

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 karşılama oranı	7.58	Borçluluk
Vergisonrası net kâr marjı	7.56	Kârlılık
Faiz giderlerinin karşılama 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 karşılama oranı	7.22	Borçluluk
Asit test (likidite oranı)	7.10	Likidite
Vergi sonrası aktif kârlılığı	7.06	Kârlılık
Faiz giderlerinin karşılama 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.

	Yer verilen rapor	Yönetimin Değerlendirmesi	Finansal Değerlendirme	Finansal Özet
Hisse başına düşen kâr	100	98	45	93
His.baş.düşen kâr payı	98	85	49	88
His.baş.defter değeri	84	53	18	63
Çalışma sermayesi	81	50	23	67
Öz kaynak kârlılığı	62	21	23	37
Efektif Vergi oranı	50	2	46	6
Cari oran	47	16	12	34
Borç/öz sermaye	23	4	14	23
Öz sermaye kârlılığı	21	8	8	5
Borç/öz kaynak	19	3	8	8
Aktif kârlılığı	13	2	5	10
Kâr payı ödeme oranı	13	0	6	6
Brüt kâr	12	0	11	3

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.

FINANSAL ÖNGÖRÜ

Finansal öngöründe 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 değerlendirme,

- 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. İşletmeler açısından ise değerlendirme, 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 indirildiği yöntemidir.

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:

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

Hacim A.Ş.	Yıl				
	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

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

1

$$\text{İşletmenin Değeri} = \text{Nakit Akımı (t)} = \frac{\text{Nakit Akımı (t)}}{\text{(Sermaye Maliyeti - a)}}$$

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

$$\begin{aligned} \text{Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti} &= 0.75 \times 0.10 \times (1-0.2) + 0.25 \times 0.12 \\ &= 0.06 + 0.03 \\ &= 0.09 \end{aligned}$$

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.

$$\begin{aligned} \text{Büyüme hızı} &= \text{Sermaye kârlılığı} \times \text{Yatırım oranı} \\ &= \%20 \times \%25 \\ &= \%5 \end{aligned}$$

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 Değeri

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

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

Kendimizi Sınavalım

1. Aşağıdakilerden hangisi finansal tablo analizinin işletme yönetimine katkılarından değildir?

- İşletmenin görece likiditesi, borçluluğu ve kârlılığına ilişkin işletme yöneticilerine fikir verir
- Yatırımcıların işletmeyi nasıl algıladığına dair fikir verir
- Ortaya çıkan sorunların teşhis edilmesine yardımcı olur
- Kurumsal hedeflerin oluşturulmasına yardımcı olur
- Dağıtılacak kâr büyüklüğünü saptar**

2. Aşağıdakilerden hangisi finansal başarısızlığı öngören modellerin kullanım amaçlarından biri değildir?

- İşletme yönetimi tarafından önleyici tedbirlerin alınması
- Yatırımcılar tarafından hisse senedi alım satım kararlarının alınması
- Bankalar tarafından kredilerin takibi
- İşletmelerin alacaklarının takibi
- İşletmelerin stoklarının takibi**

3. Aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır?

- İşletmenin temel amacı, hissedar değerinin maksimize edilmesidir
- İşletmeler sermayelerini, sermaye maliyetinden daha yüksek getiri sağlayan yatırımlara yönlendirdiklerinde değer yaratmaktadır
- Getiri oranları sermaye maliyetinin üzerinde olduğu sürece, işletmeler cazip getiri oranları ile ne kadar çok yatırım yaparlarsa o kadar fazla değer yaratabilir
- Hissedar değerinin maksimize edilmesi için finans yöneticilerinin, sermaye maliyetini minimize etmeleri gerekir
- İşletme yöneticileri hissedarları için kısa vadeli değer yaratılmasını temel hedef olarak koymalıdır.**

4. Aşağıdakilerden hangisi işletmenin değerini etkileyen temel unsurlardan biri değildir?

- Satışların artış hızı
- Kârların artış hızı
- Sermaye maliyeti
- Sermaye kârlılığı
- Ortaklık yapısı**

5. Aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır?

- Faaliyet kârında aynı seviyede artış hızı için, daha yüksek seviyede sermaye kârlılığı, daha fazla nakit akımı yaratılmasına neden olur
- Yatırımların getirisi sermaye maliyetinden düşük olduğu sürece yüksek büyüme daha fazla değer yaratır**
- Sermaye kârlılığı zaten yüksek seviyede olan bir işletme, büyüme oranını arttırarak daha fazla değer yaratabilir
- Büyüme oranı zaten yüksek olan bir işletme sermaye kârlılığını arttırarak daha fazla değer yaratabilir
- 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?

- % 15
- % 13
- % 12**
- % 11
- % 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.)

- % 8
- % 9
- % 10**
- % 11
- % 12

8. İşletmenin temel amacı nedir?

- Gelirlerin maksimize edilmesi
- Giderlerin minimize edilmesi
- Kârın maksimize edilmesi
- Hissedar değerinin maksimize edilmesi**
- Borçların minimize edilmesi

9. Serbest nakit akımlarının sabit bir oranda arttığı dönem için işletmenin değerini ifade eden değere ne ad verilir?

- Kalıntı değeri**
- Bugünkü değer
- Gelecekteki değer
- Gordon değeri
- Hisse değeri

10. Hisse senedi değerinin hesaplanabilmesi aşağıdaki bilgilerden hangisine ihtiyaç duyulmaz?

- İşletmenin borçlarının değeri
- İşletmenin varlıklarının değeri**
- İşletmenin toplam değeri
- Dolaşımdaki hisse sendi senedi sayısı
- İşletmenin sermaye maliyeti