### **ÜNİTE 8 - FİNANSAL ANALİZ, FİNANSAL ÖNGÖRÜ VE İŞLETME DEĞERİNİN BELİRLENMESİ**

##### **FİNANSAL ANALİZ**

Finansal oranlar ve finansal analiz, çeşitli alanlarda kullanılmaktadır:

* Bankalar başta olmak üzere kurumsal veya ticari kredi birimlerinin analizleri
* İşletmelerdeki iç denetçilerin analizleri
* Yeminli mali müşavirlerin analizleri
* Finansal analistlerin analizleri
* Yıllık faaliyet raporları
* Finansal başarısızlığın öngörüsü
* İşletme yönetiminin analizleri
* Değerleme

##### **Kredi Birimleri**

Bankalar için en önemli 10 finansal oran aşağıdaki gibidir:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Finansal Oran | Önem Derecesi | Temel Ölçüm Alanı |
| Borç/Öz kaynak | 8.71 | Borçluluk |
| Cari Oran | 8.25 | Likidite |
| Nakit akımları/ Uzun vadeli borcun kısa vadeli ödemeleri | 8.08 | Borçluluk |
| Sabit finansman giderlerinin karşılanma oranı | 7.58 | Borçluluk |
| Vergi sonrası net kâr marjı | 7.56 | Kârlılık |
| Faiz giderlerinin karşılanma oranı | 7.50 | Borçluluk |
| Vergi öncesi net kâr marjı | 7.43 | Kârlılık |
| Finansal kaldıraç derecesi | 7.33 | Borçluluk |
| Stok devir hızı | 7.25 | Likidite |
| Alacak devir hızı | 7.08 | Likidite |

##### **İşletmelerin İç Denetçileri**

İç denetçiler tarafından en önemli görülen finansal oranlar:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Finansal Oran | Önem Derecesi | Temel Ölçüm Alanı |
| Hisse başına düşen kâr | 8.19 | Kârlılık |
| Vergi sonrası öz kaynak kârlılığı | 7.83 | Kârlılık |
| Vergi sonrası net kâr marjı | 7.47 | Kârlılık |
| Borç/Öz kaynak | 7.46 | Borçluluk |
| Vergi öncesi net kâr marjı | 7.41 | Kârlılık |
| Vergi sonrası öz kaynak kârlılığı | 7.20 | Kârlılık |
| Vergi sonrası aktif kârlılığı | 6.97 | Kârlılık |
| Kâr payı ödeme oranı | 6.83 | Diğer\* |
| Fiyat/Kazanç oranı | 6.81 | Diğer\* |
| Cari oran | 6.71 | Likidite |

##### **Yeminli Mali Müşavirler**

Yeminli mali müşavirlere göre en önemli görülen finansal oranlar:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Finansal Oran | Önem Derecesi | Temel Ölçüm Alanı |
| Cari Oran | 7.10 | Likidite |
| Alacak devir hızı | 6.94 | Likidite |
| Vergi sonrası öz kaynak kârlılığı | 6.79 | Kârlılık |
| Borç/Öz kaynak | 6.78 | Borçluluk |
| Asit test (likidite oranı) | 6.77 | Likidite |
| Vergi sonrası net kâr marjı | 6.67 | Kârlılık |
| Vergi öncesi net kâr marjı | 6.63 | Kârlılık |
| Vergi sonrası aktif kârlılığı | 6.39 | Kârlılık |
| Vergi sonrası öz kaynak kârlılığı | 6.30 | Kârlılık |
| Stok devir hızı | 6.09 | Likidite |

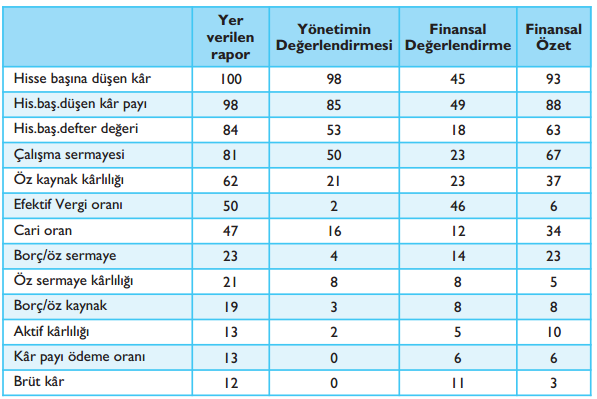
##### **Finansal Analistler**

Finansal analistler, en yüksek önem derecelerini kârlılıkla ilgili oranlara vermiştir. Finansal analistlerin en önemli gördükleri finansal oranlar:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Finansal Oran | Önem Derecesi | Temel Ölçüm Alanı |
| Vergi sonrası öz kaynak kârlılığı | 8.21 | Kârlılık |
| Fiyat/kazanç oranı | 7.65 | \* |
| Hisse başına düşen kâr | 7.58 | Kârlılık |
| Vergi sonrası net kâr marjı | 7.52 | Kârlılık |
| Vergi öncesi öz kaynak kârlılığı | 7.41 | Kârlılık |
| Vergi öncesi net kâr marjı | 7.32 | Kârlılık |
| Sabit finansman giderlerinin karşılanma oranı | 7.22 | Borçluluk |
| Asit test (likidite oranı) | 7.10 | Likidite |
| Vergi sonrası aktif kârlılığı | 7.06 | Kârlılık |
| Faiz giderlerinin karşılanma oranı | 7.06 | Borçluluk |
| \*Hisse senedi analizi ile ilgili oran | | |

##### **Yıllık Faaliyet Raporları**

Yıllık Faaliyet Raporlarında kârlılıkla ilgili ve yatırımcıları ilgilendiren oranlara ağırlık verildiği gözlenmektedir.



##### **Finansal Başarısızlığın Öngörüsü**

Finansal başarısızlığı öngören bir model çeşitli amaçlarla kullanılabilir:

* İşletme yönetimi tarafından önleyici tedbirlerin alınmasında
* Yatırımcılar tarafından hisse senedi alım satım kararlarının alınmasında
* Bankalar tarafından kredi tahsisinde ve kredi izleme süreçlerinde
* İşletmelerin müşterilerine ilişkin kredi kararlarında ve alacakların takibinde
* Denetim şirketleri tarafından finansal başarısızlıkların tahmininde

1968’de Beaver tarafından gerçekleştirilen araştırmada, şu üç oranın finansal başarısızlık tahmininde en önemli oranlar (önem sırasına göre) olduğu belirtilmiştir:

1. Nakit akımı / Toplam borç
2. Net kâr / Toplam aktif (aktif kârlılığı)
3. Toplam borç / Toplam aktif (borç oranı)

Finansal başarısızlığın öngörüsünde kullanılan önemli bir model **Altman’ın çok değişkenli modelidir**.

Altman modelinde, aşağıdaki formülle Z puanı adı verilen bir değer hesaplanmaktadır:

Z = 0.012 X1 + 0.014 X2 + 0.033 X3 + 0.006 X4 + 0.010 X5

X1 : İşletme sermayesi / Toplam aktifler

X2 : Birikmiş kârlar (bilanço) / Toplam aktifler

X3 : Faiz ve vergi öncesi kâr / Toplam aktifler

X4 : Özkaynakların piyasa değeri / Toplam borcun defter değeri

X5 : Satışlar / Toplam aktifler

Z puanı ne kadar düşükse iflas olasılığı o kadar artmaktadır.

##### **İşletme Yönetimi**

Finansal tablo analizi işletme yönetimine çeşitli şekillerde yardımcı olmaktadır:

* Finansal analiz işletmenin görece likiditesi, borçluluğu ve kârlılığına ilişkin işletme yöneticilerine fikir verebilir
* Finansal analiz yatırımcıların işletmeyi nasıl algıladığına dair fikir verebilir
* Ortaya çıkan sorunların ve işletmenin güçlü yönlerinin tespit edilmesine yardımcı olabilir
* Kurumsal hedeflerin oluşturulmasına yardımcı olabilir

##### **Değerleme**

Değerleme süreci, işletmenin değerinin hesaplandığı süreçtir.

##### **FİNANSAL ÖNGÖRÜ**

Finansal öngörüde temel amaç, işletmenin gelecekteki zorunlu nakit gereksinimlerinin tahmin edilmesidir.

Finansal öngörü 3 temel adımdan oluşmaktadır:

1. Planlanan dönem için işletmenin satış gelirlerinin ve giderlerinin öngörülmesi
2. Tahmin edilen satışların gerçekleşmesi için gerekli varlık yatırımlarının öngörülmesi
3. Planlanan dönem için işletmenin zorunlu nakit ihtiyacının belirlenmesi

##### **Proforma Finansal Tablolar**

Proforma finansal tablolar, geleceğe dönük finansal öngörülerin ve finansal planlamanın gerçekleştirilmesi amacıyla hazırlanan tahmini finansal tablolardır.

**Proforma Gelir Tablosu**

Proforma gelir tabloları hazırlanırken işe satışlardan başlanmalıdır. Geçmiş dönem satış verileri analiz edilerek ve pazardaki eğilimler, rekabet koşulları ve işletme politikaları dikkate alınarak geleceğe yönelik satış tahminleri (projeksiyonları) geliştirilmeli ve satışların yıllık değişim oranı (artış veya azalış hızı) belirlenmelidir.

##### **İŞLETME DEĞERİNİN BELİRLENMESİ**

İşletmelerde değerleme,

* Hisse senedi alım satımlarında yatırımcıların karar alma süreçlerinde,
* İşletmelerin halka açılma süreçlerinde hisse senedinin halka arz fiyatının belirlenmesinde,
* Özelleştirmelerde fiyat belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

##### **Değer ve Değerleme Kavramları**

Değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri veya varlığın karşılığında alınabilecek tutar olarak tanımlanabilir.

Değerleme, varlıkların değerinin parasal olarak ifade edilmesidir. işletmeler açısından ise değerleme, işletmenin sahip olduğu varlıkların ve kaynakların değerlerinin belirlenmesidir.

##### **Değer Yaratmanın Önemi**

İşletmenin temel amacı, hissedar değerinin maksimize edilmesidir.

İşletme değerlemesine ilişkin çoğunlukla iki temel yöntem kullanılmaktadır:

* İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
* Göreceli Değerleme Yöntemi
* Düzeltilmiş Bugünkü Değer,
* Opsiyon Değerleme ve
* Ekonomik Katma Değer (EVA)

gibi yöntemler de kullanılmaktadır.

##### **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, işletmenin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerlerine indirgendiği yöntemdir.

**Değerleme Mantığı**

İşletmenin gerçek değeri, işletmenin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerlerinin, yani indirgenmiş nakit akımlarının toplamıdır.

İşletmenin indirgenmiş nakit akımlarının gücünü göstermek için basit bir örneği inceleyelim.

Değer AŞ ve Hacim AŞ’nin önümüzdeki 5 yıl için net kâr öngörüsü (milyon TL) aşağıdaki gibidir:

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Yıl | | | | |
| Net Kâr | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Değer A.Ş. | 100 | 105 | 110.3 | 115.8 | 121.6 |
| Hacim A.Ş. | 100 | 105 | 110.3 | 115.8 | 121.6 |

Bu bilgiye dayanarak hangi işletme için daha yüksek para ödemeye razı olurdunuz? Gelecekteki kârları aynı olduğu için aynı değer sahip olduklarını düşünebilirsiniz ancak kâr rakamları yanıltıcı olabilir. İşletmelerin nasıl büyüdüklerinin analiz edilmesi gerekir. İşletmelerin tahmini nakit akımları (milyon TL) aşağıdaki gibidir:

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Hacim A.Ş. | Y›l | | | | |
|  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Net Kâr | 100 | 105 | 110.3 | 115.8 | 121.6 |
| Net Yatırımlar | 50 | 52.5 | 55.1 | 57.9 | 60.8 |
| Nakit Akımı | 50 | 52.5 | 55.1 | 57.9 | 60.8 |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Değer A.Ş. | Yıl | | | | |
|  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Net Kâr | 100 | 105 | 110.3 | 115.8 | 121.6 |
| Net Yatırımlar | 25 | 26.2 | 27.6 | 29 | 30.4 |
| Nakit Akımı | 75 | 78.8 | 82.7 | 86.8 | 91.2 |

İki işletmenin aynı düzeyde riske sahip olduğunu varsayarsak, nakit akımlarını aynı iskonto oranı ile örneğin %10’la bugüne indirgeyebiliriz. iki işletmenin de nakit akımlarının yıllık %5 oranında artacağını varsayarsak işletmelerin değerini aşağıdaki formülü kullanarak hesaplayabiliriz:

1

İşletmenin Değeri = Nakit Akımı (t) = \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(Sermaye Maliyeti - a)

Nakit Akımı (t): t dönemindeki nakit akımı

a: nakit akımlarının artış oranı

**Sermaye Maliyeti**

Sermaye maliyeti (Devamlı Sermaye), işletmenin ihtiyacı olan fonları elde etmek için katlandığı maliyet olarak tanımlanabilir.

*Örnek:*

ABC işletmesi, varlıklarının %75’ini banka kredisi ile %25’ini özkaynaklarla finanse etmektedir. Kredi maliyetinin yıllık %10, öz kaynak maliyetinin ise %12 olması durumunda işletmenin sermaye maliyetini hesaplayınız.

(Kurumlar vergisi oranının % 20 olduğunu varsayınız)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Varlıkların Banka Kredisine Oranı x Kredi Maliyeti x (1- Vergi) + Varlıkların Özkaynaklara Oranı x Özkaynak Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti = 0.75 x 0.10 x (1-0.2) + 0.25 x 0.12

= 0.06 + 0.03

= 0.09

**Nakit Akımları ve Değer Sağlayan Faktörler**

Nakit akımlarını ve sonuç olarak işletmenin değerini etkileyen iki temel faktör bulunmaktadır:

* Satışların ve kârların artış hızı
* Sermaye maliyetine göre sermaye kârlılığı

Bir işletme, her yıl faaliyet kârının %25’i ile yatırım yapmakta ve yatırımlarından %20 faaliyet kârı elde etmektedir. Bu durumda büyüme hızının sermaye kârlılığı ile yatırım oranının çarpımı olduğu söylenebilir.

**Büyüme hızı** = Sermaye kârlılığı x Yatırım oranı

= %20 x %25

= %5

**Serbest Nakit Akımları**

Gelecekte beklenen serbest nakit akımları (SNA) şu şekilde hesaplanır:

Faaliyet Kârı

+ Amortisman Giderleri

(-) Vergi

= Vergi sonrası faaliyetlerden elde edilen nakit akımları

(-) işletmenin varlıklarındaki artış (çalışma sermayesi yatırımları ve sabit sermaye yatırımları)

= Serbest Nakit Akımları (SNA)

Kalıntı Değeri, serbest nakit akımların sabit bir oranda arttığı dönem için işletmenin değerini ifade etmektedir.

**İşletme Değeri**= BD (Rekabet Avantajı Dönemi) + BD Kalıntı Değer)

**Hissedar Değeri (Özkaynaklar)** = Toplam Aktifler (İşletme Değeri) – Borçlar

##### **Hisse Senedinin Ekonomik Değeri**= Özkaynakların Hesaplanan Değeri / Hisse Senedi Adedi

##### Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi finansal tablo analizinin işletme yönetimine katkılarından değildir?
   1. İşletmenin görece likiditesi, borçluluğu ve kârlılığına ilişkin işletme yöneticilerine fikir verir
   2. Yatırımcıların işletmeyi nasıl algıladığına dair fikir verir
   3. Ortaya çıkan sorunların teşhis edilmesine yardımcı olur
   4. Kurumsal hedeflerin oluşturulmasına yardımcı olur
   5. **Dağıtılacak kâr büyüklüğünü saptar**
2. Aşağıdakilerden hangisi finansal başarısızlığı öngören modellerin kullanım amaçlarından biri değildir?
   1. İşletme yönetimi tarafından önleyici tedbirlerin alınması
   2. Yatırımcılar tarafından hisse senedi alım satım kararlarının alınması
   3. Bankalar tarafından kredilerin takibi
   4. İşletmelerin alacaklarının takibi
   5. **İşletmelerin stoklarının takibi**
3. Aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır?
   1. İşletmenin temel amacı, hissedar değerinin maksimize edilmesidir
   2. İşletmeler sermayelerini, sermaye maliyetinden daha yüksek getiri sağlayan yatırımlara yönlendirdiklerinde değer yaratmaktadır
   3. Getiri oranları sermaye maliyetinin üzerinde olduğu sürece, işletmeler cazip getiri oranları ile ne kadar çok yatırım yaparlarsa o kadar fazla değer yaratabilir
   4. Hissedar değerinin maksimize edilmesi için finans yöneticilerinin, sermaye maliyetini minimize etmeleri gerekir
   5. **İşletme yöneticileri hissedarları için kısa vadeli değer yaratılmasını temel hedef olarak koymalıdır.**
4. Aşağıdakilerden hangisi işletmenin değerini etkileyen temel unsurlardan biri değildir?
   1. Satışların artış hızı
   2. Kârların artış hızı
   3. Sermaye maliyeti
   4. Sermaye kârlılığı
   5. **Ortaklık yapısı**
5. Aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır?
   1. Faaliyet kârında aynı seviyede artış hızı için, daha yüksek seviyede sermaye kârlılığı, daha fazla nakit akımı yaratılmasına neden olur
   2. **Yatırımların getirisi sermaye maliyetinden düşük olduğu sürece yüksek büyüme daha fazla değer yaratır**
   3. Sermaye kârlılığı zaten yüksek seviyede olan bir işletme, büyüme oranını arttırarak daha fazla değer yaratabilir
   4. Büyüme oranı zaten yüksek olan bir işletme sermaye kârlılığını arttırarak daha fazla değer yaratabilir
   5. Yatırımların getirisi sermaye maliyetine bağlıdır.
6. Her yıl faaliyet kârının %40’u ile yatırım yapan ve yatırımlarından %30 faaliyet kârı elde eden işletmenin büyüme hızı ne olur?
   1. % 15
   2. % 13
   3. **% 12**
   4. % 11
   5. % 10
7. Varlıklarının %50’sini banka kredisi ile %50’sini özkaynaklarla finanse eden bir işletmenin kredi maliyetinin yıllık %10, öz kaynak maliyetinin ise %12 olması durumunda işletmenin sermaye maliyetini hesaplayınız. (Kurumlar vergisi oranının %20 olduğunu varsayınız.)
   1. % 8
   2. % 9
   3. **% 10**
   4. % 11
   5. % 12
8. İşletmenin temel amacı nedir?
   1. Gelirlerin maksimize edilmesi
   2. Giderlerin minimize edilmesi
   3. Kârın maksimize edilmesi
   4. **Hissedar değerinin maksimize edilmesi**
   5. Borçların minimize edilmesi
9. Serbest nakit akımlarının sabit bir oranda arttığı dönem için işletmenin değerini ifade eden değere ne ad verilir?
   1. **Kalıntı değeri**
   2. Bugünkü değer
   3. Gelecekteki değer
   4. Gordon değeri
   5. Hisse değeri
10. Hisse senedi değerinin hesaplanabilmesi aşağıdaki bilgilerden hangisine ihtiyaç duyulmaz?
    1. İşletmenin borçlarının değeri
    2. **İşletmenin varlıklarının değeri**
    3. İşletmenin toplam değeri
    4. Dolaşımdaki hisse sendi senedi sayısı
    5. İşletmenin sermaye maliyeti