

2026

# Şirket Değerleme Rehberi



Kenan Çilman

<https://finansanalitik.com/>


04.03.2026

# İçindekiler

1. Giriş .....	5
2. Şirket Değerleme Nedir?.....	8
2.1 Şirket Değeri Kavramı .....	8
2.2 İşletme Değeri (Enterprise Value) .....	9
2.3 Özsermaye Değeri (Equity Value).....	9
2.4 Piyasa Değeri (Market Value).....	10
2.5 İçsel Değer (Intrinsic Value) .....	10
2.6 Şirket Değerleme Neden Yapılır? .....	10
2.7 Şirket Değerleme Sürecinin Temel Aşamaları.....	11
3. Şirket Değerleme Yaklaşımları.....	12
3.1 Gelir Yaklaşımı (Income Approach) .....	12
3.2 Piyasa Yaklaşımı (Market Approach) .....	13
3.3 Varlık Yaklaşımı (Asset Approach) .....	14
3.4 Değerleme Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması .....	15
3.5 Doğru Değerleme Yönteminin Seçilmesi .....	15
4. İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) Yöntemi .....	17
4.1 Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow) .....	17
4.2 Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF) .....	18
4.3 Finansal Projeksiyonların Oluşturulması .....	19
4.4 İskonto Oranı (WACC) .....	19
4.5 Özsermaye Maliyeti (Cost of Equity) .....	20
4.6 Terminal Değer .....	20
4.7 Şirket Değerinin Hesaplanması .....	21
4.8 DCF Yönteminin Avantajları .....	21
4.9 DCF Yönteminin Sınırlamaları .....	21
5. Çarpan Yöntemi ile Şirket Değerleme (Multiples Valuation).....	22

5.1 Çarpan Analizinin Temel Mantığı .....	22
5.2 Çarpan Türleri.....	23
5.3 İşletme Değeri Bazlı Çarpanlar.....	23
5.4 Özsermaye Bazlı Çarpanlar .....	24
5.5 Benzer Şirket Analizi (Comparable Companies Analysis).....	25
5.6 Çarpan Analizinde Yapılan Düzeltmeler .....	25
5.7 Çarpan Yönteminin Avantajları .....	26
5.8 Çarpan Yönteminin Sınırlamaları .....	26
6. Net Aktif Değer (NAV) Yöntemi ile Şirket Değerleme .....	27
6.1 Net Aktif Değer Yönteminin Kullanıldığı Alanlar .....	27
6.2 Net Aktif Değer Hesaplama Adımları .....	28
6.3 Varlıkların Piyasa Değerinin Belirlenmesi.....	28
6.4 Holding Şirketlerinde NAV Hesabı.....	28
6.5 Gayrimenkul Şirketlerinde NAV .....	29
6.6 NAV Yönteminin Avantajları.....	29
6.7 NAV Yönteminin Sınırlamaları.....	29
6.8 NAV ve Diğer Değerleme Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması.....	30
7. Finansal Modelleme ve Değerleme Modeli Kurulumu .....	31
7.1 Üçlü Finansal Model (3 Statement Model) .....	31
7.2 Gelir Projeksiyonu .....	32
7.3 Maliyet Modeli .....	32
7.4 EBITDA ve Faaliyet Kârı .....	32
7.5 İşletme Sermayesi Modeli .....	33
7.6 Sermaye Harcamaları (CAPEX).....	33
7.7 Borç Planı .....	34
7.8 Nakit Akış Tablosu .....	34
7.9 Finansal Modelleme İçin Temel Prensipler.....	34
8. Sermaye Maliyeti (WACC), Beta ve Risk Analizi.....	36


8.1 WACC Nedir? .....	36
8.2 Özsermaye Maliyeti (Cost of Equity) .....	37
8.3 Risksiz Faiz Oranı .....	37
8.4 Piyasa Risk Primi .....	38
8.5 Beta Katsayısı .....	38
8.6 Borç Maliyeti (Cost of Debt) .....	38
8.7 Sermaye Yapısı.....	38
8.8 WACC Hesaplama Örneği .....	39
8.9 Sermaye Maliyeti Analizinin Önemi .....	39
9. Duyarlılık Analizi ve Senaryo Analizi.....	40
9.1 Duyarlılık Analizi (Sensitivity Analysis) .....	40
9.2 Duyarlılık Analizinin Önemi.....	41
9.3 Senaryo Analizi (Scenario Analysis).....	41
9.4 Temel Senaryo .....	41
9.5 İyimser Senaryo .....	42
9.6 Kötümser Senaryo .....	42
9.7 Değerleme Aralığının Belirlenmesi.....	42
9.8 Monte Carlo Simülasyonu.....	43
9.9 Profesyonel Değerleme Raporlarında Analiz Sunumu .....	43
10. Sonuç .....	44

 **Yazar Hakkında:**

<https://finansanalitik.com/hakkimizda>

 **Online DCF Hesaplama**


<https://finansanalitik.com/finansal-analiz-dcf-hesaplama>

 **Finansal Analiz Araçları**

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz>

 **Şirket Değerleme Hizmeti**

<https://finansanalitik.com/iletisim>

 **Online Eğitimler:**

<https://finansanalitik.com/online-egitimler>

 **Kitaplar:**

<https://finansanalitik.com/kitaplar>

 **Makaleler:**

<https://finansanalitik.com/yazilar>

# 1. Giriş

Küresel rekabetin giderek yoğunlaştığı günümüz ekonomik ortamında, şirketlerin gerçek değerinin doğru şekilde belirlenmesi hem yatırımcılar hem de işletme sahipleri açısından kritik bir önem taşımaktadır. Şirket değerlendirme çalışmaları; yatırım kararlarının verilmesi, birleşme ve satın alma süreçlerinin yürütülmesi, finansman stratejilerinin belirlenmesi ve işletmelerin stratejik yönlerinin tayin edilmesi gibi birçok alanda temel bir araç olarak kullanılmaktadır.

Şirket değerlendirme, en genel anlamıyla bir işletmenin ekonomik değerinin çeşitli finansal ve analitik yöntemler kullanılarak hesaplanması sürecidir. Bu süreçte işletmenin mevcut finansal performansı, gelecekte yaratması beklenen nakit akımları, sektör dinamikleri, makroekonomik koşullar ve benzer şirketlerin piyasa değerleri gibi birçok faktör birlikte değerlendirilir. Amaç, işletmenin teorik veya ekonomik değerini belirleyerek yatırımcılar ve karar vericiler için objektif bir referans noktası oluşturmaktır.

Bir şirketin değeri yalnızca bilançosunda yer alan varlıkların toplamından ibaret değildir. Modern finans teorisine göre işletmelerin değeri, gelecekte yaratabilecekleri nakit akımlarının bugünkü değerine bağlıdır. Bu nedenle şirket değerlendirme çalışmaları yalnızca geçmiş finansal verilerin incelenmesini değil, aynı zamanda geleceğe yönelik projeksiyonların oluşturulmasını da içerir. Bu yönüyle şirket değerlendirme, finansal analiz ile stratejik öngörüü bir araya getiren disiplinler arası bir çalışma alanıdır.

Şirket değerlendirme çalışmaları farklı amaçlarla gerçekleştirilebilir. En yaygın kullanım alanlarından bazıları aşağıda özetlenmektedir:

## **Birleşme ve satın alma işlemleri (M&A)**

Şirket satın alma veya birleşme süreçlerinde tarafların üzerinde anlaşacağı bir değer aralığının belirlenmesi için değerlendirme çalışmaları yapılır.

## **Yatırım kararları**

Girişim sermayesi fonları, özel sermaye fonları ve bireysel yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketlerin değerini belirlemek amacıyla değerlendirme analizlerinden yararlanırlar.

## Halka arz süreçleri

Bir şirketin paylarının halka arz edilmesi öncesinde şirket değerinin belirlenmesi kritik bir aşamadır.

## Ortaklık yapısındaki değişiklikler

Hisse devri, ortak ayrılığı veya yeni ortak girişi gibi durumlarda şirket değerinin hesaplanması gereklidir.

## Finansal raporlama ve stratejik planlama

İşletmeler uzun vadeli stratejilerini oluştururken şirket değerini artırmaya yönelik kararlar alırlar.

Şirket değerlendirme çalışmalarında kullanılan yöntemler genel olarak üç ana yaklaşım altında toplanmaktadır. Bunlar gelir yaklaşımı, piyasa yaklaşımı ve varlık yaklaşımıdır. Gelir yaklaşımında şirketin gelecekte yaratması beklenen nakit akımları dikkate alınırken, piyasa yaklaşımında benzer şirketlerin piyasa değerleri referans alınır. Varlık yaklaşımında ise şirketin sahip olduğu varlıkların net değeri üzerinden bir hesaplama yapılır.

Bu rehberde, şirket değerlendirme sürecinde kullanılan başlıca yöntemler sistematik bir şekilde ele alınacaktır. Özellikle finans dünyasında en yaygın kullanılan yöntemlerden biri olan İndirgenmiş Nakit Akımı (Discounted Cash Flow – DCF) yöntemi detaylı biçimde açıklanacak; bunun yanında çarpan analizi (multiples analysis) ve net aktif değer yöntemi gibi diğer değerlendirme yaklaşımlarına da yer verilecektir.

Rehberin ilerleyen bölümlerinde değerlendirme sürecinin temelini oluşturan finansal tabloların analizi, finansal modelleme teknikleri, sermaye maliyetinin hesaplanması, duyarlılık analizleri ve senaryo analizleri gibi konular kapsamlı biçimde incelenecektir. Ayrıca uygulamaya yönelik örnek hesaplamalar ve modelleme yaklaşımları da sunulurken okuyucuların teorik bilgiyi pratik uygulamalarla desteklemesi amaçlanmaktadır.

Bu rehber; finans profesyonelleri, yatırımcılar, girişimciler, finans öğrencileri ve işletme sahipleri için kapsamlı bir başvuru kaynağı niteliğinde hazırlanmıştır. Amaç, şirket değerlendirme sürecinin yalnızca teorik yönlerini açıklamak değil, aynı

zamanda bu sürecin pratikte nasıl uygulanabileceğini de sistematik bir şekilde ortaya koymaktır.

Şirket değerlendirme alanı sürekli gelişen ve finansal piyasaların dinamikleri ile birlikte dönüşen bir disiplin olduğu için, bu rehberde anlatılan yöntemlerin temel prensiplerinin anlaşılması büyük önem taşımaktadır. Doğru varsayımlar, sağlam finansal modelleme ve uygun değerlendirme yöntemlerinin birlikte kullanılması, güvenilir sonuçlara ulaşmanın temel şartını oluşturmaktadır.

Bu bağlamda, rehberin ilerleyen bölümlerinde şirket değerlendirme süreci adım adım ele alınacak ve modern finans uygulamalarında kullanılan yöntemler detaylı bir şekilde incelenecektir.

## 2. Şirket Değerleme Nedir?

Online şirket değerlendirme sistemi: <https://finansanalitik.com/finansal-analiz-dcf-hesaplama>

Şirket değerlendirme, bir işletmenin ekonomik değerinin belirlenmesi amacıyla yapılan finansal analiz ve hesaplama sürecidir. Bu süreçte işletmenin mevcut finansal durumu, gelecekte yaratması beklenen nakit akımları, sektörel konumu, büyüme potansiyeli ve piyasa koşulları birlikte değerlendirilir.

Başka bir ifadeyle şirket değerlendirme; bir işletmenin bugünkü koşullar altında ne kadar değerli olduğunun, finansal ve analitik yöntemler kullanılarak hesaplanmasıdır. Bu hesaplama yalnızca işletmenin sahip olduğu varlıkları değil, aynı zamanda gelecekte yaratması beklenen ekonomik değeri de kapsar.

Modern finans teorisine göre bir işletmenin değeri, yalnızca mevcut varlıklarının toplamından ibaret değildir. Asıl değer, işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akımlarından kaynaklanır. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında geçmiş finansal performans kadar geleceğe yönelik projeksiyonlar da büyük önem taşır.

Şirket değerlendirme süreci genellikle finansal tabloların analizi, sektör incelemesi, büyüme varsayımlarının oluşturulması ve uygun değerlendirme yöntemlerinin uygulanmasını içeren kapsamlı bir çalışmadır. Bu çalışmalar sonucunda işletmenin teorik veya ekonomik değeri belirlenir.

### 2.1 Şirket Değeri Kavramı

Şirket değeri kavramı, finans literatüründe farklı şekillerde ifade edilebilmektedir. En yaygın kullanılan kavramlar şunlardır:

- İşletme değeri (Enterprise Value)
- Özsermaye değeri (Equity Value)
- Piyasa değeri (Market Value)
- İçsel değer (Intrinsic Value)

Bu kavramların doğru anlaşılması, değerlendirme çalışmalarının sağlıklı şekilde yürütülmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

## 2.2 İşletme Değeri (Enterprise Value)

İşletme değeri, bir şirketin faaliyetlerinden kaynaklanan toplam ekonomik değerini ifade eder. Bu değer, şirketin hem özsermayesini hem de borçlarını kapsayan bütünsel bir değerdir.

İşletme değeri genellikle şu şekilde ifade edilir:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Equity Value} + \text{Net Debt}$$

Burada net borç, toplam finansal borçlardan nakit ve nakit benzerlerinin çıkarılması ile hesaplanır.

İşletme değeri özellikle şu analizlerde kullanılır:

- EV / EBITDA çarpanı
- EV / Sales çarpanı
- birleşme ve satın alma işlemleri

Bu nedenle yatırım bankacılığı ve kurumsal finans uygulamalarında en sık kullanılan değerlendirme kavramlarından biridir.

## 2.3 Özsermaye Değeri (Equity Value)

Özsermaye değeri, şirketin hissedarlarına ait olan değeri ifade eder. Başka bir deyişle şirketin toplam değerinden borçların çıkarılması ile elde edilen değerdir.

Genel olarak şu şekilde ifade edilir:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Net Debt}$$

Halka açık şirketlerde özsermaye değeri çoğu zaman piyasa değeri ile ifade edilir.

Örneğin bir şirketin hisse fiyatı 50 TL ve toplam hisse sayısı 10 milyon ise:

$$\text{Piyasa değeri} = 500 \text{ milyon TL}$$

Bu değer aynı zamanda şirketin özsermaye değerini temsil eder.

Online özsermaye değeri (Net Aktif Değer) hesaplama sistemi:

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz-net-aktif-deger>

## 2.4 Piyasa Değeri (Market Value)

Piyasa değeri, bir şirketin finansal piyasalarda yatırımcılar tarafından belirlenen değeridir. Halka açık şirketlerde piyasa değeri, hisse fiyatı ile toplam hisse sayısının çarpılması ile hesaplanır.

Piyasa değeri aşağıdaki faktörlerden etkilenir:

- yatırımcı beklentileri
- şirketin büyüme potansiyeli
- sektörel gelişmeler
- makroekonomik koşullar
- faiz oranları ve likidite

Piyasa değeri ile şirketin gerçek ekonomik değeri her zaman aynı olmayabilir. Finansal piyasalardaki dalgalanmalar nedeniyle şirket hisseleri zaman zaman gerçek değerinin üzerinde veya altında işlem görebilir.

## 2.5 İçsel Değer (Intrinsic Value)

İçsel değer, bir şirketin finansal performansı ve gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarına dayanarak hesaplanan teorik değeridir. Bu değer genellikle finansal modelleme ve değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanır.

İçsel değer kavramı özellikle şu yatırım yaklaşımında önemli bir rol oynar:

Değer yatırımı (Value Investing)

Bu yaklaşımda yatırımcılar, piyasa fiyatının altında işlem gördüğünü düşündükleri şirketleri belirleyerek yatırım yapmayı hedeflerler.

Eğer bir şirketin içsel değeri piyasa değerinden yüksek ise, bu durum şirket hisselerinin **değerinin altında işlem gördüğüne** işaret edebilir. Buna karşılık piyasa değeri içsel değer üzerinde ise hisselerin **aşırı değerlendirilmiş** olduğu düşünülebilir.

## 2.6 Şirket Değerleme Neden Yapılır?

Şirket değerlendirme çalışmaları birçok farklı amaçla yapılabilir. En yaygın kullanım alanları aşağıda özetlenmiştir.

**Birleşme ve Satın Alma İşlemleri**

Şirket birleşmeleri ve satın almaları sırasında alıcı ve satıcı tarafların üzerinde anlaşacağı değer aralığının belirlenmesi gerekir. Bu nedenle kapsamlı değerlendirme analizleri yapılır.

### **Yatırım Kararları**

Yatırımcılar bir şirkete yatırım yapmadan önce o şirketin gerçek değerini belirlemek isterler. Değerleme analizleri bu kararların temelini oluşturur.

### **Halka Arz Süreçleri**

Bir şirketin paylarının halka arz edilmesi öncesinde şirket değerinin belirlenmesi gerekir. Bu süreçte finansal modelleme ve değerlendirme çalışmaları önemli rol oynar.

### **Hisse Devri**

Ortaklar arasında hisse devri yapılması durumunda şirket değerinin hesaplanması gerekir.

### **Finansman ve Stratejik Planlama**

Şirketler uzun vadeli stratejik kararlarını alırken şirket değerini artırmaya yönelik analizlerden yararlanırlar.

---

## **2.7 Şirket Değerleme Sürecinin Temel Aşamaları**

---

Bir şirket değerlendirme çalışması genellikle aşağıdaki aşamalardan oluşur:

1. Finansal tabloların analizi
2. sektör ve piyasa analizi
3. büyüme varsayımlarının belirlenmesi
4. finansal projeksiyonların oluşturulması
5. uygun değerlendirme yönteminin seçilmesi
6. değerlendirme hesaplamalarının yapılması
7. duyarlılık ve senaryo analizlerinin gerçekleştirilmesi

Bu aşamalar sonucunda işletmenin teorik değeri belirlenir ve yatırım kararlarında kullanılabilecek bir referans değeri elde edilir.

## 3. Şirket Değerleme Yaklaşımları

Şirket değerlendirme çalışmalarında kullanılan yöntemler genel olarak üç temel yaklaşım altında toplanmaktadır. Bu yaklaşımlar finans literatüründe yaygın olarak kabul edilen metodolojik çerçeveyi oluşturur. Her bir yaklaşım farklı varsayımlara ve veri kaynaklarına dayanır ve farklı durumlarda daha uygun sonuçlar verebilir.

Şirket değerlendirme çalışmalarında kullanılan üç temel yaklaşım şunlardır:

- Gelir Yaklaşımı (Income Approach)
- Piyasa Yaklaşımı (Market Approach)
- Varlık Yaklaşımı (Asset Approach)

Bu yaklaşımlar birbirinden tamamen bağımsız yöntemler değildir. Aksine çoğu profesyonel değerlendirme çalışmasında bu yöntemlerin birden fazlası birlikte kullanılarak sonuçların karşılaştırılması ve doğrulanması amaçlanır.

Her yöntemin kendine özgü avantajları ve sınırlamaları bulunmaktadır. Bu nedenle doğru yöntem seçimi, değerlendirme yapılan şirketin faaliyet alanına, finansal yapısına ve değerlendirme amacına bağlı olarak değişebilir.

### 3.1 Gelir Yaklaşımı (Income Approach)

Gelir yaklaşımı, bir işletmenin değerini gelecekte yaratması beklenen ekonomik faydalara dayanarak hesaplayan yöntemleri ifade eder. Bu yaklaşımda şirketin değeri, gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenmesi ile hesaplanır.

Gelir yaklaşımının temel mantığı şu varsayıma dayanır:

Bir yatırımın değeri, o yatırımın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir.

Bu yaklaşım özellikle şirketin gelecekteki performansının tahmin edilebildiği durumlarda oldukça güçlü sonuçlar üretir. Bu nedenle yatırım bankacılığı, özel sermaye yatırımları ve kurumsal finans uygulamalarında yaygın olarak kullanılmaktadır.

Gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan en önemli değerlendirme yöntemi **İndirgenmiş Nakit Akımı (Discounted Cash Flow – DCF)** yöntemidir.

DCF yönteminde şirketin belirli bir dönem boyunca yaratması beklenen serbest nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımları uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değere indirgenir.

Gelir yaklaşımının başlıca avantajları şunlardır:

- Şirketin gelecekteki performansını dikkate alır
- teorik olarak en sağlam değerlendirme yöntemlerinden biridir
- yatırımcı perspektifine uygun sonuçlar üretir

Bununla birlikte bu yaklaşımın bazı sınırlamaları da bulunmaktadır. Özellikle uzun vadeli finansal projeksiyonların doğru şekilde tahmin edilmesi zor olabilir. Ayrıca kullanılan varsayımlardaki küçük değişiklikler değerlendirme sonuçlarını önemli ölçüde etkileyebilir.

Bu nedenle gelir yaklaşımı kullanılırken yapılan varsayımların dikkatli şekilde belirlenmesi büyük önem taşır.

---

## 3.2 Piyasa Yaklaşımı (Market Approach)

---

Piyasa yaklaşımı, değerlemesi yapılan şirketin benzer şirketlerle karşılaştırılması esasına dayanır. Bu yaklaşımda aynı sektörde faaliyet gösteren ve benzer finansal özelliklere sahip şirketlerin piyasa değerleri referans alınarak bir değerlendirme yapılır.

Piyasa yaklaşımı, finansal piyasalarda oluşan fiyatların yatırımcı beklentilerini yansıttığı varsayımına dayanır. Bu nedenle benzer şirketlerin işlem gördüğü değerler, değerlendirme yapılan şirket için bir referans noktası oluşturur.

Bu yaklaşım kapsamında kullanılan en yaygın yöntemlerden biri **çarpan analizi (multiples analysis)** yöntemidir.

Çarpan analizinde şirketin finansal performans göstergeleri belirli katsayılarla çarpılarak şirket değeri hesaplanır. En sık kullanılan çarpanlar şunlardır:

- EV / EBITDA
- EV / Sales
- Price / Earnings (P/E)
- Price / Book (P/B)

Bu yöntem özellikle halka açık şirketlerin değerlemesinde ve birleşme & satın alma işlemlerinde yaygın olarak kullanılmaktadır.

Piyasa yaklaşımının avantajları şunlardır:

- hesaplama yöntemi görece basittir
- piyasa gerçeklerini yansıtır
- yatırımcı davranışlarını dikkate alır

Ancak bu yaklaşımın da bazı sınırlamaları bulunmaktadır. En önemli zorluklardan biri gerçekten benzer şirketlerin bulunmasıdır. Şirketler faaliyet alanı, büyüme potansiyeli, kârlılık ve risk profili açısından birbirinden farklı olabilir.

Bu nedenle çarpan analizi yapılırken benzer şirketlerin dikkatli şekilde seçilmesi ve gerekli düzeltmelerin yapılması gerekir.

---

### 3.3 Varlık Yaklaşımı (Asset Approach)

---

Varlık yaklaşımı, bir şirketin değerini sahip olduğu varlıkların net değeri üzerinden hesaplayan yöntemleri ifade eder. Bu yaklaşımda şirketin varlıklarının toplam değeri hesaplanır ve bu değerden borçlar çıkarılarak şirketin net değeri belirlenir.

Varlık yaklaşımının temel mantığı şu şekildedir:

Şirket değeri = Toplam varlıklar – Toplam borçlar

Bu yaklaşım özellikle varlık yoğun sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için uygun sonuçlar verebilir. Örneğin aşağıdaki sektörlerde varlık yaklaşımı sıkça kullanılmaktadır:

- gayrimenkul şirketleri
- yatırım holdingleri
- altyapı şirketleri
- madencilik şirketleri

Varlık yaklaşımının önemli avantajlarından biri hesaplama yönteminin nispeten basit olmasıdır. Ayrıca şirketin somut varlıklarına dayandığı için bazı durumlarda güvenilir bir alt değer sınırı oluşturabilir.

Bununla birlikte varlık yaklaşımı şirketin gelecekte yaratacağı değer potansiyelini tam olarak yansıtmayabilir. Özellikle hızlı büyüyen teknoloji şirketleri veya

yüksek kârlılık potansiyeline sahip işletmeler için bu yaklaşım çoğu zaman gerçek değer altında sonuçlar verebilir.

Bu nedenle modern değerlendirme çalışmalarında varlık yaklaşımı genellikle diğer yöntemlerle birlikte kullanılarak tamamlayıcı bir analiz aracı olarak değerlendirilir.

---

### 3.4 Değerleme Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması

---

Profesyonel değerlendirme çalışmalarında tek bir yöntemle dayanmak çoğu zaman yeterli değildir. Bunun yerine farklı değerlendirme yöntemleri birlikte kullanılarak elde edilen sonuçlar karşılaştırılır.

Bu yaklaşımın temel amacı değerlendirme sonuçlarının güvenilirliğini artırmaktır.

Örneğin bir şirket değerlemesi yapılırken aşağıdaki yöntemler birlikte kullanılabilir:

- İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) yöntemi
- Çarpan analizi
- Net aktif değer yöntemi

Bu yöntemlerden elde edilen sonuçlar karşılaştırılarak şirket için makul bir değer aralığı belirlenebilir.

Profesyonel değerlendirme raporlarında genellikle tek bir değer yerine **bir değer aralığı** sunulmasının nedeni de budur. Çünkü değerlendirme çalışmaları belirli varsayımlara dayanır ve bu varsayımlardaki değişiklikler sonuçları etkileyebilir.

---

### 3.5 Doğru Değerleme Yönteminin Seçilmesi

---

Hangi değerlendirme yönteminin kullanılacağı birçok faktöre bağlıdır. Bunlar arasında şirketin faaliyet alanı, büyüme potansiyeli, finansal yapısı ve değerlendirme çalışmasının amacı yer alır.

Genel olarak aşağıdaki yaklaşım uygulanabilir:

- hızlı büyüyen şirketler → gelir yaklaşımı
- halka açık şirketler → piyasa yaklaşımı
- varlık yoğun şirketler → varlık yaklaşımı

Ancak çoğu durumda bu yöntemlerin birlikte kullanılması en sağlıklı sonucu verir.

## 4. İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre değerlendirme yapmak için online sistemimiz: <https://finansanalitik.com/finansal-analiz-dcf-hesaplama>

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi (Discounted Cash Flow – DCF), bir şirketin değerini gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenmesi esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Modern finans teorisinde en güvenilir ve teorik olarak en sağlam değerlendirme yöntemlerinden biri olarak kabul edilmektedir.

DCF yönteminin temel mantığı oldukça basittir: bir yatırımın değeri, o yatırımın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bu nedenle bir şirketin gerçek ekonomik değerini belirlemek için o şirketin gelecekte yaratması beklenen nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımları uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değere indirgenir.

Bu yaklaşım özellikle yatırım bankacılığı, özel sermaye yatırımları ve kurumsal finans uygulamalarında yaygın olarak kullanılmaktadır. Bunun temel nedeni, yöntemin şirketin gelecekteki performansını doğrudan dikkate almasıdır.

DCF yöntemi genel olarak aşağıdaki aşamalardan oluşur:

1. Finansal projeksiyonların oluşturulması
2. Serbest nakit akımlarının hesaplanması
3. İskonto oranının belirlenmesi
4. Terminal değer hesaplanması
5. Nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi
6. Şirket değerinin hesaplanması

Bu aşamalar aşağıdaki bölümlerde detaylı olarak ele alınacaktır.

### 4.1 Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow)

DCF yönteminin temelini serbest nakit akımı kavramı oluşturur. Serbest nakit akımı, bir şirketin faaliyetlerinden elde ettiği ve yatırımcılarına dağıtabileceği nakit miktarını ifade eder.

Serbest nakit akımı genellikle iki farklı şekilde hesaplanabilir:

- Firmaya serbest nakit akımı (Free Cash Flow to Firm – FCFF)

- Özsermayeye serbest nakit akımı (Free Cash Flow to Equity – FCFE)

Profesyonel değerlendirme çalışmalarında genellikle **FCFF yöntemi** tercih edilmektedir.

---

## 4.2 Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)

---

Firmaya serbest nakit akımı, şirketin hem borç hem de özsermaye yatırımcılarına dağıtabileceği nakit akımını ifade eder.

FCFF aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

- Amortisman ve İtfa Payları
  - Sermaye Harcamaları (CAPEX)
  - Net İşletme Sermayesi Artışı

Bu formülün bileşenleri aşağıda açıklanmaktadır.

EBIT

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), faiz ve vergi öncesi kârı ifade eder. Şirketin faaliyetlerinden elde ettiği operasyonel kârı gösterir.

Vergi Etkisi

EBIT üzerinden vergi etkisi düşülerek vergi sonrası faaliyet kârı hesaplanır.

$$EBIT \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

Amortisman ve İtfa Payları

Amortisman nakit çıkışı yaratmayan bir gider olduğu için serbest nakit akımı hesaplanırken tekrar eklenir.

Sermaye Harcamaları (CAPEX)

CAPEX, şirketin büyümesi veya mevcut kapasitesini koruması için yaptığı yatırım harcamalarını ifade eder. Bu harcamalar nakit çıkışı yarattığı için serbest nakit akımından düşülür.

Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesi, şirketin günlük faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan kısa vadeli finansman ihtiyacını ifade eder.

Net işletme sermayesi şu şekilde hesaplanır:

Net İşletme Sermayesi = Ticari Alacaklar + Stoklar – Ticari Borçlar

İşletme sermayesindeki artış, nakit kullanımına neden olduğu için serbest nakit akımından düşülür.

---

### 4.3 Finansal Projeksiyonların Oluşturulması

---

DCF analizinin en kritik aşamalarından biri finansal projeksiyonların oluşturulmasıdır. Bu aşamada şirketin gelecekteki finansal performansı tahmin edilir.

Projeksiyon dönemi genellikle **5 ile 10 yıl arasında** seçilir.

Projeksiyon sürecinde aşağıdaki kalemler tahmin edilir:

- gelir büyüme oranı
- brüt kâr marjı
- faaliyet giderleri
- EBITDA marjı
- yatırım harcamaları
- işletme sermayesi ihtiyacı

Projeksiyonların gerçekçi varsayımlara dayanması büyük önem taşır. Aksi takdirde değerlendirme sonuçları yanıltıcı olabilir.

---

### 4.4 İskonto Oranı (WACC)

---

Online ve güncel şekilde WACC hesaplama sistemimiz:

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz-wacc-hesaplama>

DCF yönteminde gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi için kullanılan oran **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital – WACC)** olarak adlandırılır.

WACC şu şekilde hesaplanır:

$$WACC = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - T))$$

Burada:

E = Özsermaye değeri

D = Borç değeri

V = Toplam sermaye

Re = Özsermaye maliyeti

Rd = Borç maliyeti

T = Vergi oranı

WACC, şirketin hem borç hem de özsermaye yatırımcılarının beklediği getiri oranını temsil eder.

---

## 4.5 Özsermaye Maliyeti (Cost of Equity)

---

Özsermaye maliyeti genellikle **CAPM (Capital Asset Pricing Model)** kullanılarak hesaplanır.

Formül şu şekildedir:

$$Re = Rf + \text{Beta} \times (Rm - Rf)$$

Burada:

Rf = Risksiz faiz oranı

Rm = Piyasa getirisi

Beta = Şirketin piyasa riskine duyarlılığı

---

## 4.6 Terminal Değer

---

DCF analizinde projeksiyon dönemi genellikle sınırlıdır. Ancak şirketlerin faaliyetleri teorik olarak sonsuza kadar devam edebilir. Bu nedenle projeksiyon döneminden sonraki değeri temsil eden **terminal değer** hesaplanır.

Terminal değer hesaplamak için en yaygın kullanılan yöntem **Gordon Growth Model**'dir.

Terminal değer şu şekilde hesaplanır:

$$TV = \text{FCFF} \times (1 + g) / (\text{WACC} - g)$$

Burada g uzun vadeli büyüme oranını ifade eder.

---

## 4.7 Şirket Değerinin Hesaplanması

---

Projeksiyon dönemine ait nakit akımları ve terminal değer hesaplandıktan sonra bu değerler WACC kullanılarak bugünkü değere indirgenir.

Şirket değeri şu şekilde hesaplanır:

Enterprise Value = Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri + Terminal Değerin Bugünkü Değeri

Daha sonra net borç düşülerek özsermaye değeri hesaplanır.

Equity Value = Enterprise Value – Net Debt

---

## 4.8 DCF Yönteminin Avantajları

---

DCF yönteminin başlıca avantajları şunlardır:

- şirketin gelecekteki performansını dikkate alır
  - teorik olarak en sağlam değerlendirme yöntemlerinden biridir
  - yatırımcı bakış açısına uygundur
- 

## 4.9 DCF Yönteminin Sınırlamaları

---

DCF analizinde kullanılan varsayımlar sonuçları önemli ölçüde etkileyebilir. Özellikle aşağıdaki varsayımlar kritik öneme sahiptir:

- büyüme oranı
- iskonto oranı
- terminal büyüme oranı

Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında duyarlılık analizi yapılması önerilir.

## 5. Çarpan Yöntemi ile Şirket Değerleme (Multiples Valuation)

Çarpan yöntemi ile değerlendirme, bir şirketin değerinin benzer şirketlerin piyasa değerleri referans alınarak belirlenmesini sağlayan bir yaklaşımdır. Bu yöntem, finansal piyasalarda oluşan fiyatların yatırımcı beklentilerini yansıttığı varsayımına dayanır.

Bu yaklaşımda değerlemesi yapılan şirketin finansal göstergeleri belirli çarpanlarla ilişkilendirilerek şirketin değeri tahmin edilir. Çarpanlar genellikle halka açık benzer şirketlerin piyasa değerlerinden elde edilir.

Çarpan yöntemi özellikle şu durumlarda yaygın olarak kullanılmaktadır:

- halka açık şirket analizleri
- birleşme ve satın alma işlemleri
- yatırım bankacılığı raporları
- hızlı değerlendirme analizleri

Bu yöntemin en önemli avantajlarından biri uygulanmasının görece basit olması ve piyasa verilerine dayanmasıdır.

### 5.1 Çarpan Analizinin Temel Mantığı

Çarpan analizinin temel mantığı oldukça basittir. Aynı sektörde faaliyet gösteren ve benzer özelliklere sahip şirketlerin belirli finansal göstergeler üzerinden işlem gördüğü değerler incelenir ve bu değerler referans alınarak değerlendirilmesi yapılan şirket için bir değer tahmini yapılır.

Örneğin bir sektörde faaliyet gösteren şirketlerin ortalama **EV/EBITDA çarpanı 8x** ise ve değerlendirilmesi yapılan şirketin EBITDA değeri 100 milyon TL ise teorik işletme değeri şu şekilde hesaplanabilir:

İşletme Değeri = EBITDA × EV/EBITDA Çarpanı

Bu durumda:

100 milyon TL × 8 = 800 milyon TL

Bu hesaplama sonucunda şirketin işletme değeri yaklaşık 800 milyon TL olarak tahmin edilir.

## 5.2 Çarpan Türleri

Çarpan analizinde kullanılan birçok farklı finansal oran bulunmaktadır. Ancak bazı çarpanlar finans dünyasında daha yaygın olarak kullanılmaktadır.

Çarpanlar genel olarak iki ana kategoriye ayrılabilir:

- İşletme değeri bazlı çarpanlar
- Özsermaye değeri bazlı çarpanlar

## 5.3 İşletme Değeri Bazlı Çarpanlar

İşletme değeri bazlı çarpanlar, şirketin toplam değerini ifade eden **Enterprise Value (EV)** üzerinden hesaplanır. Bu çarpanlar özellikle borç seviyeleri farklı olan şirketlerin karşılaştırılmasında daha sağlıklı sonuçlar verir.

En yaygın kullanılan işletme değeri çarpanları şunlardır.

EV / EBITDA

EV/EBITDA çarpanı, yatırım bankacılığı ve kurumsal finans alanında en yaygın kullanılan değerlendirme çarpanlarından biridir.

Formül şu şekildedir:

EV / EBITDA

Bu çarpan, şirketin faiz, vergi, amortisman ve itfa payları öncesi kârı ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi gösterir.

EV/EBITDA çarpanı özellikle şu nedenlerle tercih edilir:

- sermaye yapısından bağımsızdır
- amortisman politikalarından daha az etkilenir
- şirketlerin operasyonel performansını yansıtır

EV / Sales

EV/Sales çarpanı, şirketin satış gelirleri ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi gösterir.

Formül:

EV / Net Satışlar

Bu çarpan özellikle aşağıdaki durumlarda kullanılmaktadır:

- henüz kârlılığa ulaşmamış şirketler
- teknoloji ve büyüme şirketleri
- erken aşama girişimler

EV / EBIT

EV/EBIT çarpanı, şirketin faaliyet kârı ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi ölçer.

Formül:

EV / EBIT

Bu çarpan amortisman giderlerini dikkate aldığı için bazı durumlarda EBITDA çarpanına göre daha gerçekçi sonuçlar verebilir.

---

## 5.4 Özsermaye Bazlı Çarpanlar

---

Özsermaye bazlı çarpanlar, şirketin piyasa değeri üzerinden hesaplanan oranlardır.

Bu çarpanlar doğrudan hissedar değerini ölçer.

Price / Earnings (P/E)

Fiyat / Kazanç oranı, yatırımcıların bir şirketin kârının kaç katı üzerinden yatırım yaptığını gösterir.

Formül:

$P/E = \text{Hisse Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kâr}$

Alternatif olarak:

$P/E = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$

P/E oranı özellikle halka açık şirketlerin değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır.

Price / Book (P/B)

Piyasa değeri / defter değeri oranı, şirketin piyasa değerinin muhasebe değerine göre nasıl fiyatlandığını gösterir.

Formül:

$P/B = \text{Piyasa Değeri} / \text{Özsermaye}$

Bu çarpan özellikle aşağıdaki sektörlerde sıkça kullanılır:

- bankacılık
- finansal kurumlar
- holding şirketleri

---

## 5.5 Benzer Şirket Analizi (Comparable Companies Analysis)

---

Çarpan yönteminin en kritik aşaması benzer şirketlerin doğru şekilde belirlenmesidir.

Benzer şirketler seçilirken aşağıdaki kriterler dikkate alınmalıdır:

- faaliyet alanı
- gelir modeli
- büyüme oranı
- kârlılık düzeyi
- risk profili
- coğrafi faaliyet alanı

Bu kriterler doğrultusunda oluşturulan şirket grubu üzerinden ortalama veya medyan çarpanlar hesaplanır.

Genellikle medyan değerlerin kullanılması tercih edilir çünkü aşırı değerler ortalamayı yanıltabilir.

---

## 5.6 Çarpan Analizinde Yapılan Düzeltmeler

---

Çarpan analizi yapılırken bazı düzeltmeler yapılması gerekebilir. Bu düzeltmeler değerlendirme sonuçlarının daha sağlıklı olmasını sağlar.

Örneğin aşağıdaki düzeltmeler uygulanabilir:

- tek seferlik gelir veya giderlerin çıkarılması
- normalleştirilmiş EBITDA kullanılması
- olağan dışı büyüme oranlarının düzeltilmesi

Bu tür düzeltmeler özellikle birleşme ve satın alma işlemlerinde önemli rol oynar.

---

## 5.7 Çarpan Yönteminin Avantajları

---

Çarpan yönteminin başlıca avantajları şunlardır:

- uygulanması görece basittir
- piyasa verilerine dayanır
- hızlı değerlendirme yapılmasını sağlar
- yatırımcı davranışlarını yansıtır

---

## 5.8 Çarpan Yönteminin Sınırlamaları

---

Her değerlendirme yönteminde olduğu gibi çarpan analizinin de bazı sınırlamaları bulunmaktadır.

Örneğin:

- gerçekten benzer şirket bulmak zor olabilir
- piyasa fiyatları zaman zaman irrasyonel olabilir
- şirketlerin risk profilleri farklı olabilir

Bu nedenle çarpan yöntemi çoğu zaman DCF analizi ile birlikte kullanılarak daha sağlıklı sonuçlar elde edilir.

## 6. Net Aktif Değer (NAV) Yöntemi ile Şirket Değerleme

Online net aktif değer hesaplama sistemi: <https://finansanalitik.com/finansal-analiz-net-aktif-deger>

Net Aktif Değer yöntemi (Net Asset Value – NAV), bir şirketin sahip olduğu varlıkların toplam değerinden borçlarının çıkarılması ile elde edilen değere dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yaklaşımda şirketin değeri, sahip olduğu varlıkların net ekonomik değerine göre belirlenir.

Net aktif değer yöntemi özellikle varlık yoğun sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu sektörlerde şirketin değeri çoğu zaman sahip olduğu varlıkların piyasa değeri ile doğrudan ilişkilidir.

NAV yaklaşımının temel mantığı şu şekilde ifade edilebilir:

Şirket Değeri = Toplam Varlıkların Değeri – Toplam Borçlar

Bu hesaplama sonucunda elde edilen değer, şirketin özsermaye değerini ifade eder.

### 6.1 Net Aktif Değer Yönteminin Kullanıldığı Alanlar

Net aktif değer yöntemi özellikle aşağıdaki sektörlerde yaygın olarak kullanılmaktadır:

- gayrimenkul yatırım şirketleri
- holding şirketleri
- yatırım fonları
- altyapı şirketleri
- madencilik şirketleri

Bu tür şirketlerde işletmenin değeri büyük ölçüde sahip olduğu varlıkların piyasa değerine bağlıdır.

Örneğin bir gayrimenkul yatırım şirketinin değeri büyük ölçüde portföyünde bulunan gayrimenkullerin değerine bağlıdır. Benzer şekilde bir holding şirketinin değeri de sahip olduğu iştiraklerin değerleri üzerinden hesaplanabilir.

## 6.2 Net Aktif Değer Hesaplama Adımları

Net aktif değer yöntemi ile şirket değerlemesi yapılırken genellikle aşağıdaki adımlar izlenir:

1. Şirketin sahip olduğu tüm varlıkların belirlenmesi
2. Bu varlıkların güncel piyasa değerlerinin hesaplanması
3. Şirketin toplam borçlarının belirlenmesi
4. Varlık değerlerinden borçların çıkarılması

Bu işlem sonucunda şirketin net aktif değeri hesaplanır.

## 6.3 Varlıkların Piyasa Değerinin Belirlenmesi

NAV analizinde en önemli aşamalardan biri şirket varlıklarının gerçek piyasa değerinin belirlenmesidir. Muhasebe kayıtlarında yer alan defter değerleri çoğu zaman varlıkların gerçek ekonomik değerini yansıtmayabilir.

Bu nedenle değerlendirme çalışmasında varlıkların piyasa değerleri dikkate alınmalıdır.

Örneğin:

- gayrimenkuller → güncel piyasa değerleri
- iştirakler → iştiraklerin piyasa veya değerlendirme değeri
- finansal yatırımlar → piyasa fiyatları

Bu değerler kullanılarak şirketin toplam varlık değeri hesaplanır.

## 6.4 Holding Şirketlerinde NAV Hesabı

Holding şirketlerinin değerlemesinde NAV yöntemi oldukça yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yöntemde holdingin sahip olduğu iştiraklerin değerleri hesaplanır ve bu değerler üzerinden holdingin toplam değeri belirlenir.

Holding değerlemesinde genellikle aşağıdaki adımlar izlenir:

1. holdingin sahip olduğu iştiraklerin belirlenmesi
2. her bir iştirak için piyasa değeri veya değerlendirme değeri hesaplanması
3. iştirak değerlerinin toplamının bulunması
4. holding borçlarının düşülmesi

Bu hesaplama sonucunda holdingin net aktif değeri elde edilir.

Holding şirketlerinde ayrıca **holding iskontosu** kavramı da önemli bir rol oynar. Piyasalarda holding şirketleri çoğu zaman sahip oldukları varlıkların toplam değerinin altında işlem görebilir.

---

## 6.5 Gayrimenkul Şirketlerinde NAV

---

Gayrimenkul şirketlerinde NAV yöntemi özellikle önemli bir değerlendirme aracıdır. Bu şirketlerin değeri büyük ölçüde portföylerinde bulunan gayrimenkullerin piyasa değerine bağlıdır.

Bu nedenle değerlendirme çalışmasında aşağıdaki unsurlar dikkate alınır:

- gayrimenkullerin güncel piyasa değeri
- kira gelirleri
- gayrimenkul değer artışı potansiyeli
- finansman yapısı

Bu bilgiler kullanılarak şirketin net aktif değeri hesaplanabilir.

---

## 6.6 NAV Yönteminin Avantajları

---

Net aktif değer yönteminin bazı önemli avantajları bulunmaktadır.

Bu avantajlar şu şekilde özetlenebilir:

- hesaplama yöntemi görece basittir
- somut varlıklara dayanır
- varlık yoğun şirketlerde güvenilir sonuçlar verir

Ayrıca NAV yöntemi şirketin değerine ilişkin bir **alt sınır** göstergesi olarak da değerlendirilebilir.

---

## 6.7 NAV Yönteminin Sınırlamaları

---

NAV yaklaşımının bazı sınırlamaları da bulunmaktadır. Özellikle şirketin gelecekte yaratacağı değer potansiyelini tam olarak yansıtmayabilir.

Örneğin hızlı büyüyen teknoloji şirketlerinde şirketin asıl değeri maddi varlıklardan değil, gelecekteki büyüme potansiyelinden kaynaklanabilir.

Bu nedenle NAV yöntemi çoğu zaman diğer değerlendirme yöntemleri ile birlikte kullanılır.

---

## 6.8 NAV ve Diğer Değerleme Yöntemlerinin Birlikte Kullanılması

---

Profesyonel değerlendirme çalışmalarında genellikle birden fazla değerlendirme yöntemi birlikte kullanılmaktadır.

Örneğin bir şirket için şu analizler yapılabilir:

- DCF analizi
- çarpan analizi
- net aktif değer analizi

Bu yöntemlerden elde edilen sonuçlar karşılaştırılarak şirket için makul bir değer aralığı belirlenebilir.

## 7. Finansal Modelleme ve Değerleme Modeli Kurulumu

Şirket değerlendirme çalışmalarının en önemli aşamalarından biri finansal modelleme sürecidir. Finansal modelleme, bir şirketin gelecekteki finansal performansını tahmin etmek amacıyla oluşturulan matematiksel ve finansal bir modeldir.

Bu model genellikle elektronik tablo programları kullanılarak hazırlanır ve şirketin gelir tablosu, bilanço ve nakit akış tablosu arasındaki ilişkileri dikkate alarak geleceğe yönelik projeksiyonlar oluşturur.

Finansal modelleme sayesinde şirketin gelecekteki satışları, kârlılığı, yatırım ihtiyaçları ve nakit akımları tahmin edilebilir. Bu projeksiyonlar ise DCF gibi değerlendirme yöntemlerinin uygulanabilmesi için gerekli temel verileri sağlar.

Profesyonel finansal modelleme çalışmaları genellikle **“3 Statement Model”** olarak adlandırılan bir yapı üzerine kurulmaktadır.

### 7.1 Üçlü Finansal Model (3 Statement Model)

3 Statement Model, şirketin üç temel finansal tablosunun birbiri ile bağlantılı şekilde modellenmesini ifade eder.

Bu tablolar şunlardır:

- Gelir Tablosu
- Bilanço
- Nakit Akış Tablosu

Bu üç tablonun birbirleri ile tutarlı olması gerekir. Örneğin gelir tablosunda hesaplanan net kâr, bilançodaki özsermaye kalemlerini etkilerken aynı zamanda nakit akış tablosuna da yansır.

Bu nedenle finansal model kurulurken tüm tabloların birbiri ile bağlantılı şekilde oluşturulması gerekir.

---

## 7.2 Gelir Projeksiyonu

---

Finansal modellemenin ilk aşaması genellikle gelir projeksiyonunun oluşturulmasıdır. Şirketin gelecekteki satışlarının tahmin edilmesi modelin temelini oluşturur.

Gelir projeksiyonu yapılırken aşağıdaki faktörler dikkate alınabilir:

- sektör büyüme oranları
- pazar payı
- ürün fiyatları
- satış hacmi
- makroekonomik koşullar

Gelir projeksiyonu genellikle aşağıdaki yöntemlerden biri kullanılarak yapılır:

- büyüme oranı yöntemi
- fiyat × miktar yöntemi
- pazar büyüklüğü yöntemi

Gelir projeksiyonlarının gerçekçi varsayımlara dayanması değerlendirme sonuçlarının güvenilirliği açısından son derece önemlidir.

---

## 7.3 Maliyet Modeli

---

Gelir projeksiyonu oluşturulduktan sonra şirketin maliyet yapısının modellenmesi gerekir.

Maliyetler genellikle aşağıdaki kategorilere ayrılabilir:

- satışların maliyeti (COGS)
- faaliyet giderleri (OPEX)
- amortisman giderleri

Bu gider kalemleri kullanılarak şirketin operasyonel kârlılığı hesaplanır.

Özellikle **EBITDA marjı** ve **faaliyet kâr marjı** gibi oranlar finansal modelleme sürecinde önemli rol oynar.

---

## 7.4 EBITDA ve Faaliyet Kârı

---

Finansal modelde genellikle şu hesaplama yapılır:

EBITDA = Satışlar – Faaliyet Giderleri

EBIT = EBITDA – Amortisman

Bu göstergeler şirketin operasyonel performansını ölçmek açısından önemli finansal metriklerdir.

---

## 7.5 İşletme Sermayesi Modeli

---

Online net işletme sermayesi hesaplama sistemi:

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz-net-isletme-sermayesi-hesaplama>

Finansal modelleme sürecinde işletme sermayesinin doğru şekilde modellenmesi önemlidir. İşletme sermayesi şirketin günlük faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan finansmanı ifade eder.

Net işletme sermayesi genellikle şu şekilde hesaplanır:

Net İşletme Sermayesi = Ticari Alacaklar + Stoklar – Ticari Borçlar

Finansal modelde işletme sermayesi kalemleri çoğu zaman aşağıdaki oranlar kullanılarak tahmin edilir:

- alacak devir süresi (DSO)
- stok devir süresi (DIO)
- borç ödeme süresi (DPO)

Bu oranlar kullanılarak işletme sermayesindeki değişim hesaplanır ve nakit akışına etkisi belirlenir.

---

## 7.6 Sermaye Harcamaları (CAPEX)

---

Şirketlerin büyümesi ve faaliyetlerini sürdürebilmesi için yatırım yapması gerekir. Bu yatırımlar genellikle sermaye harcamaları (Capital Expenditures – CAPEX) olarak adlandırılır.

CAPEX aşağıdaki amaçlarla yapılabilir:

- üretim kapasitesini artırmak
- yeni tesis yatırımları
- teknolojik yatırımlar
- bakım yatırımları

Finansal modelde CAPEX genellikle satışların belirli bir yüzdesi olarak tahmin edilir.

---

## 7.7 Borç Planı

---

Şirketlerin finansal yapısını doğru şekilde modellemek için borç planı oluşturulması gerekir. Borç planı, şirketin mevcut borçlarını ve gelecekteki borçlanma ihtiyacını gösterir.

Borç planı oluşturulurken aşağıdaki unsurlar dikkate alınır:

- mevcut kredi bakiyeleri
- faiz oranları
- geri ödeme planı
- yeni finansman ihtiyacı

Borç planı aynı zamanda şirketin faiz giderlerini de belirler.

---

## 7.8 Nakit Akış Tablosu

---

Finansal modelin son aşamasında nakit akış tablosu oluşturulur. Nakit akış tablosu şirketin belirli bir dönemde yarattığı nakit giriş ve çıkışlarını gösterir.

Nakit akış tablosu üç ana bölümden oluşur:

- faaliyetlerden nakit akışı
- yatırım faaliyetlerinden nakit akışı
- finansman faaliyetlerinden nakit akışı

DCF analizinde kullanılan serbest nakit akımları genellikle bu tablo üzerinden hesaplanır.

---

## 7.9 Finansal Modelleme İçin Temel Prensipler

---

Profesyonel finansal modelleme çalışmalarında bazı temel prensiplerin uygulanması gerekir.

Bunlar arasında en önemli olanlar şunlardır:

- varsayımların açık şekilde belirtilmesi
- formüllerin şeffaf olması
- modelin kolay anlaşılabilir olması

- hata kontrollerinin yapılması

Bu prensipler finansal modelin güvenilirliğini artırır.

## 8. Sermaye Maliyeti (WACC), Beta ve Risk Analizi

Online WACC hesaplama sistemi: <https://finansanalitik.com/finansal-analiz-wacc-hesaplama>

Şirket değerlendirme çalışmalarında gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi için kullanılan iskonto oranı genellikle **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital – WACC)** olarak adlandırılır.

WACC, bir şirketin faaliyetlerini finanse etmek için kullandığı kaynakların ortalama maliyetini ifade eder. Başka bir ifadeyle bu oran, şirketin yatırımcılarının ve kredi verenlerinin beklediği minimum getiri oranını temsil eder.

Bir yatırımın değeri hesaplanırken kullanılan iskonto oranı ne kadar yüksek olursa, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri o kadar düşük olur. Bu nedenle WACC oranı şirket değerlendirme çalışmalarında son derece kritik bir rol oynar.

### 8.1 WACC Nedir?

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC), bir şirketin finansman kaynaklarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eder.

Şirketler faaliyetlerini genellikle iki temel finansman kaynağı ile finanse eder:

- özsermaye
- borç

WACC hesaplaması bu iki kaynağın maliyetlerinin sermaye yapısındaki ağırlıkları dikkate alınarak yapılır.

WACC aşağıdaki formül ile hesaplanır:

$$WACC = (E / V \times Re) + (D / V \times Rd \times (1 - T))$$

Burada:

E = Özsermaye değeri

D = Borç değeri

$V = \text{Toplam sermaye (E + D)}$

$Re = \text{Özsermaye maliyeti}$

$Rd = \text{Borç maliyeti}$

$T = \text{Kurumlar vergisi oranı}$

Bu formül sayesinde şirketin toplam sermaye maliyeti hesaplanır.

---

## 8.2 Özsermaye Maliyeti (Cost of Equity)

---

Özsermaye maliyeti, şirket hissedarlarının yatırımlarından beklediği getiri oranını ifade eder. Başka bir ifadeyle bu oran, yatırımcıların şirkete yatırım yaparken üstlendikleri risk karşılığında talep ettikleri minimum getiriye gösterir.

Özsermaye maliyeti genellikle **CAPM (Capital Asset Pricing Model)** kullanılarak hesaplanır.

CAPM modeli şu şekilde ifade edilir:

$$Re = Rf + \text{Beta} \times (Rm - Rf)$$

Burada:

$Rf = \text{Risksiz faiz oranı}$

$Rm = \text{Piyasa getirisi}$

$\text{Beta} = \text{Şirketin piyasa riskine duyarlılığı}$

Bu model yatırımcıların beklediği getirinin sistematik risk ile ilişkili olduğunu varsayar.

---

## 8.3 Risksiz Faiz Oranı

---

Risksiz faiz oranı, yatırımcının herhangi bir risk almadan elde edebileceği getiri oranını ifade eder. Finansal analizlerde genellikle devlet tahvillerinin getirileri risksiz faiz oranı olarak kabul edilir.

Uzun vadeli değerlendirme çalışmalarında genellikle **10 yıllık devlet tahvili getirileri** kullanılmaktadır.

Risksiz faiz oranı aşağıdaki faktörlerden etkilenebilir:

- enflasyon beklentileri
- merkez bankası politikaları
- ekonomik büyüme

- küresel finansal koşullar

---

## 8.4 Piyasa Risk Primi

---

Piyasa risk primi, yatırımcıların hisse senedi piyasasında yatırım yaparken risksiz faiz oranının üzerinde talep ettiği ek getiriye ifade eder.

Bu oran genellikle aşağıdaki şekilde hesaplanır:

Piyasa Risk Primi = Piyasa Getirisi – Risksiz Faiz Oranı

Piyasa risk primi yatırımcıların risk algısına bağlı olarak değişebilir ve ülkelere göre farklılık gösterebilir.

---

## 8.5 Beta Katsayısı

---

Beta katsayısı, bir şirketin hisse senedinin piyasa hareketlerine ne kadar duyarlı olduğunu gösteren bir ölçüdür.

Beta değeri aşağıdaki şekilde yorumlanabilir:

Beta = 1 → şirket piyasa ile aynı volatiliteye sahiptir

Beta > 1 → şirket piyasa ortalamasından daha risklidir

Beta < 1 → şirket piyasa ortalamasından daha düşük risklidir

Beta katsayısı genellikle benzer şirketlerin piyasa verilerinden hesaplanır.

---

## 8.6 Borç Maliyeti (Cost of Debt)

---

Borç maliyeti, şirketin kullandığı krediler için ödediği faiz oranını ifade eder. Bu maliyet genellikle şirketin kredi faiz oranlarına veya tahvil getirilerine bakılarak belirlenir.

Borç maliyeti hesaplanırken vergi etkisi de dikkate alınır. Çünkü faiz giderleri vergi matrahından düşülebilir.

Bu nedenle vergi sonrası borç maliyeti şu şekilde hesaplanır:

Vergi Sonrası Borç Maliyeti =  $R_d \times (1 - \text{Vergi Oranı})$

Bu hesaplama WACC formülünde kullanılır.

---

## 8.7 Sermaye Yapısı

---

WACC hesaplamasında kullanılan ağırlıklar şirketin sermaye yapısını ifade eder.

Sermaye yapısı genellikle şu şekilde hesaplanır:

Toplam Sermaye = Özsermaye + Borç

Özsermaye ve borcun toplam sermaye içindeki oranları WACC hesaplamasında kullanılır.

---

## 8.8 WACC Hesaplama Örneği

---

Bir şirket için aşağıdaki varsayımlar yapılmış olsun:

Özsermaye değeri: 700 milyon TL

Borç değeri: 300 milyon TL

Özsermaye maliyeti: %16

Borç maliyeti: %10

Vergi oranı: %25

Toplam sermaye:

$V = 700 + 300 = 1.000$  milyon TL

WACC hesaplaması şu şekilde yapılır:

$WACC = (0,7 \times 0,16) + (0,3 \times 0,10 \times (1 - 0,25))$

Sonuç:

$WACC \approx \%13,25$

Bu oran DCF analizinde iskonto oranı olarak kullanılabilir.

---

## 8.9 Sermaye Maliyeti Analizinin Önemi

---

Sermaye maliyeti şirket değerlendirme çalışmalarında son derece kritik bir değişkendir. İskonto oranında yapılacak küçük değişiklikler bile değerlendirme sonuçlarını önemli ölçüde etkileyebilir.

Bu nedenle profesyonel değerlendirme çalışmalarında farklı WACC senaryoları kullanılarak duyarlılık analizleri yapılması önerilir.

## 9. Duyarlılık Analizi ve Senaryo Analizi

Şirket değerlendirme modelleri, büyüme oranları, sermaye maliyeti, kârlılık marjları ve yatırım harcamaları gibi birçok varsayıma dayanır. Bu varsayımların gelecekte kesin olarak gerçekleşeceğini söylemek mümkün değildir. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında belirsizlikleri analiz edebilmek için duyarlılık ve senaryo analizleri kullanılır.

Duyarlılık analizi ve senaryo analizi, değerlendirme modelinin farklı varsayımlar altında nasıl sonuçlar ürettiğini inceleyen analitik araçlardır. Bu analizler yatırımcılara ve karar vericilere riskleri daha iyi anlamaları için önemli bilgiler sağlar.

### 9.1 Duyarlılık Analizi (Sensitivity Analysis)

Duyarlılık analizi, değerlendirme modelinde kullanılan belirli değişkenlerin değiştirilmesi durumunda şirket değerinin nasıl değiştiğini analiz eden bir yöntemdir.

Bu analiz genellikle şu değişkenler üzerinde yapılır:

- iskonto oranı (WACC)
- terminal büyüme oranı
- gelir büyüme oranı
- EBITDA marjı

DCF değerlendirme çalışmalarında en yaygın kullanılan duyarlılık analizi **WACC ve terminal büyüme oranı** üzerinden yapılmaktadır.

Örneğin bir DCF modelinde WACC oranının %11 ile %15 arasında değişmesi durumunda şirket değerinin nasıl değiştiği analiz edilebilir.

Bu analiz genellikle tablo formatında sunulur.

Örnek bir duyarlılık analizi tablosu aşağıdaki gibi olabilir:

Terminal Büyüme	WACC %11	WACC %12	WACC %13	WACC %14
%2	1.250 mn	1.100 mn	980 mn	870 mn
%3	1.380 mn	1.220 mn	1.090 mn	960 mn
%4	1.520 mn	1.340 mn	1.200 mn	1.060 mn

Bu tablo, modelin belirli varsayımlar altında nasıl sonuçlar verdiğini açık şekilde gösterir.

---

## 9.2 Duyarlılık Analizinin Önemi

---

Duyarlılık analizi değerlendirme çalışmalarında aşağıdaki nedenlerle önemli bir rol oynar:

- model varsayımlarının etkisini gösterir
- risklerin daha iyi anlaşılmasını sağlar
- yatırım kararlarının daha bilinçli verilmesine yardımcı olur
- değerlendirme sonuçlarının güvenilirliğini artırır

Bu analiz sayesinde yatırımcılar şirket değerinin belirli değişkenlere ne kadar duyarlı olduğunu görebilir.

---

## 9.3 Senaryo Analizi (Scenario Analysis)

---

Senaryo analizi, farklı ekonomik veya operasyonel koşullar altında şirket değerinin nasıl değişeceğini inceleyen bir analiz yöntemidir.

Bu analizde genellikle üç farklı senaryo oluşturulur:

- temel senaryo (base case)
- iyimser senaryo (upside case)
- kötümser senaryo (downside case)

Her senaryoda farklı varsayımlar kullanılır ve bu varsayımlara göre şirket değeri hesaplanır.

---

## 9.4 Temel Senaryo

---

Temel senaryo, şirketin gelecekteki performansı için en olası varsayımların kullanıldığı senaryodur. Değerleme çalışmasının ana sonucu genellikle bu senaryoya dayanır.

Bu senaryoda kullanılan varsayımlar genellikle şirketin geçmiş performansı ve sektör ortalamaları dikkate alınarak belirlenir.

---

## 9.5 İyimser Senaryo

---

İyimser senaryoda şirketin beklenenden daha güçlü bir performans göstermesi varsayılır.

Bu senaryoda aşağıdaki varsayımlar kullanılabilir:

- daha yüksek satış büyümesi
- daha yüksek kâr marjları
- daha düşük sermaye maliyeti

Bu varsayımlar şirket değerinin daha yüksek hesaplanmasına neden olabilir.

---

## 9.6 Kötümser Senaryo

---

Kötümser senaryoda ise şirketin beklenenden daha düşük bir performans göstermesi varsayılır.

Bu senaryoda aşağıdaki varsayımlar kullanılabilir:

- düşük satış büyümesi
- düşük kâr marjları
- daha yüksek sermaye maliyeti

Bu durum şirket değerinin daha düşük hesaplanmasına neden olur.

---

## 9.7 Değerleme Aralığının Belirlenmesi

---

Senaryo analizi sonucunda genellikle tek bir değer yerine bir değer aralığı elde edilir. Bu değer aralığı şirketin olası değerini daha gerçekçi şekilde yansıtır.

Örneğin bir değerlendirme çalışması şu sonuçları verebilir:

Kötümser senaryo: 850 milyon TL

Temel senaryo: 1.050 milyon TL

İyimser senaryo: 1.250 milyon TL

Bu durumda şirketin değerinin yaklaşık olarak **850 milyon TL ile 1,25 milyar TL arasında** olduğu ifade edilebilir.

## 9.8 Monte Carlo Simülasyonu

Karlılık optimizasyonu ve Monte Carlo Simülasyonu online hesaplama aracı:

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz-karlilik-optimizasyon>

Daha ileri seviyedeki değerlendirme çalışmalarında Monte Carlo simülasyonu da kullanılabilir. Bu yöntem, modelde kullanılan değişkenler için olasılık dağılımları tanımlayarak binlerce farklı senaryo oluşturur.

Bu simülasyon sonucunda şirket değeri için bir olasılık dağılımı elde edilir.

Monte Carlo simülasyonu özellikle aşağıdaki alanlarda kullanılmaktadır:

- risk analizi
- yatırım projeleri
- finansal modelleme

Bu yöntem değerlendirme sonuçlarının istatistiksel olarak analiz edilmesini sağlar.

## 9.9 Profesyonel Değerleme Raporlarında Analiz Sunumu

Profesyonel değerlendirme raporlarında duyarlılık ve senaryo analizleri genellikle grafikler ve tablolar ile sunulur. Bu sayede yatırımcılar model sonuçlarını daha kolay yorumlayabilir.

Bu analizler aynı zamanda değerlendirme sonuçlarının güvenilirliğini artırır ve raporun profesyonel kalitesini yükseltir.


## 10. Sonuç

### Özet:

- değerlendirme tek bir yöntem değildir
- birden fazla metot kullanılmalıdır
- varsayımlar kritik öneme sahiptir

 Online DCF Hesaplama

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz-dcf-hesaplama>

 Finansal Analiz Araçları

<https://finansanalitik.com/finansal-analiz>

 Şirket Değerleme Hizmeti

<https://finansanalitik.com/iletisim>