



# Temel Yatırım Analizi: Bir Şablon Önerisi\*

Yrd. Doç. Dr. Mehmet Hasan EKEN  
Kadir Has Üniversitesi, SBE

## Özet:

Bu çalışmada hisse senetlerinin analizine ilişkin bir "temel analiz" şablonu önerilmektedir. Önerilen şablon sektör analizi ile başlamakta ve firma profillerinin çıkarılmasıyla devam etmektedir. Daha sonra, firmaların finansal analizlerinin (satış ve kar analizi, karlılık oranları analizi, uzun dönem finansal analiz ve kısa dönem analiz) sektör ve piyasa verileri ile mukayeseli olarak yapılması önerilmektedir. Firmaların yatırımcı oranları ve risk faktörleri analizi yapıldıktan sonra son olarak analiz edilen hisse senetlerine ilişkin bir fiyat tahmininde bulunularak şablon tamamlanmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:** Temel analiz, hisse senedi analizi.

## Abstract (Fundamental Investment Analysis: A Layout Suggestion)

In this article a "fundamental analysis" layout is suggested with regard to equity analysis. The suggested layout starts with an industry analysis followed by company profiles. Then, the financial analysis of firms (turnover and profitability analysis, profitability ratios analysis, long term financial analysis and short term financial analysis) is made by using industry and market figures as benchmarks. After analysing investors' ratios and risk factors the suggested layout ends with estimation of prices for companies.

**Key Words:** Fundamental analysis, equity analysis.

## 1. Giriş

Bilindiği gibi yatırım analizi; alternatif yatırım araçlarını analiz etme ve onlara yapılacak yatırımların sonuçlarını tahmin etme süreci olarak ifade edilmektedir. Öte yandan, yatırım analizini de içine alan ve yatırım araçlarının yanı sıra ekonominin, sermaye piyasasının ve farklı endüstrilerin analizini de içeren analiz sürecine de temel analiz<sup>1</sup> olarak ifade edilmektedir. Şüphesiz, ülkenin mal ve hizmet üretimini, enflasyon düzeyini, karlılık düzeyini, para ve maliye politikalarını ve üretkenliğini göz önüne

olarak yapılan kısa ve uzun vadeli projeksiyonlar (ekonomik analiz); sermaye piyasası analizi, sektör analizi ve şirket analizi temel analiz sürecine çok önemli katkılarda bulunmaktadır.

Sermaye piyasası analizi yatırımcıların esas olarak hangi yatırım aracına yönelmesi gerektiğine dair analizleri içerir. Bu süreçte, sabit getirili (tahvil, bono) ile değişken getirili (hisse senetleri) yatırım araçlarının risk, değer ve getirilerinin mukayesesi en önemli ölçüt olmaktadır. Burada hisse senetlerinin risk ve getirileri bütün piyasa olarak global bir şekilde tahmin edilmekte; öte yandan tahvillerin risk ve getirileri ise faiz oranlarının vade yapısı (the term structure of interest rates) eğrisi ile faiz oranlarının risk yapısı (the risk structure of interest rates) eğrisi kullanılarak tahmin edilmektedir. Bu analiz

\* Tavsiye edilen şablon University of Exeter (İngiltere)'de temel analiz uygulamalarında kullanılan format esas alınarak 1992 yılından beri sermaye piyasalarında edindiğim deneyim doğrultusunda tarafımdan münhasıran geliştirilmiştir.

<sup>1</sup> Bakınız Cottle, Murray, and Block, (1988) part 1 ve Fischer and Jordan, (1991), s.62.

sonucunda, eğer hisse senetlerine yatırım yapma benimsenirse, o zaman hangi sektöre yatırım yapılmasını belirlemek üzere sektör analizi olarak ifade edilen bir analiz yapılacaktır. Bunu takiben, analizin son aşamasını oluşturan firma analizi ve ardından rasyo analizleri yapılacaktır.

Ekonomi-sermaye piyasası-sektör-firma olarak ifade edilen temel analiz sürecinin ekonomik analiz ve sermaye piyasası analizi kısımları bu çalışmada önerilen şablonun hedefinin dışında tutulmuştur. Yani burada hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen bir yatırımcının hangi sektöre ve/veya hangi hisse senedine yatırım yapması gerektiği konusu araştırılacaktır. Bu nedenle takip eden bölümlerde, EK:1 olarak sunulan tavsiye edilen temel yatırım analizi formatına uygun olarak, öncelikle sektör profili ve daha sonra da bu sektördeki firmaların mukayeseli analizlerinin farklı perspektiflerden bakılarak nasıl yapılması gerektiği konuları üzerinde durulacaktır.

## 2. Sektör Profilini Hazırlama<sup>2</sup>

Değişik şekillerde sektör sınıflandırması yapılsa da, bir sektör, aynı üretim teknolojisine sahip olan ve birbiri yerine ikame edilen mal ve/veya hizmet üreten ve kar amacı güden üreticiler grubudur<sup>3</sup>. Bu tanıma, uygun olarak örneğin otomotiv sektörü, kimyasal gübre sektörü, ilaç sektörü vs. gibi sektörlerden bahsedilecektir. Biz bu çalışmada yukarıdaki sınıflandırmayı benimseyeceğiz. Alternatif olarak sektör-ler ürün bazında (buzdolabı sektörü, televizyon sektörü vs.), ya da döngüsel bazda (büyüyen şirketler sektörü, defansif şirketler sektörü vs.) sınıflara ayrılabilirler. Bir temel analist sektör profilini ortaya koyarken iki şeyi amaçlamaktadır; (1) sektörün politik, ekonomik, sosyal ve teknolojik gelişmelerden ne şekilde etkilendiğini incelemek, bir başka deyişle PEST analizi yapmak, (2) sektörün karakteristik özelliklerini belirlemek. Bu doğrultuda bir analistin EK:1'deki şablona uygun olarak sektör profilini ortaya koyarken, aşağıda

tanımlanan adımları izlemesi önerilmektedir.

### 2.1. Birinci Adım

Sektör profilini hazırlamaya başlarken bir analistin tespit edeceği ilk özellik o sektörde faaliyet gösteren ve biri birine rakip olan firmaların sayısını (isim ve pazar payları ile beraber) ve sektörde lider olarak adlandırılacak bir firmanın olup olmadığıdır. Burada lider şirket, sektörde büyük bir paya sahip olan, ve dolayısıyla sektörde fiyat, kalite vb. konularda belirleyici rol oynayabilen bir firma olarak algılanmalıdır. Bu şekilde sektördeki firmalar ve bu firmalar arasındaki muhtemel rekabet hakkında bilgi sahibi olunması amaçlanmaktadır.

### 2.2. İkinci Adım

Daha sonra analist o sektörün yakın ilişki içerisinde olduğu dış pazarlarda yer alan (ör; Avrupa Birliği Pazarı) şirketler hakkında bilgilere yer vermelidir. Böylece, yerel sektörle dış pazarlar arasındaki etkileşim, rekabet vs. hakkında bilgi sahibi olunması amaçlanmaktadır.

### 2.3. Üçüncü Adım

Ülkedeki politik gelişmeler ile o sektör arasında söz konusu olabilecek ilişkilerin irdelenmesi gerekecektir. Teşvikler, sübvansiyonlar vs. bu ilişkilere örnek olarak gösterilebilecektir. Bu vesileyle, hükümetlerin bu sektöre sağladığı ekonomik desteğin incelenmesi amaçlanmaktadır.

### 2.4. Dördüncü Adım

Ekonomik gelişmelerin sektörü nasıl etkileyebileceği bu adımda incelenmelidir. Örneğin önümüzdeki beş yılda GSMH da toplam olarak %10'luk bir artış bekleniyorsa, bundan sektörün ne yönde ve hangi miktarda etkilenebileceği araştırılmalıdır. Örnek olarak, GSMH da beklenen bu artış otomobil satışlarını gıda sektörüne nazaran daha fazla etkileyebilecektir.

### 2.5. Beşinci Adım

Toplumdaki sosyo-kültürel değişim ile sektör arasındaki etkileşimin incelenmesi gerekecektir. Örneğin, sigara içme alışkanlığının azaldığı bir toplumda sigara sektörünün olumsuz yönde etkileneceği beklenebilecektir. Öte yandan dışarıda yemek yeme alışkanlığı bir toplumda artarsa bundan süpermarketler olumsuz, restaurantlar

<sup>2</sup> Bu bölüm Cottle, Murray and Block, (1988) ve Fischer and Jordan, (1991)'den faydalanılarak münhasıran geliştirilmiştir.

<sup>3</sup> Bakınız Fischer and Jordan, (1991), s.159.

ise olumlu yönde etkilenebilecektir. Bu şekilde sosyo-kültürel değişimin sektörü ne şekilde etkileyeceği hakkında analistin fikir yürütmesi gerekmektedir.

### 2.5. Altıncı Adım

Teknolojik gelişmelerin sektördeki firmaları ne yönde etkileyeceği, ya da sektörün teknolojik gelişmelere karşı hassasiyeti incelenmelidir. Eğer sektör teknoloji yoğun bir üretim sektörü ise (bilgisayar sektörü gibi) küçük bir chip'in daha ucuza üretilmesini sağlayan bir teknoloji elde eden bir firma sektördeki diğer firmaların sektörden çekilmelerine dahi neden olabilecektir. Analist sektörün teknolojik gelişmelere olan hassasiyetini inceleyerek sektördeki firmaların durumlarını değerlendirmelidir.

### 2.7. Yedinci Adım

Giriş Engelleri (Entry Barriers); sektöre girişin serbest olup olmadığı; ölçek ekonomileri, marka kimliği, faaliyet konusunu değiştirme maliyeti, gerekli sermaye, dağıtım kanallarına ulaşma olanakları vb. hususlar gözönüne alınarak incelenmelidir. Böylece sektöre yeni firma girişi tehlikesi ve dolayısıyla rekabetin artma tehlikesi olup olmadığı analist tarafından incelenmelidir.

### 2.8. Sekizinci Adım

Sektör ürünlerine olan talebin yapısı; alıcıların sayısı, birim talep miktarı, alıcıların geriye doğru büyüme olanakları, ikame malları, talebin fiyat esnekliği vb. gibi hususlar göz önüne alınarak incelenmelidir. Analist bu adımda sektörün satış potansiyelinin gelişimi hakkında bir değerlendirmede bulunacaktır.

### 2.9. Dokuzuncu Adım

Hammadde piyasası; satıcıların sayısı, birim arz miktarına, satıcıların ileriye dönük büyüme olanaklarına, ikame edilebilirliğine vb. hususlara bağlı olarak analiz edilmelidir. Böylece analist sektörün hammadde piyasasından etkilenmesi hakkında değerlendirmede bulunacaktır.

### 2.10. Onuncu Adım

Sektörün; büyüyen, döngüsel, defansif ya da döngüsel-büyüyen bir sektör mü olduğu incelenmeli ve büyüme ya da dönünün hangi aşamasında olduğu araştırılmalıdır. Böylece analist sektör ile eko-

nomik gelişmeler hakkında bu açıdan da bir değerlendirmede bulunmuş olacaktır.

### 2.11. Onbirinci Adım

Sektörün ne tür işgücüne (kalifiye, vasıfsız vs.) en fazla ihtiyaç duyduğu ve ihtiyaç duyduğu işgücünün temin edileme olanakları incelenmelidir.

### 3. Firma Profiline<sup>4</sup> Çıkarma

Ek:1'deki analiz formatına uygun olarak hazırlanacak bir firma profilinde ilk olarak;

- Firmanın ana faaliyeti
- Sektördeki pozisyonu
- Rakipleri

ile ilgili bilgiler incelenmelidir. Bu inceleme süreci boyunca analistin **SWOT** (Strength, Weaknesses, Opportunity and Threats) analizinden faydalanması tavsiye edilmektedir.

Analist ilk olarak firmanın güçlü ve zayıf özelliklerini (strength and weaknesses) belirlemeli ve onları incelemelidir. Örneğin; firmanın (1) ölçek ekonomilerinden faydalanabilecek büyüklükte olup olmadığı, (2) kendisine avantaj sağlayacak kadar düşük bir maliyet (enerji, hammadde vs.) ile çalışıp çalışmadığı, (3) dağıtım kanallarına ulaşmış olup olmadığı, (4) ürünlerinin piyasada fiyat ve/veya kalite bakımından diğer ürünlere bir üstünlük sağlayıp sağlamadığına ve (5) iyi bir yönetim ekibine sahip olup olmadığını incelemeli ve değerlendirmelidir.

Analist ikinci olarak şirketin yatırım, üretim satış ile ilgili sahip olduğu ya da gelecekte sahip olabileceği fırsatlar olup olmadığını incelemelidir. Ayrıca, firmanın ileriye ya da geriye doğru büyüme olanağına sahip olup olmadığı araştırılmalıdır.

Son olarak firmanın karşılaşılabileceği tehditler (sektöre yeni firma girişi, rakiplerin maliyet avantajı sağlaması, firmanın üretim teknolojisinin demode olması vs.) incelenmeli ve değerlendirilmelidir.

SWOT analizi tamamlandıktan sonra analist, firmanın büyük ortaklarından ve onların sermaye paylarından bahsetmeli ve firmanın bir potansiyel ele geçirilme (takeover) durumuyla karşı karşıya olup

<sup>4</sup> Bu bölüm Cottle, Murray and Block, (1988) ve Fischer and Jordan (1991)'den faydalanılarak münhasıran geliştirilmiştir.

olmadığını incelemelidir. Eğer böyle bir durum varsa firma hisse senetlerinin cari fiyatı yükseliş eğilimine girebilecektir<sup>5</sup>.

Daha sonra, analist firmanın devam ettiği ve planladığı yatırımlardan ve onların nasıl finanse edildiğinden veya edileceğinden bahsetmeli, ve şirketin sahip olduğu iştiraklerden söz etmelidir. Ardından, firmanın satışları ve karı bölüm-analizine (divisional analysis) ve cografî analize (geographical analysis) tabi tutulmalıdır. Bölüm analizinde bir firmanın üretilen sattığı ürünlerin; A, B ve C ürünlerinin satış ve kar içerisindeki paylarının belirlenmesi amaçlanmaktadır. Coğrafi analizde ise satışlar ve karın yurtiçi-yurtdışı ve/veya A, B ve C bölgelerindeki şirket faaliyetlerinin satış ve kar içerisindeki payının tespit edilmesi hedeflenmektedir. Bunun sonucunda, firmanın satışlarının ve karının hangi ürüne ve hangi bölgedeki faaliyetlere büyük oranda bağlı olduğu belirlenecektir. Örneğin; eğer yurtdışı satışlar toplam satışların önemli bir kısmını oluşturuyorsa, o zaman firmanın döviz kuru riskine olan hassasiyeti incelenmelidir. Öte yandan, firmanın bir ürünün üretimini durdurup, yeni bir ürünü üretmeye başlayabilme kabiliyeti de burada değerlendirilmelidir.

#### 4. Finansal Rasyo Analizi<sup>6</sup>

Ek:1'deki formata bağlı olarak bu başlık altında firmaların finansal rasyo analizleri dört bölüm halinde sektör ve piyasa verileri ile mukayeseli olarak analize tabi tutulmaktadır.

##### 4.1. Satış ve Kar Analizi

Bu bölümde firmaların ve sektörün satış artış hızları son beş yılın verileri kullanılarak hesaplanmakta ve beş yılın ortalaması ayrı bir sütun olarak analize ilave edilmektedir. Bunu takiben, aynı hesaplama, firmalar ve sektörün "faiz ve vergi öncesi karlarının" (FVÖK) artış hızları için de yapılmalıdır.

<sup>5</sup> Bir takeover durumunda hisse senedi fiyatları genellikle yukarı yönde artış eğilimine girmektedir. İMKB'de Kipa'nın Tesco tarafından alınması, Şekerbank'ın Rabobank tarafından alınması Türkiye'de bu hususa örnek olarak verilebilecektir.

<sup>6</sup> Finansal rasyoların hesaplanması ve yorumlanması konusunda Holmes and Sugden, (1990) ve Reid and Myddelton (1989)'dan yararlanmıştır.

Bu bölümdeki rasyolar yorumlanırken beş yıl boyunca firmalar ve sektörün satış artış hızları ile FVÖK ün artış hızları mukayese edilmelidir. Bilindiği gibi, FVÖK teki değişimin satışlardaki değişime oranı faaliyet kaldırıcının derecesini vermektedir. Yıllar itibarıyla bu kaldırıcın izlediği seyir, yorumlanırken, faaliyete alınan veya faaliyetine son verilen üretim tesislerin ve/veya farikaların etkisinden de bahsedilmelidir. Daha sonra, firmaların faaliyetlerine bağlı olarak gelecekte satış ve FVÖK artış hızlarının ne olacağı hakkında bir yorumda bulunulmalıdır.

##### 4.2. Karlılık Oranları Analizi

Bu bölümde şirketlerin ve sektörün karlılığı iki kısma ayrılarak incelenmektedir. Burada karlılık ROCE (return on capital employed) olarak ifade edilmekte, ve

$$\text{ROCE} = \text{Kar Marjı} \times \text{Aktivite Oranı}$$

Kar Marjı = Faiz ve vergi Öncesi Kar / Satışlar

$$\text{Aktivite Oranı} = \frac{\text{Satışlar}}{\text{Net Kullanılan Sermaye}}$$

$$\text{Net Kullanılan Sermaye} = \text{Özsermaye} + \text{Borçlar} - \text{Yatırımlar}$$

şeklinde hesaplanmaktadır. Bu hesaplama yine beş yıl için yapılmalı ve beş yılın ortalaması ayrı bir sütun olarak analize ilave edilmelidir.

Bu rasyoları yorumlarken, analist ilk olarak ROCE oranlarını ele alarak yıllar bazında izlediği seyri incelemelidir. Daha sonra sırasıyla kar marjı ve aktivite oranı için aynı inceleme ayrıca yapılmalıdır. Bunu takiben, ROCE deki değişimin daha çok kar marjındaki dalgalanmalardan mı yoksa, aktivite oranındaki oynamalardan mı kaynaklandığı analist tarafından ele alınmalıdır.

Son olarak, analist kar marjının ve aktivite oranının dalgalanmasına neden olan faktörlerin neler olduğunu ya da neler olabileceğini irdelemeli ve bu faktörlerin etkisinin ne zamana kadar süreceği konusunda bir yorumda bulunmalıdır.

##### 4.3. Uzun Dönem Finansal Oranlar Analizi

Bu bölümdeki rasyoların üç kısımda incelenmesi tavsiye edilmektedir.

#### 4.3.1. Faiz Kazanma Katsayısı ve Öncelik Yüzdeleri

Bu kısımda kullanılan iki tür rasyo bulunmaktadır. Bunların ilki Faiz Kazanma Katsayısı (interest cover) dir. Yine son beş yıl için hesaplanacak ve firmaların ve sektörün yıl içerisinde tahakkuk eden faizin kaç katı kadar kazanç elde ettiğini gösteren bu orana bakarak, firmaların faiz ödeme güçleri ve bunun beş yıl boyunca izlediği seyir üzerinde yorumda bulunulmalıdır.

İkinci olarak bu kısımda Öncelik Yüzdeleri (priority percentages) diye adlandırılan bir tablonun son iki yıl için hazırlanması tavsiye edilmektedir. Aşağıda örneği görülen bu tabloda karın yüzde kaçının sırasıyla faiz ödemesine, vergi ödemesine, temettü ödemelerine harcanacağı ve yüzde kaçının sermayeye eklendiği incelenmektedir. Buna göre, karının az bir kısmını faize veren bir firma büyük bir kısmını veren bir firmaya tercih edilecektir. Öte yandan temettü gelirini arzulayan bir yatırımcının temettü/kar oranı yüksek olan firmayı tercih edeceği beklenecektir.

	1994	1995
Faiz	X	X
Vergi	XX	XX
Temettü	XXX	XXX
Sermayeye Eklenen	XXXX	XXXX

#### 4.3.2. Borçlanma Oranları

Bu kısımda firmaların ve sektörün borçlanma oranları son beş yıl için hesaplanmaktadır.

Sermaye Kaldırıcı=Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Özsermaye+Uzun Vadeli Yabancı Kaynak

Yukarıdaki oranın kullanılması tavsiye edilmektedir. Bunun dışında, toplam borçlanma oranının da; Toplam Borçlar/Toplam Aktifler, Bölüm 4.4'teki kısa dönem finansal analiz oranlarıyla bağlantılı olarak incelenmesi tavsiye edilmektedir. Bu şekilde analist firmanın uzun dönem borçluluk yapısını değerlendirerek firma uzun dönem yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini incelemiş olacaktır.

#### 4.3.3. Yatırımların Finansmanı

Bu kısımda firmaların yatırım projelerini finanse etmek için ne kadar ek sermayeye ihtiyaç duydukları incelenmektedir. Firmaların bu yatırımları finanse edebilecek güçte olup olmadıkları ve finansman ihtiyacını karşılamak için hangi kaynağa (borç, yeni hisse satışı, dağıtılmayan kar) başvuracağı incelenmelidir. Son olarak bu bölümde üç kısım altında incelenen oranlar toplu olarak yorumlanmalıdır. Çünkü, bir kısımdaki oranlardaki değişim diğer kısımlardaki oranlardaki değişimlerden etkilenmiş olabilmektedir. Örneğin borcu azalan bir firmanın faiz kazanma katsayısı yükselebilecektir.

#### 4.4. Kısa Dönem Finansal Analiz

Firmaların kısa dönem yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetlerini ölçmeyi amaçlayan bu bölümde, beş yıl için hesaplanması tavsiye edilen dört oran bulunmaktadır. Bunlar; cari oran, asit test oranı, stok devir hızı (gün olarak) ve alacak devir hızı (gün olarak) oranlarıdır. Cari oran ve asit test oranını yorumlanırken aşağıdaki noktalara dikkat edilmelidir.

- 1- Sektörün karakteristik özellikleri,
- 2- Cari varlıkların kalitesi,
- 3- Kısa vadeli borçların ödenme tarihleri,
- 4- Çalışma sermayesinin volatilitesi,
- 5- Stokların miktarı ve yapısı.

Stok devir hızı ile alacak devir hızı yorumlanırken yine sektör ortalamalarıyla mukayesede bulunulmalıdır. Normal bir üretici firma için her iki oranın gün olarak 55-75 gün<sup>7</sup> arasında olması makul karşılanmaktadır. Daha düşük ve daha yüksek oranlar sektörün yapısına bağlı olarak makul karşılanabilecektir.

#### 5. Yatırımcı Oranları Analizi<sup>8</sup>

Bu bölümde firmaların Fiyat/Kazanç (F/K) oranları ile temettü verimlerinin (dividend yield) sektör ve piyasaya rölatif olarak cari ve son beş yıl için hesaplanması tavsiye edilmektedir. Rölatif F/K oranı (sektöre ya da piyasaya) 1'den büyük

<sup>7</sup> Bakınız Holmes and Sugden (1990), s. 180.

<sup>8</sup> Bu oranlar için bakınız Brealey and Myers (1988) chapter 4.

olursa bu iki şeye işaret edecektir; (1) ya firma sektöründe lider durumundadır. (2) ya da firmanın hisse senetleri aşırı değerlendirilmiştir. Eğer rölatif F/K oranı birden küçük olursa, bu takdirde firmanın hisselerinin ucuz kaldığını düşünebilecektir. Her iki durumda da bulunan değerlerin sektör ya da piyasanın F/K sına doğru hareket edip etmedikleri beş yıllık trend bazında incelenmelidir. Benzeri bir yorum rölatif temettü verimi katsayıları içinde yapılabilecektir. Şöyle ki, sektör ve piyasadan daha fazla temettü veren bir firmanın bunu gelecekte devam ettirip ettiremeyeceği incelenmelidir. Genellikle, yüksek temettü ödeyen firmaların gelecek yıllarda aynı oranda temettü ödememe riskleri yüksek olmaktadır.

#### 6. Risk Analizi<sup>9</sup>

Bu başlık altında firmaların, sektörün ve bütün piyasanın beta ( $\beta$ ) katsayılarının, sistematik olmayan risklerinin ve korelasyon katsayılarının karesi ( $R^2$ ) hesaplanması tavsiye edilmektedir.

Bilindiği gibi, beta katsayısı firmanın getirisinin piyasa hareketlerinden ne ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Yüksek bir beta yüksek bir sistematik riskin varlığını ve piyasanın yükselmesine paralel yüksek bir getiri elde etme şansını ifade etmektedir, öte yandan, sistematik olmayan risk hisse senedinin toplam riskinin piyasadan bağımsız olan kısmını ifade etmektedir.  $R^2$  ise bir hisse senedinin getirisindeki dalgalanmanın % kaçınının bir başkasının (çoğunlukla piyasanın) getirisindeki dalgalanma ile açıklandığını ifade etmektedir. Risk yorumundan sonra, söz konusu hisse senedinin hangi tip yatırımcıya (riski seven, riski sevmeyen vs.) uygun olduğu analist tarafından belirtilmelidir.

#### 7. Tahmini Fiyat Hesabı<sup>10</sup>

Bu bölümde tavsiye edilen, analizi yapılan firmanın tahmini Hisse Başına Kazanç (HBK) rakamı ile tahmini F/K'sı kullanılarak tahmini fiyatının hesaplanmasıdır. İsteğe bağlı olarak, analist tarafından temettü iskonto metodu, nakit

akışı metodu ve CAPM metodu gibi diğer fiyatlama metotları da kullanılabilir. Ya da arzu eden analist dört metodu da kullanarak bulunan fiyatların ortalamasını tahmini fiyat olarak belirleyebilecektir.

#### 8. Sonuç

Ek:1 olarak sunulan yatırım analizi şablonunun son bölümü sonuç kısmından oluşmaktadır. Bu bölümde, analist ilk olarak firmanın yönetim kurulu başkanı ve/veya genel müdürünün firması hakkındaki en son yorumlarından ve gelecekle ilgili hedeflerinden bahsetmelidir. Daha sonra, gelecekte sektörün ne yönde gelişeceği konusuna bir iki cümleyle değinilmelidir. Bu raporu okuyan yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak, raporda geçen ve analist tarafından önemli bulunan bütün hususlar burada toparlanmalıdır. Daha sonra analist sonuç olarak, bu sektörün yatırım için uygun olup olmadığını nedenleriyle beraber açıklayarak, eğer sektör yatırım için uygun bulduysa, analize tabi tutulan sektör firmalarından hangilerine öncelikli olarak yatırım yapılmasını tavsiye ettiğini belirtmelidir. Son olarak hangi hisse senedinin hangi tip yatırımcıya uygun olduğunu nedenleriyle beraber açıklayan analist raporunu tamamlamış olacaktır.

#### Kaynaklar

Brealey, R.A. and Myers, S.C., 1988, "Principals of Corporate Finance", Third Edition, McGraw Hill Int. Inc. USA.

Fischer, D.E. and Jordan, R.J., 1991, "Security Analysis and Portfolio Management", Fifth Edition, Prentice-Hall International Inc. USA.

Cottle, S., Murray, R.F. and Block, F.E., 1988, "Graham and Dodd's Security Analysis", Fifth Edition. McGraw Hill, USA.

Haugen, R.A., 1990, "Modern Investment Theory", 2.nd Edition, Prentice-Hall Int. Inc. USA.

Holmes, G. and Sugden, A. 1990, "Interpreting Company Reports and Accounts", Fourth Edition, Woodhead-Faulkner Limited, Cambridge, England.

Lorie, J.H., Dodd, P. and Kimpton, M.H., 1985, "The Stock Market: Theories and Evidence", Second Edition, Richard D. Irwin, Inc. USA,

Sharpe, W.F. and Alexander, G.J., 1990, "Investments", Prentice-Hall Int. Inc. USA.

Reid, W. and Myddelton, D.R., 1989, "The Meaning Company Accounts", Fourth Edition, Gower Publishing Company, Vermont, USA.

<sup>9</sup> Bakınız Haugen, 1990, chapter 3-10, Sharpe and Alexaner, 1990, chapter 6-9.

<sup>10</sup> Bakınız Brealey and Myers (1988) ve Fischer and Jordan (1991)

## EK: TAVSIYE EDİLEN ŞABLON

Sirket Adı, Hisselerin Nominal Değeri, Ör.1.000 TL  
**Sektör** :  
**Bilanço Dönemi** :

Şirket Adı	Hisse Sayısı	Pazar Değeri	Piyasa Fiyatları		Temettü Verimi	F/K
			Cari Yüksek	Düşük		
Birinci Şirket						
İkinci Şirket						
Sektör Endeksi						
Ulusal 100 Endeksi						

### Tavsiyeler

Şirket Adı: Güçlü Yönleri, Zayıf Yönleri, Sonuç Olarak: Al, Sat ya da Elde Tut

### SEKTÖR PROFİLİ

Bölüm 2'ye göre hazırlanacak.

### FİRMA PROFİLLERİ

Bölüm 3.'e göre hazırlanacak.

### BÖLÜM ANALİZİ (FİRMA PROFİLİNİN İÇİNDE YER ALACAK)

	Bir Önceki Yıl			Bilanço Dönemi		
	Satış (%)	Kar (%)	Marj (%)	Satış (%)	Kar (%)	Marj (%)
Ürün 1						
Ürün 2						
Ürün N						

Yorum: Bölüm 3.'e göre yapılacaktır.

### COĞRAFİ ANALİZ (FİRMA PROFİLİNİN İÇİNDE YER ALACAK)

	Bir Önceki Yıl			Bilanço Dönemi		
	Satış (%)	Kar (%)	Marj (%)	Satış (%)	Kar (%)	Marj (%)
Ürün 1						
Ürün 2						
Ürün N						

Yorum: Bölüm 3.'e göre yapılacaktır.

## SATIŞ VE KAR ANALİZİ

Satışlardaki Değişim (%) 5 sene + ortalama  
Sektör ve analize konu şirketler Mukayeseli olarak.

Yorum; Bölüm 4.1.'e göre yapılacaktır.

---

## KARLILIK ORANLARI ANALİZİ

**ROCE** 5 sene + ortalama.  
**Kar Marjı(%)** Sektör ve analize konu şirketler Mukayeseli olarak  
**Aktivite Oranı(%)**

Yorum; Bölüm 4.2.'ye göre yapılacaktır.

---

## UZUN DÖNEM FİNANSAL ANALİZİ

**Faiz Kazanma Katsayısı** 5 sene + ortalama  
Sektör ve analize konu şirketler Mukayeseli olarak.

**Önelik Yüzdeleri (Kümülatif olarak)**

	<u>Bir Önceki Sene</u>	<u>Bilanço Dönemi</u>
<b>Faiz</b>		
<b>Vergi</b>		
<b>Temettü</b>		
<b>Sermayeye Eklenen Kar</b>		

Her şirket için ayrı ayrı olarak hazırlanacak ve Bölüm 4.3.1.'e göre yorumlanacaktır.

---

**Kaldıraç Oranı** 5 sene + ortalama  
Sektör ve analize konu şirketler Mukayeseli olarak.

Sermaye Kaldırıcı =  $\frac{\text{Uzun Vadeli Borçlar}}{\text{Özsermaye} + \text{Uzun Vadeli Borçlar}}$

Bölüm 4.3.2.'ye göre yorumlanacaktır.

---

## Yatırımların Finansmanı

<u>Sene</u>	<u>Planlanan Yatırım Tutarı</u>	<u>Yatırım Finansman Türü</u>
-------------	---------------------------------	-------------------------------

Her şirket için ayrı ayrı hazırlanacak ve Bölüm 4.3.3.'e göre yorumlanacaktır.

---



## KISA DÖNEM FİNANSAL ANALİZ

**Cari Oran** 5 sene + ortalama  
**Asit Test Oranı** Sektör ve analize konu şirketler Mukayeseli olarak.  
**Stok Devir Hızı (gün olarak)**  
**Alacak Devir Hızı (gün olarak)**

Yorum; Bölüm 4.4.'e göre yapılacaktır.

---

## YATIRIMCI ORANLARI ANALİZİ

**Rölatif F/K**  
Şirket/Sektör Analizin yapıldığı gündeki oran + son 5 sene.  
Şirket/Ulusal 100  
Analize konu şirketler için mukayeseli olarak hazırlanacaktır.

## Rölatif Temettü Verimi

Şirket/Sektör  
Şirket/ Ulusal 100

Yorum; Bölüm 5.'e göre yapılacaktır.

---

## RİSK ANALİZİ

	Beta	Specific Risk	R <sup>2</sup>
Şirketler			
Sektör			
Bütün Piyasa			

Yorum; Bölüm 6.'ya göre yapılacaktır.

---

## TAHMİNİ FİYAT HESABI

Şirket Adı Tahmini HBK \* Tahmini F/K = Tahmini Fiyat

Yorum; Bölüm 7.'ye göre yapılacaktır.

---

## SONUÇ

Bölüm; 8.'e göre yazılacaktır.