.000,00	6.470.668.000,00	5.756.987.000,00	5.756.987.000,00	5.756.987.000,00	5.756.987.000,00	5.756.987.000,00	5.756.987.000,00	5.916.385.000,00	5.916.385.000,00	5.916.385.000,00
Net Dönem Karı	1.707.533.000,00	942.849.000,00	942.849.000,00	942.849.000,00	942.849.000,00	942.849.000,00	942.849.000,00	513.280.000,00	513.280.000,00	513.280.000,00	513.280.000,00	513.280.000,00	513.280.000,00	575.243.000,00	575.243.000,00	575.243.000,00

FAV ÖK(F aiz Amor tisma n Ve Vergi Önce si Kar)	2.520.1 71.000, 00	1.619.2 46.000, 00	1.619.2 46.000, 00	1.619.2 46.000, 00	1.619.2 46.000, 00	1.619.2 46.000, 00	1.619.2 46.000, 00	1.000.7 61.000, 00	1.000.7 61.000, 00	1.000.7 61.000, 00	1.000.7 61.000, 00	1.000.7 61.000, 00	1.000.7 61.000, 00	1.056.3 38.000, 00	1.056.3 38.000, 00	1.056.3 38.000, 00
Öden miş Serm aye	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00	2.900.0 00.000, 00
PD	10.915. 049.000 ,00	9.240.8 50.000, 00	7.415.7 14.700, 00	7.157.2 00.000, 00	7.891.7 81.600, 00	7.814.0 50.000, 00	6.126.9 08.300, 00	5.732.7 72.200, 00	5.345.2 27.800, 00	5.667.4 29.400, 00	5.932.1 12.400, 00	6.635.7 27.800, 00	7.760.7 21.900, 00	8.942.5 44.400, 00	10.678. 904.900 ,00	11.874. 809.800 ,00
F/K	6,39	9,80	7,87	7,59	8,37	8,29	6,50	11,17	10,41	11,04	11,56	12,93	15,12	15,55	18,56	20,64
PD/D D	1,01	1,09	0,87	0,84	0,93	0,92	0,72	0,83	0,77	0,82	0,86	0,96	1,12	1,36	1,62	1,80
PD/N S	1,26	1,43	1,15	1,11	1,22	1,21	0,95	1,00	0,93	0,98	1,03	1,15	1,35	1,51	1,80	2,01
PD/F AVÖ K	4,33	5,71	4,58	4,42	4,87	4,83	3,78	5,73	5,34	5,66	5,93	6,63	7,75	8,47	10,11	11,24