

# Finansal Tabloların Analizi ve Piyasa Gerçekleri Raporu

Türkiye'deki yatırımcılar için kapsamlı bir rehber



# Ders Özeti

Bu rapor, finansal tabloların derinlemesine analizi, yatırım stratejileri ve piyasa dinamikleri üzerine kapsamlı bir bakış sunmaktadır. Teknik analizin sınırlılıkları vurgulanırken, temel analizin ekonomi, sektör ve şirket özelinde detaylı incelemesinin uzun vadeli yatırım kararları için kritik olduğu belirtilmiştir.

Türk finansal sistemindeki zorluklar, şirketlerin finansal tablolarında yaygın olarak görülen "makyajlama" uygulamaları ve yatırımcıların karşılaşabileceği riskler detaylandırılmıştır. Rapor, şirket sahiplerinin "karakterinin" ve kapsamlı finansal durum tespiti yapmanın önemini vurgulayarak, yatırımcıların kendi araştırmalarını yapmaları gerektiğini önermektedir.



# Finansal Analizin Temelleri

## Analiz Türleri ve Önemi

### Teknik Analiz

Aracı kurumlar tarafından sık pozisyon değişiklikleri için kullanılır. Bireysel yatırımcılar için para kazandırma amacı gütmeyen ve **kesinlikle tavsiye edilmemektedir**.

### Temel Analiz

Uzun vadeli yatırım kararları için esastır. Üç ana unsuru odaklanır: **ekonomi, sektör ve şirket**. Sürdürülebilir yatırım kararlarının anahtarıdır.

## Temel Analizin Üç Kritik Bileşeni



### Ekonomi Tahlili

Hangi faktörlerin ne zaman ve ne kadar etkileyeceğini anlaşılması. Makroekonomik göstergelerin yatırım kararlarına etkisi.

### Sektör Analizi

Beta kavramı ile piyasa getirisine tepkinin ölçülmesi. Büyüme dönemlerinde yüksek beta, daralma dönemlerinde düşük beta hisseler tercih edilmelidir.

### Şirket Analizi

Sektördeki spesifik bir şirketin seçimi ve finansal tablolarının detaylı incelenmesi. Rekabet avantajlarının değerlendirilmesi.

## Finansal Tabloların Kullanıcıları

- İşletme Yönetimi:** Likidite, operasyonel verimlilik, borç-öz sermaye dengesi ve karlılık analizi
- Yatırımcılar:** Yatırım kararları ve risk değerlendirmesi
- Kredi Kurumları:** Kredi değerlendirmesi ve teminat analizi

- Tedarikçiler:** Ticari ilişkilerin sürekliliği
- Devlet:** Vergi denetimi (ana odak: vergi kaçakçılığı)
- Gazeteciler:** Finansal usulsüzlükleri ortaya çıkarma (Enron, WorldCom örnekleri)

### "Karakter" Faktörü

Şirket sahiplerinin ve yönetiminin **dürüstlüğü ve geçmişi**, yatırım kararlarında finansal metriklerden daha önemlidir. Bankaların kredi değerlendirmesinde kullandığı "5 C" kuralında (Character, Capacity, Capital, Collateral, Conditions) karakter en kritik unsurdur.

## Türk Finansal Sistemi ve Zorlukları

### Küçük Bankacılık Sistemi

Türkiye'de bankacılık sistemi ekonomiye oranla küçüktür, bu da KOBİ'lerin krediye erişimini ciddi şekilde zorlaştırtır.

### Düşük Finansal Derinlik

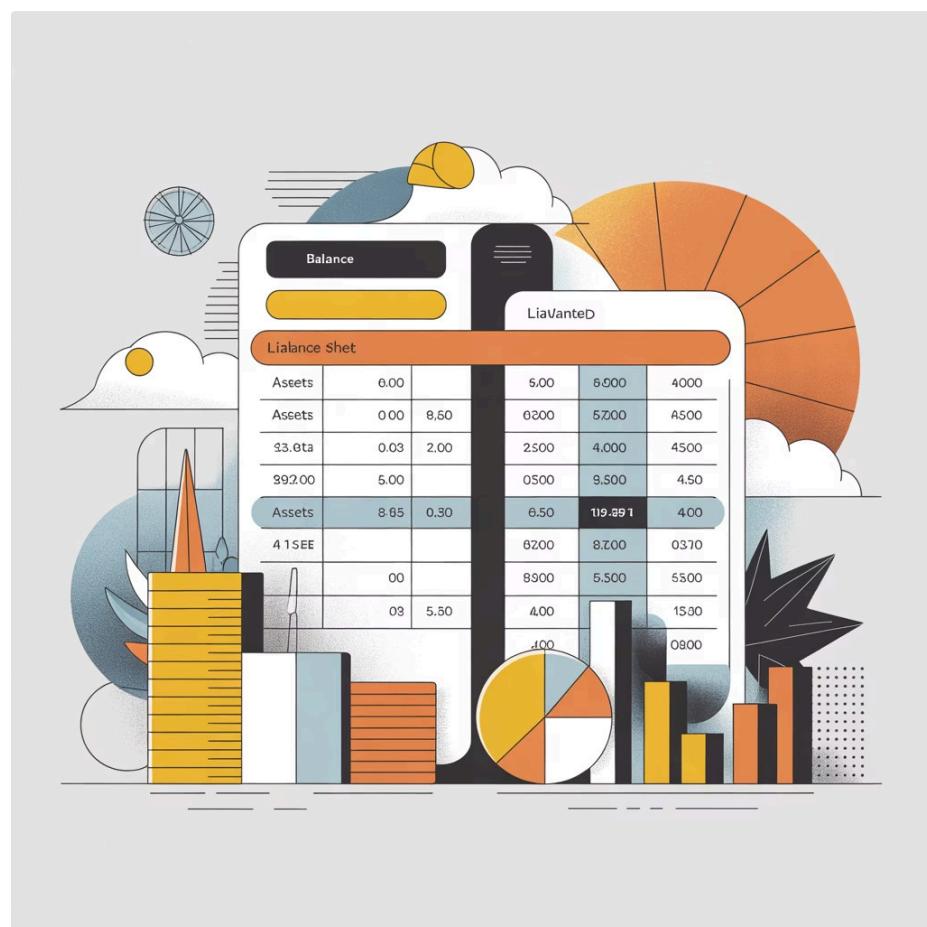
Halkın tasarruflarının önemli kısmı finansal enstrümanlar yerine gayrimenkulde veya "yastık altında" tutulmaktadır. Bu durum ekonomiye olan güvensizlikle doğrudan ilişkilidir.

# Bilanço Analizi

## Bilanço Yapısı ve Temel Prensipler

Bilanço, bir firmanın yıl sonunda çekilmiş bir fotoğrafıdır ve **statik** bir yapıya sahiptir. Aktif (varlık) ve pasif (yükümlülük) tarafları birbirine **mutlaka eşit olmalıdır**.

Aktif tarafı likidite esasına göre sıralanır – en likitten en az likite doğru. Dönen varlıklar bir yıldan kısa sürede, duran varlıklar ise bir yıldan uzun sürede nakde dönüştürülebilen varlıklardır.



## Bilanço Kalemlerinin Yorumlanması

01

### Dönen Varlıklar

Ticari alacaklar ve stokların ağırlığının artması, sektörde veya firmada satış zorluğu ya da ciddi sıkıntılarla işaret edebilir. Bu durum nakit akışı problemlerine yol açabilir.

03

### Öz Kaynaklar

Pasif tarafta öz kaynakların mümkün olduğunca uzun vadeli ve yüksek olması tercih edilir. Güçlü öz sermaye yapısı, finansal dayanıklılığın göstergesidir.

02

### Maddi Duran Varlıklar

Arsa, bina, makine gibi varlıklar reel sektör firmaları için kritik önemdeyken, teknoloji firmalarında maddi olmayan duran varlıklar (marka, patent, lisans hakları, şerefiye) daha büyük stratejik değer taşır.

04

### İflas Kriteri

Bir firmanın ifası, birikmiş zararlarının öz sermayeyi (ödenmiş sermaye dahil) tamamen tüketmesi durumunda gerçekleşir. Bu kritik eşik yakından takip edilmelidir.

## Bilanço Makyajı Teknikleri

Dikkat edilmesi gereken manipülasyon yöntemleri:

### Stok Manipülasyonu

- Stoktaki malları satılmış gibi göstermek
- Modası geçmiş stokları yüksek değerden tutmak
- Gerçek dışı değerlendirme uygulamaları

### Alacak Manipülasyonu

- Şüpheli alacaklar için yeterli karşılık ayırmamak
- "Hatır senedi" ile alacakları şışirmek
- Tahsil edilemez alacakları varlık göstermek

### Varlık Manipülasyonu

- Mali duran varlıklarda batık iştirakları değerli göstermek
- Yeniden değerlendirme ile öz sermayeyi pozitif tutmak
- Maddi olmayan varlıklarda gerçek dışı değerlendirmeler (örn: Kayseri hastane vakası)

### Borç Manipülasyonu

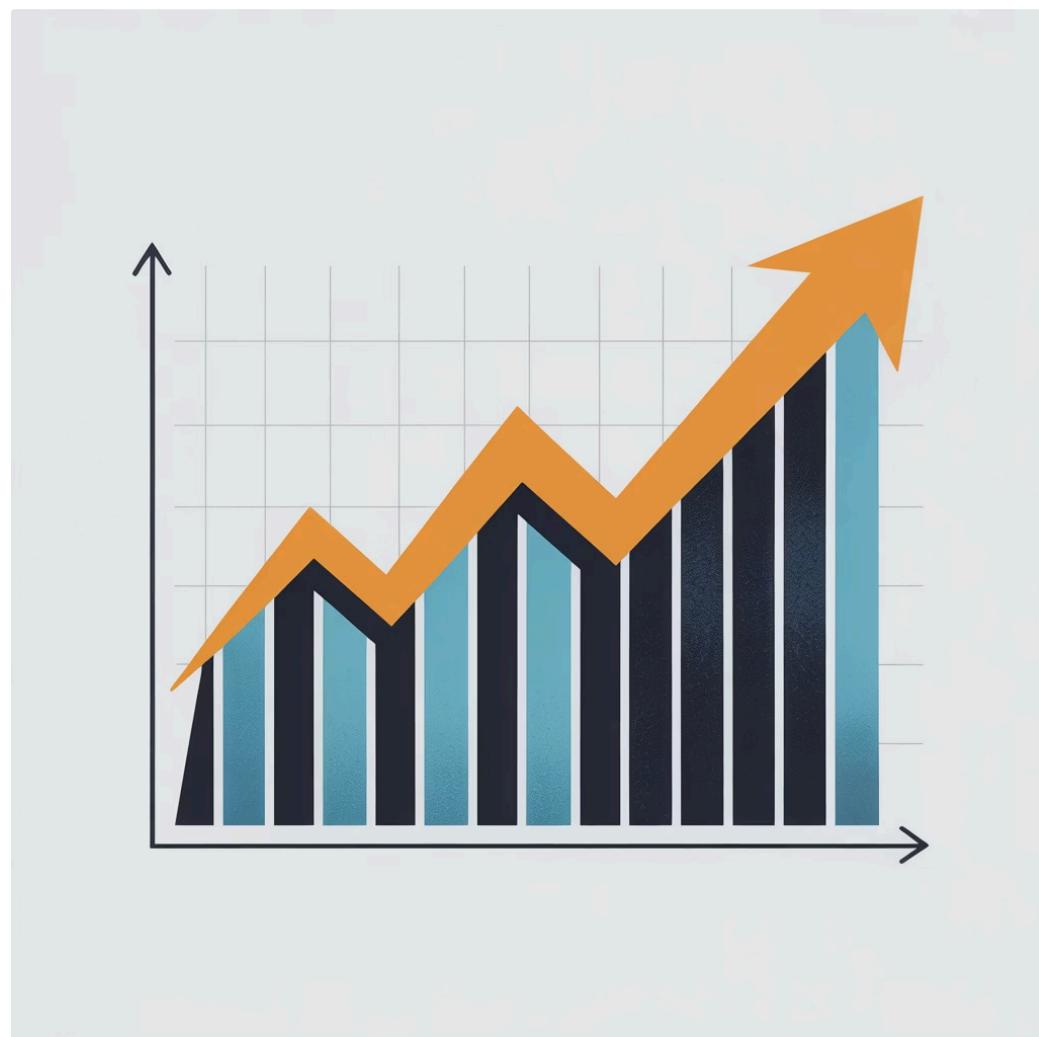
- Kısa vadeli borçları uzun vadeli gibi göstermek
- "Ortaklardan alacaklar/ortaklara borçlar" kalemlerini bilanço denkleştirici olarak kullanmak
- Şirket ve patron kasasının karışması

# Gelir Tablosu Analizi

## Beş Ana Kar Kalemi

Brüt Satış Karı	Faaliyet Karı	Olağan Kar
En önemli göstergeler	Sürdürülebilirlik kriteri	Finansal faaliyetler dahil
Dönem Karı	Dönem Net Karı	
Vergi öncesi	Vergi sonrası	

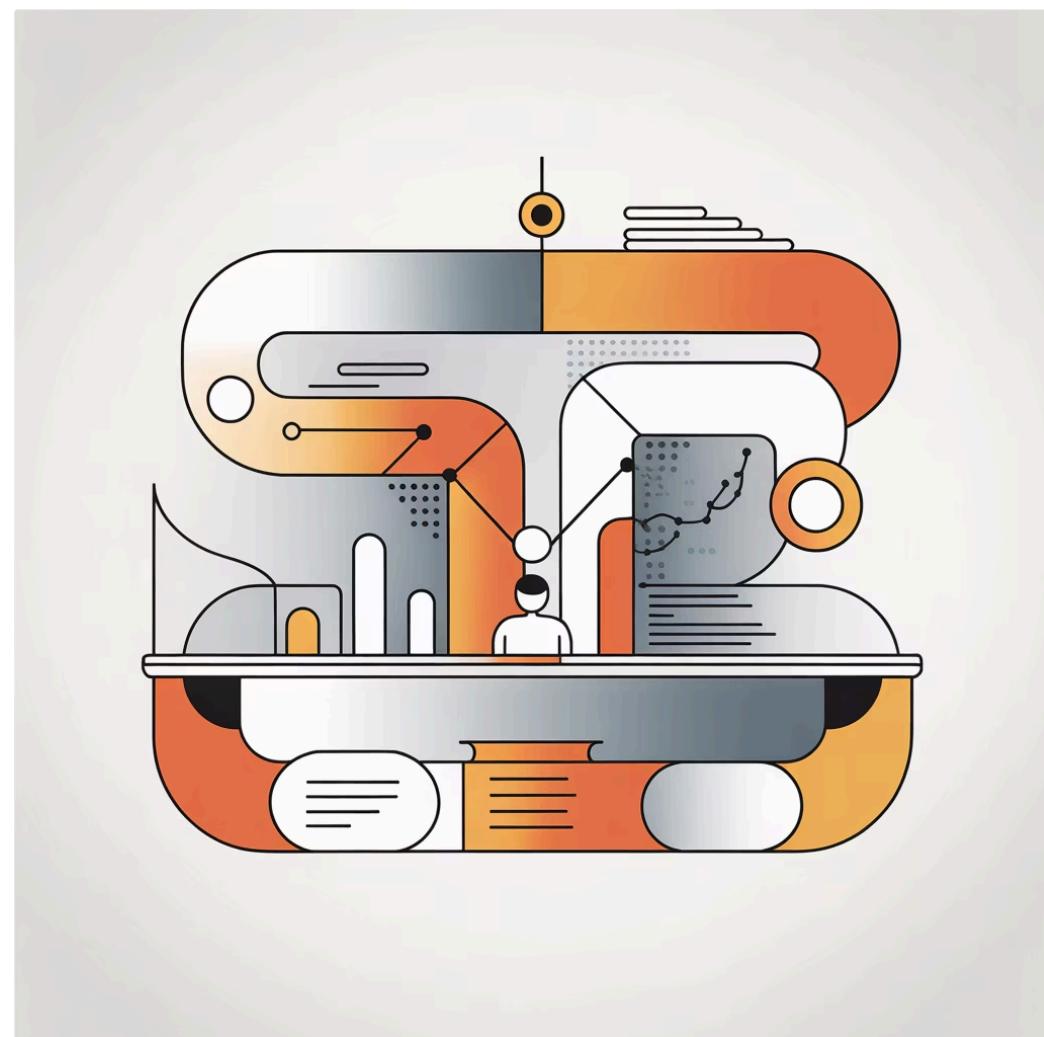
### Brüt Satış Karı



Firmanın **rekabet gücünü** ve ürün gamının güncellliğini gösterir. Brüt satış kar marjında görülen düşüşler, ürün yenileme ihtiyacına işaret eder.

Örnek: Simit Sarayı'nın ürün gamını yenilemediği dönemlerde brüt kar marjlarında düşüş yaşanmıştır.

### Faaliyet Karı



Firmanın orta ve uzun vadede ayakta kalabilmesi için **olmazsa olmaz** bir göstergedir. Faaliyetten kar edemeyen firma sürdürülebilir değildir.

▣ **Kritik Not:** Net kar tek başına yanıltıcı olabilir. En önemli iki kar kalemi Brüt Satış Karı ve Faaliyet Karı'dır.

## Gelir Tablosu Makyajı Teknikleri

1

### Faaliyet Giderlerinin Şişirilmesi

Halka açık aile şirketlerinde en yaygın manipülasyon yöntemidir. Temettü ödememek amacıyla pazarlama, satış ve yönetim giderleri yapay olarak artırılır. Aile masrafları şirkete yüklenir.

2

### Sürdürülemez Gelirlerin Gösterimi

Diğer faaliyet gelirleri ve olağanüstü gelirler (kambiyo karları, varlık satışıları) gerçekliği sorgulanmalıdır. Bu kalemler sürdürülebilir olmayabilir ve gelecek dönem karlılığı hakkında yanıltıcı bilgi verebilir.

# Finansal Tablo Makyajı ve Piyasa Gerçekleri

## Farklı Gösterimler, Farklı Gerçekler



### Devlete

Daha az vergi ödemek için **kötü** gösterilen finansal tablolar



### Bankalara

Kredi almak için **parlak** gösterilen finansal tablolar



### Ortaklara

Temettü ödemekten kaçınmak için **manipülatif** finansal tablolar

Bu tür manipülasyonlar sadece Türkiye'de değil, uluslararası piyasalarda da yaygındır. Enron ve WorldCom skandalları, gelişmiş piyasalarda bile bu sorunların ne kadar ciddi boyutlara ulaşabileceğini göstermiştir.

## Düzenleyici Kurumların Sınırlılıkları

SPK gibi düzenleyici kurumların yatırımcıları tam olarak koruyamayabileceği unutulmamalıdır. Piyasada manipülasyonlar devam edebilir ve "**zombi firmaların**" bankalar tarafından halka arza zorlanarak yatırımcıların zarara uğratılması örnekleri mevcuttur.

**Asimetrik bilgi** sorunu her zaman vardır: Şirket sahipleri firmanın gerçek durumu hakkında çok daha fazla bilgiye sahiptir ve bu bilgi yatırımcıların aleyhine kullanılabilir.



### Piyasa İstihbaratı

Bankalar sadece kredi veren kurumlar değil, aynı zamanda **piyasa istihbaratı yapan** kuruluşlardır. Sektör riskleri ve kar marjları hakkında en sağlıklı bilgiyi bankalar sağlayabilir. Bu nedenle bankaların kredi değerlendirme süreçlerini ve sektörel raporlarını takip etmek önemlidir.

# Finansal Analiz Yöntemleri

## Dört Temel Analiz Yöntemi

### Yatay Analiz

Finansal verileri zaman içinde karşılaştırır. Genellikle yıldan yıla değişimleri gösterir ve trendleri belirlemeye yardımcı olur.

### Dikey Analiz

Her kalemi bir toplamın yüzdesi olarak ifade eder. Bilançoda toplam aktifler, gelir tablosunda net satışlar baz alınır.

### Trend Analizi

Bir baz yılı 100 kabul ederek diğer yılların değişimini gösterir. Uzun vadeli eğilimleri görselleştirmeye olanak tanır.

### Oran Analizi

Farklı finansal kalemler arasındaki ilişkileri değerlendirir. Enflasyon etkisini ortadan kaldırır ve kıyaslama imkanı sunar.

### Tavsiye Edilen Yöntem

Oran Analizi (Rasyo Analizi) enflasyon etkisini ortadan kaldırıldığı, sektör ve firma büyütüğü kıyaslamasına olanak tanıdığı için özellikle tavsiye edilir.

## Dikey Analiz Kıyaslama Kriterleri



# Enflasyon Düzeltmesi



## Yüksek Enflasyon = Zorunlu Düzeltme

Türkiye gibi yüksek enflasyonlu ekonomilerde yatay ve trend analizleri için **enflasyon düzeltmesi yapılması kritik öneme sahiptir**.

Düzeltme yapılarken **Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE)** kullanılmalıdır. Bu sayede nominal değişiklikler ile reel değişiklikleri ayırt edebilir, gerçek büyümeye veya küçülmeyi görebilirsiniz.

### ❑ Neden Enflasyon Düzeltmesi?

Enflasyon düzeltmesi yapılmadan gerçekleştirilen analizler, firmanın performansı hakkında **yanlıltıcı sonuçlar** verebilir. Nominal olarak büyuyen bir firma, reel olarak küçülüyorum olabilir.

# Önemli Göstergeler ve Yorumları

## Dikkat Edilmesi Gereken Kritik Sinyaller

### Liquidity Stress Signal

Kısa vadeli yabancı kaynakların dönen varlıklardan **daha hızlı artması**, ciddi likidite sıkıntısına işaret eder. Firma kısa vadeli borçlarını ödeyememe riskiyle karşı karşıya kalabilir.

### Capacity Utilization Problem

Maddi duran varlıkların net satışlardan **daha hızlı artması**, kapasite kullanımının düşüklüğüne ve sabit maliyetlerin artışına işaret eder. Bu durum karlılığı olumsuz etkiler.

### Increasing Risk and Moral Hazard

Yabancı kaynakların öz kaynaklardan **daha hızlı artması** riski yükseltir ve ahlaki riziko sorunlarına yol açabilir. 1999 Güneydoğu Asya krizi bu durumun sonuçlarının ne kadar yıkıcı olabileceğini göstermiştir.

### Sales Difficulty Signal

Stokların ve ticari alacakların net satışlardan **daha hızlı artması**, ürün satmakta zorlanma veya sektördeki genel sıkıntıya işaret eder. Bu durum nakit akışı problemlerine yol açar.

### Atil Para Tutma

Dönen varlıkların net satışlardan **daha hızlı artması**, firma tarafından atıl para tutulduğunu gösterebilir. Bu kaynaklar daha verimli kullanılabilir.

# Oran Analizi Kategorileri

## 1. Likidite Oranları

Firmanın kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçer ve finansal esnekliğin en temel göstergesidir.

1.5+

Cari Oran

Türkiye için ideal seviye. Dönem varlıklar / Kısa vadeli borçlar

1.25+

Asit Test Oranı

Türkiye için ideal seviye. (Dönem varlıklar - Stoklar) / Kısa vadeli borçlar

0.3+

Nakit Oranı

En katı likidite ölçütü. Hazır değerler / Kısa vadeli borçlar

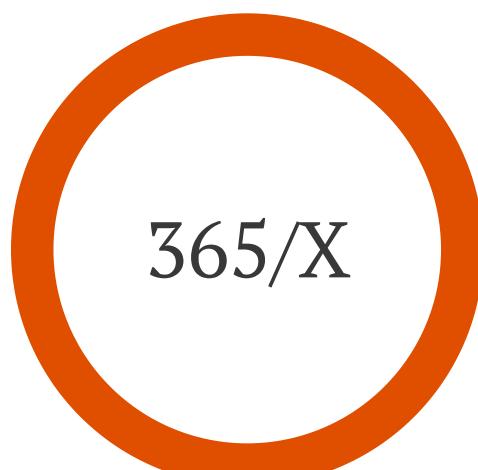
## 2. Mali Yapı Oranları (Finansal Kaldırıcı)

Firmanın borç-öz sermaye dengesini gösterir ve finansal riskin seviyesini belirler.

- Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar:** %50'nin altında olması tercih edilir
- Borçlar / Öz Kaynaklar:** Kaldırıcı derecesini gösterir
- Uzun Vadeli Borçluluk:** TL cinsinden uzun vadeli kredi bulmak Türkiye'de prestij göstergesidir

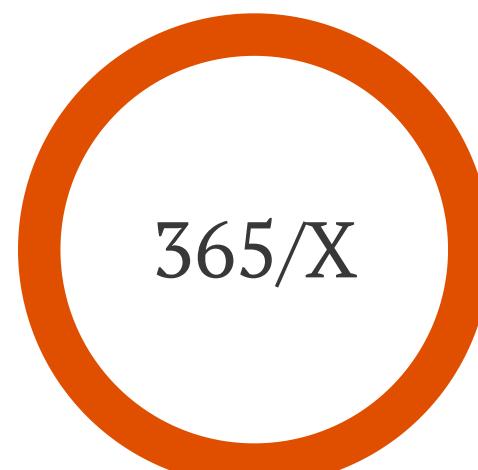


## 3. Faaliyet Oranları (Verimlilik)



Stok Tutma Süresi

Kısa süre verimliliğe işaret eder



Alacak Tahsilat Süresi

Kısa süre nakit akışını güçlendirir

Yüksek devir hızları ve kısa tutma/tahsilat süreleri, firmanın varlıklarını ne kadar verimli kullandığının göstergesidir.

## 4. Karlılık Oranları



Brüt Satış Kar Marjı

Rekabet gücünün göstergesi



Faaliyet Kar Marjı

Operasyonel verimliliğin ölçüsü



Net Kar Marjı

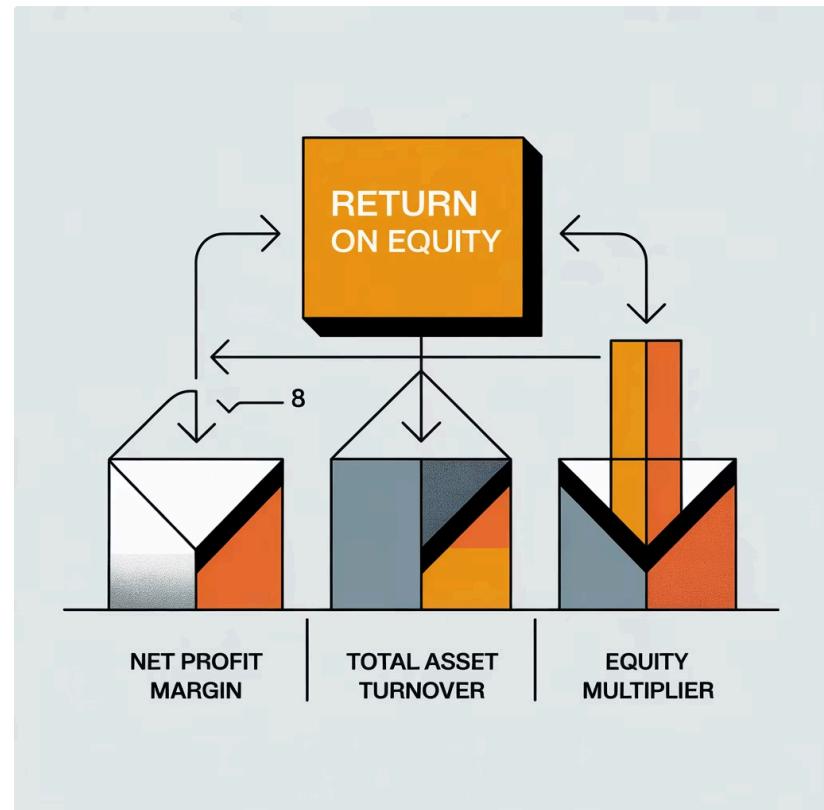
Tüm faaliyetlerin karlılığı



Öz Kaynak Karlılığı

Hissedar getirisi (ROE)

# DuPont Analizi



$$ROE = \text{Kar Marjı} \times \text{Varlık Devri} \times \text{Kaldıraç}$$

DuPont Analizi, Öz Kaynak Karlılığı'ni (ROE) üç kritik bileşene ayırır:

## Net Kar Marjı

Satışlardan ne kadar kar elde edildiğini gösterir. Yüksek marj, fiyatlama gücü ve maliyet kontrolünün göstergesidir.

## Finansal Kaldıraç

Öz sermaye çarpanı olarak da bilinir. Borçlanma seviyesini ve finansal riski gösterir.

## Varlık Devir Hızı

Varlıkların ne kadar verimli kullanıldığıne ölçer. Yüksek devir, operasyonel verimliliğe işaret eder.

## Kaldıracın İki Yüzü

### Pozitif Kaldıraç Etkisi

Aktif karlılığı (ROA) **borç maliyetinden yüksek** olduğu sürece, borçlanma ROE'yi artırır. Firma borçları verimli kullanıyor ve hissedar değeri yaratıyor.

### Negatif Kaldıraç Etkisi

Aktif karlılığı (ROA) **borç maliyetinden düşük** ise, borçlanma ROE'yi düşürür. Bu durumda kaldıraç hissedar değerini yok etmektedir.

# P/E ve P/B Oranlarına Dikkat

# Düşük Oran ≠ Ucuz Hisse

## Fiyat/Kazanç (FK) Oranı

Bir hissenin piyasa fiyatının, hisse başına kazanca oranıdır. Düşük FK oranı her zaman cazip bir yatırım fırsatı anlamına **gelmez**.

### Düşük FK'nın Nedenleri:

- Gerçekten değerli bir fırsat
- Yüksek sektörel risk
- Firmanın batma riski
- Sürdürülebilir olmayan kazançlar
- Piyasanın gördüğü ancak henüz tabloya yansımamış sorunlar

## Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)

Firmanın piyasa değerinin defter değerine oranıdır. 1'in altında değer bile bazen tehlikeli olabilir.

### Düşük PD/DD'nin Nedenleri:

- Piyasanın gözden kaçırıldığı değer
- Varlıkların gerçek değerini yansıtmayan defterler
- Liquidite krizi
- Yönetim sorunları
- Sektörün yapısal sorunları

## Kritik Uyarı

**Bu oranları tek başına kullanmaktan kaçının!** Risk faktörlerini, sektör bağlamını, şirketin gelecek beklentilerini ve yönetim kalitesini her zaman göz önünde bulundurun. Kapsamlı analiz olmadan sadece oran bazlı yatırım kararları vermek tehlikelidir.

# Eylem Maddeleri

## Stratejik Yatırım Prensipleri

- Aşırı fiyatlanmış piyasalardan veya varlıklardan uzak durun
- Belirsiz ekonomik dönemlerde agresif kar arayışından ziyade **sermayeyi korumaya** öncelik verin
- Uzun vadeli yatırım kararları için teknik analize güvenmeyin
- Herhangi bir hisse senedi yatırımdan önce ekonomi, sektör ve şirketin kapsamlı **temel analizini** yapın
- Ekonominin tahminlere göre stratejinizi ayarlayın: büyümeye döneminde yüksek beta, daralma döneminde düşük beta

## Şirket Seçimi ve Değerlendirme

### Karakter Önceliği

Güçlü, itibarlı ve güvenilir sahipleri/yönetimi olan şirketleri önceliklendirin. "Karakter" finansal metriklerden daha önemlidir.

### Kumar Değil, Yatırım

Borsada "oynamaktan" veya kumar oynamaktan kaçının. Bilinçli, iyi araştırılmış yatırımlar yapın.

### Kaliteli Şirketler

Yalnızca sağlam, geleceğe yönelik ve sahipliği net olan iyi yönetilen şirketlere yatırım yapın.

### Kendi Araştırmanız

Düzenleyici kurumların yatırımlarını tam olarak koruyacağına körüklenmeye güvenmeyin. Kendi kapsamlı durum tespitinizi yapın.

## Finansal Tablo İnceleme Kriterleri

1

### Faaliyet Giderleri

Sektör emsallerine göre alışılmadık derecede yüksek faaliyet giderleri, temettü ödemekten kaçınma manipülasyonu olabilir

2

### Brüt Kar Marjları

Düşen marjlar, ürün gamı yenileme ve inovasyon ihtiyacına işaret eder

3

### Stok Seviyeleri

Mümkün olduğunda düşük tutun. Düşük stok seviyeleri daha iyi likidite ve verimlilik göstergesidir

4

### Ortak İlişkileri

"Ortaklardan alacaklar" veya "Ortaklara borçlar" kalemlerinin yüksek olması, şirket-patron kasası karışımına işaret eder

## İleri Düzey Analiz Araçları

### DuPont Analizi Kullanımı

Finansal kaldırınca (borçlanma) şirketin lehine mi yoksa aleyhine mi çalıştığını değerlendirin. ROE'nin bileşenlerini ayırtarak derinlemesine içgüdü elde edin.

### Çok Boyutlu Değerlendirme

FK veya PD/DD gibi oranları tek başına kullanmayın. Risk faktörlerini, sektör bağlamını, gelecek bekleyişlerini ve yönetim kalitesini **her zaman** göz önünde bulundurun.