21225

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASINDA HİSSE SENEDİ DEĞERLEMEDE TEMEL ANALİZ YAKLAŞIMI VE ŞİRKET DEĞERLEMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

21775

İşl. Müh. Berk ÇAĞDAŞ

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 3 Şubat 1992

Tezin Savunulduğu Tarih : 19 Şubat 1992

Tez Danışmanı : Prof.Dr. Ayhan TORAMAN

Diğer Jüri Üyeleri : Doç.Dr. Niyazi BERK

: Doç.Dr. Mehmet BOLAK

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

ŞUBAT 1992

ÖNSÖZ

Türk Sermaye Piyasasında son yıllarda yaşanan gelişmeler ve yeni kurumların işlerlik kazanması, ülkemizde finans kesiminin bu yeni oluşumlarla daha da entegre bir özellik kazanmasına yol açmış ve bu alandaki teknik ve pratik çalışmalara hız verilmiştir.

Özellikle hisse senedi piyasası 1986 yılından bu yana adeta patlamalarla büyümüş ve kamu oyunda en önemli ilgi odaklarından biri haline gelmiştir. Bu sebeple hisse senetleri bir finansal enstruman olarak, hem bu hisse senetlerini çıkaran kuruluşlar hem de bu hisse senetlerine yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımcılar için özel bir önem kazanmıştır. Bu sebeple hisse senedi değerlemesi son yıllarda bu kesimler tarafından üzerinde en çok durulan konuların başında gelmektedir.

Bu çalışmada da temel yaklaşım üzerinde durularak, sistemli bir hisse senedi değerlemesi prosedürü işlenmiştir. Bu amaçla değerlemede temel bakış açısı anlatılmış ve genelde dünya finans literatüründeki teknik yaklaşımlar, Türkiye'ye uyarlanmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmamda, başından sonuna dek büyük yardımlarını gördüğüm değerli hocalarım Prof.Dr. Ayhan Toraman ve Yrd. Doç.Dr. Cemil Albayrak'a teşekkürü borç bilirim.

Ocak 1992

Berk ÇAĞDAŞ

İÇİNDEKİLER

ÖZET 1

SUMMARY 2

1. GİRİŞ 7

2. FİNANSAL VARLIK DEĞERLEMEDE FARKLI YAKLAŞIMLAR 8

2.1. Temel Yaklaşım 8
2.2. Teknik Analiz 9
2.3. Etkin Pazar Kuramı 9

3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ 12

3.1. Tek Dönem Dividant Değerleme Modeli 12
3.2. Birden Çok Dönem İçin Dividant Değerleme Modeli .. 13
3.3. Dividantlardaki Büyümenin Modele Dahil Edilmesi .. 14

3.3.1. Dividantların Sabit Bir Oranda Büyümesi Durumunda Değerleme 14
3.3.2. Değişken Büyüme Oranlarının Dikkate Alınması.. 16

3.4. Fiyat Kazanç Oranı 17
3.5. Net Aktif Değer 18
3.6. Yeniden Kurulma Değeri 19
3.7. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi 19
3.8. Fiyat/Nakit Akımı Oranı 21
3.9. Temettü Verimi 22
3.10. Piyasa/Defter Değeri Oranı 23
3.11. Piyasa/Yeniden Kurulma Değeri Oranı 23
3.12. Gerçek Değerin Yorumlanması 23

4. TEMEL ANALİZ 25

4.1. Ekonomi Analizi 26

4.1.1. Ekonomi Analizinde Kullanılan Göstergeler 27

4.1.1.1. Milli Gelir 27
4.1.1.2. Yatırımlar 27
4.1.1.3. İstihdam 27
4.1.1.4. Enflasyon ve Faiz Hadleri 27
4.1.1.5. Bütçe Açığı 28
4.1.1.6. Dış Ticaret 28
4.1.1.7. Parasal Göstergeler 29

4.1.2. Uzun Dönemde Etkili Olabilecek Faktörler..... 29

4.2. Endüstri Analizi 30

4.2.1. Endüstri Hayat Eğrisi 30

4.2.1.1. Başlangıç Dönemi 31
4.2.1.2. Büyüme Dönemi 31
4.2.1.3. İstikrar Dönemi 31
4.2.1.4. Gerileme Dönemi 31

4.2.2. Endüstri Analizinde Dikkate Alınacak Faktörler. 32
4.2.2.1. Endüstrilerin Geçmişte Gösterdiği Büyüme.. 32
4.2.2.2. Endüstride Arz ve Talep Durumu..... 32
4.2.2.3. Mamullerin Özelliği 33
4.2.2.4. Talep Esnekliği 33
4.2.2.5. Endüstride Üretim Kapasitesi 34
4.2.2.6. Devlet Müdahalesi 34
4.2.2.7. Uluslararası İlişkiler 34
4.2.2.8. Sosyal Yaşamdaki Değişmeler 35

4.3. Firma Analizi 36

4.3.1. Giriş 36
4.3.2. Firma Analizinde Dikkate Alınacak Nitel Faktörler

4.3.2.1. Mamullerin Özelliği 36
4.3.2.2. Firma Yönetiminin İncelenmesi 37

4.3.3. Firma Analizinde Dikkate Alınacak Nicel Faktörler

4.3.3.1. Finansal Tablolar 38
4.3.3.2. Finansal Tablolardaki Bilgilerin Kalitesi. 39

4.3.4. Finansal Tablo Analizi 41

4.3.4.1. Oran Analizi 41
4.3.4.2. Fon Kaynak/Kullanım Tablosu 45

4.4. Kar Tahmini ve Hisse Senedi Değerinin Hesaplanması 46

4.4.1. Değerleme ve Finansal Analizle İlgili Kavramlar.46
4.4.2. Geçmişteki Büyüme Oranının Hesaplanması.....47
4.4.3. Gelecek Dönemlerdeki Karın Tahmini.....47

5. UYGULAMAYA GİRİŞ 48

Tat Konserve Sanayii A.Ş. Şirket Değerlendirmesi.....49

5.1. Kuruluş.....50
5.2. Ortaklık Yapısı.....51
5.3. Şirketin Faaliyetleri ve Sektör İçindeki Konumu....53

5.3.1. Üretim Faaliyetleri.....54
5.3.2. Sektör İçi Talep.....58
5.3.3. İhracata Yönelik Faaliyetler.....60
5.3.4. Malzeme İhtiyaç Planlaması 63

5.4. Organizasyon Yönetim ve Personel.....66

5.4.1. Organizasyon 66
5.4.2. Yönetim Kadrosu 67
5.4.3. Personel 67

5.5. Üretim 68

5.5.1. Ürünler ve Üstünlükleri.....68
5.5.2. Ürünler Bazında Kapasite 69
5.5.3. Üretim Akışı 71

5.5.3.1. Üretim Programı 71
5.5.3.2. Teknolojik Düzey 71
5.5.3.3. Proses Akışı 72
5.5.3.4. Kalite Kontrol 74
5.5.3.5. Tesis ve Arazi Büyüklükleri 74

5.6. Pazarlama Teşkilatı 75

5.6.1. Satış Teşkilatı Organizasyon.....75
5.6.2. Dağıtım 79
5.6.3. Düzey Pazarlama Müşteri Yapısı 79
5.6.4. Fiyatlama 81
5.6.5. Ödeme Prosedürü.....82
5.6.6. Satış ve Promosyon 83
5.6.7. İhracat 90

5.7. Muhasebe Sistemi ve Raporlama 94

5.7.1. Maliyet Muhasebesi ve Mali Tabloların Oluşturulması 94
5.7.2. Raporlama 96
5.7.3. Koç Holding ve Satış Organizasyonu İle İlgili Raporlama.....96

5.8. Mali Durum Değerlendirmesi.....97

5.8.1. Satışlar ve Karlılık.....97
5.8.2. Likidite Oranları 99
5.8.3. Borç Özvarlık Kullanımı 100

5.9. Şirket Değerlemesi 105

5.9.1. Net Aktif Değer 105
5.9.2. Yeniden Kurulma Değeri 109
5.9.3. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi 110
5.9.4. Fiyat/Kazanç Oranı 116
5.9.5. Fiyat/Nakit Akımı Oranı 118
5.9.6. Temettü Verimi 120
5.9.7. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı 122
5.9.8. Piyasa Değeri/Yeniden Kurulma Değeri 124
5.9.9. Değerlendirme Sonuçlarının Özeti.....125

İskonto Edilmiş Nakit Akımları Tabloları 126

DİPNOT LİSTESİ.....140

KAYNAKÇA.....143

ÖZGEÇMİŞ.....144

ÖZET

Türk sermaye piyasası son yıllarda çok hızlı bir gelişme göstermiştir. Canlı bir şekilde büyüyen bu piyasa içinde hisse senedi piyasası çok geniş bir yer kaplamaktadır. Bu piyasa içinde yer finansal araç olan hisse senedi, bir menkul değer yatırım aracı olarak ele alındığında, hisse senedi yatırımlarında iki temel sorun karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, hangi hisse senedine yatırım yapılacağı, ikincisi ise yatırım zamanının seçilmesi ile ilgilidir. Hangi hisse senedine yatırım yapılacağı hisse senetlerinin özellikleri, taşıdığı risk ve bu riske karşılık sağlayacağı karlılık çerçevesinde yapılacak bir analiz ile kararlaştırılabilir. Bu çalışmanın büyük bir bölümü bu konuya ayrılmıştır. İkinci sorun, yatırım zamanının seçilmesi, menkul değeri (hisse senedini) satın alma durumunda en düşük fiyattan satın almanın yapılması, satış durumunda ise en yüksek fiyattan satılması koşulunun gerçekleşmesidir.

Yatırım zamanının seçilmesi, hisse senedinin gerçek değerinin saptanması ile mümkün olabilecektir. O halde hisse senedi yatırımlarında optimal satış ve alış zamanının belirlenmesi için gerçek değeri belirlenmelidir ve bu da oldukça kapsamlı bir analizle ortaya çıkarılabilir. Bu analiz süreci Temel Analiz olarak adlandırılmaktadır.

Temel analiz, niteliği itibariyle hisse senedi yatırımlarında yatırım analizi sürecine en makro düzeyden, genel ekonomi analizinden başlaması daha sonra firmanın ya da hisse senedi yatırımının yapılacağı firmaların bulunduğu endüstri kollarının analizini gerçekleştirmesi, en son aşamada da hisse senedi yatırımının yapılacağı firmanın analiz edilmesi süreçlerini sistemli bir şekilde yerine getirmesi sebebiyle oldukça tutarlıdır.

Bu analizle saptanan gerçek değer, bir denge değeridir. Bu değer, hisse senedinin cari piyasa fiyatı ile karşılaştırılır ve hisse senedinin düşük ve aşırı değerlenmiş olup olmadığı test edilir. Düşük değerlenmiş ise hisse senedinin satın alınması, yüksek değerlenmiş ise satılması gerekir.

Gerçek hisse senedi değerinin hesaplanmasına yönelik çok çeşitli yöntemler mevcuttur. Kullanılan yöntem ne olursa olsun temel analiz hisse senedi ve onu ihraç etmiş ya da edecek kuruluşla ilgili bilgilere bağlıdır. Bu bilgiler, kamuya açıklanan bilgilerden ve kamuya açıklanmamış şirket içi bilgilerden oluşur. Bilgiler piyasaya geldikçe, tahminler revize edilir ve cari piyasa fiyatı ile karşılaştırmalar yapılır. Bütün bu değerlendirmeler firma hisse senetlerine yönelik çeşitli niteliklerdeki grafik ve teknik analizlerle de bütünleştirilmelidir.

SUMMARY

The most comprehensive and prominant structural change in our country has been seen in the financial markets. Several kinds of precautions have been taken in order to develop and to have the capital markets reached a definite scale in which an outstanding economic development can be provided while the local banking system has progressively growing in the way of being integrated with the world wide banking system.

It can spesifically be said that the arrangements made in last five years in the capital markets in Turkey have provided the sector to obtain a more dynamic structure.

It is an undiscussable reality that we had a lagged system in the capital markets until the recent times when compared with both industrialized and even some developing countries. No doubth that the biggest deficiency in this point is the insufficiency in amount of the relevant publications which help practioners to gain informative backlogs.

In my opinion, the biggest gap or the most important requirement in the finance ares as it is an obvious problem for all branches of science in Turkey, is the undeniable lack of the ability to create something, to innovate a technique that can possible be benefited by the science of finance.

As has been generally seen that almost everyone who is interested in a science branch is quite used to benefit the methods applied for years. Unfortunately this is also valid for the major of professional finance companies and even banks.

Admittedly, the stock market has shown an outstanding and swiftly growing phase in our country. The stock market which has become the major focus of interest for both individual and corporate investors has also become a well organized financing origin for companies permanently demanding funds.

However, the base point of this market namely "the stock evaluation" and the issue stocks for companies have recently become extremely important subjects in this frame.

Meanwhile, it has to be strictly expressed that stock evaluation in a micro basis is rather erroneous because of the point of view which only handles the evaluation in the firm level. In such kind of a phase, ignoring of the existence of some macro economic and sectoral variables that exceed the potential of the firm and can directly change its input/output structure, absolutely causes finding of deceptive results.

Because target company is in a definite sector or industry. This industry or infra-sector is exposed to be influenced from the all macro changes due to its strategic frame. Normally this approach takes us general economy level.

In that case, changes in the general economic factors influence the industries and then sectoral changes directly influence firms. In this structural phase the stocks of companies show prominant fluctuations or volatilities in the market and so directly have impacts in the mechanism of decision making for profitable investments.

Since the rational purpose for investors is to make "good investments", the two global targets are, making the investments timely and with their real or most effective values.

It is needed to know the real value of the stock in order to decide appropriateness of investment time. If this real value is known or estimated, it is possible to consider the timeliness of investment.

The detailed evaluation of all kinds of information regarding the stock and firm, constitutes the essential purpose in order to estimate expected return and risk of a stock. This aim brings about the calculation of real value of the stock.

The real value is depended on the qualitative and quantitative factor like assets, power of return, growing potential and managing team of firm.

This study which is generally oriented to "fundamental approach" consists of 4 theoretical and 1 application parts. It has a technical base constituted by the analysis of general economy, industrial and firm dimensions.

In the first part of our study, our fundamental approach is summarized and identified to the reader.

In the second part, different approaches in evaluating various kinds of financial assets are widely scrutinized. In this phase fundamental approach and its sub-branches are explained. The basic factors all of which have an impact in appraising, are identified.

Then the technical approach and its important techniques are scrutinized. Thirdly the efficient market theory is considered in detail. The major similarities and prominant differences are analysed so that the reader can obtain a comparative framework on the base of study.

Especially in the fundamental approach, the condition of state economy and expectations regarding the developments in the economic conditions and moreover obvious impacts of all of these factors on the probability of firms are examined in the first stage as much detailed as possible.

In the second stage the strategic situation of a definite industry or sector in which the target firm or firms are included and the position of target companies in this industrial branch are handled.

The third phase is basicly oriented to examining of qualitative and quantitative informations about the company. Other analysing techniques are scrutinized in the same manner.
In the third part of our study, the main subject is the "stock evaluation". After analysing of dividend appraising models with one or more periods, major appraising models which are oriented to stock evaluation, are comprehensively explained.

These models are Price/Earnings Ratio, Net Asset Value, Re-establishment Value, Analysis of Discounted Cash Flow, Price/Cash Flow Ratio, Dividend Yield, Price/Book Value Ratio, Price/Re-Establishment Value Ratio.

After satisfactory analysing of these techniques, the finding "real stock value" is compared with the market price of the stock and made a comment whether the share value is "over-valued" or "under-valued".

Part four widely examines the fundamental analysis with its retical dimension. At first, analysing of global economy and indicators taken into consideration in this analysis are discussed, then influencing potential of these parameters to the industry and companies, is measured by being concentrated on their theoretical lines.

In subsequent parts of this section the second point is industry analysis. The main spesification of industry analysis is the qualitative from industrial life cycle. It is quite important to know where the industry is in its own life cycle. Because the clear response of this question has a strong effect in decision making for financial investments.

The basic parameters which have to be taken into consideration in industrial analysis and their impact potential on the industry are explained in detail.

The last and the most detailed part of the fundamental analysis is the company analysis. In this phase the target firm is appraised according to several complex general economic and industrial factors.

Which sector or industry branch does the firm take part in? How strictly is the firm influenced by developments in this industrial branch and macro economic factors? What is the market position of the firm? Is it exposed to competition? Is its production technology adequate for today's standarts? What kind of managing approach has it? Is the phase of decision making swift enough? What is the structure of its financial position?

These are some most important and strategic questions that can be shown as the examples of the methods of analysing. In this phase the value of company is tried to be calculated by the aid of all possible qualitative and quantitative data (even some of them inside information) and by using various kinds of measuring techniques.

After calculating of the real value of company, the real stock value is detemined from the capital structure of the firm.

Normally, if the firm is in a phase of public offer or in a "Block Sell" to another individual or corporate investors, the valid real value is this.

If shares of the company are already in the stock exchange with a definite stock market price, in that case, the resultant value will provide to make comparison between the "real value" and "market value" of the shares and thus will provide the investors to develop strategies oriented to investment decision and/or timing of investment.

The last part of our study includes an application process. All of the concepts concentrated on the theoretical sections of our study are now converted substantial operations on a real firm. At the end of our analysis the real value of one share is determined and so constitutes a living example for the readers.

Starting with a sectoral evaluation, the position of the choosen company (Tat Konserve A.Ş.) is examined in the global frame of the relevant industry (The fruid and vegetables manufacturing industry). In this phase the firm's indicators like annual production, export, import, market share of the company are widely scrutinized. The firm's potential in sectoral structure is measured.

Then, the organization of the company and personell structure are explained. In this phase the efficiency and professional skills of firm's management is measured.

Thirdly, production process of the firm is discussed. The products and their priorities, capacity utilization, production flow, technological level, quality control and other auxilliary plants are analysed.

The marketing organization and its functions, product distribution, customer position, pricing system, payment procedures, sales and promotion are then systematicly discussed.

The subsequent part includes the accounting system and reporting techniques of the firm. Cost accounting ve designing of financial reports are then discussed.

Then, the financial position of the company is examined. Finally the company and stock evaluation process are comprehensively examined and firm's shares evaluated

1. GIRIŞ

Menkul değer yatırımlarında yatırımcıların karşılaştıkları başlıca iki sorun vardır. Bunlardan birincisi, hangi menkul değere yatırım yapılacağıdır. İkincisi ise yatırım zamanının seçilmesi ile ilgilidir. Birinci sorun hangi menkul değere yatırım yapılacağı, menkul değerlerin özellikleri, taşıdığı risk ve bu riske karşılık sağlıyacağı karlılık çerçevesinde yapılacak bir analiz ile karşılaştırılabilir. İkinci sorun yatırım zamanının seçilmesi, menkul değeri satın alma durumunda en düşük fiyattan bu satın almanın yapılması, satış durumunda ise en yüksek fiyattan satılmasıdır. Yatırım zamanının seçilmesi sorunu literatürde ayrıntılı olarak ele alınmıştır ve bu konu ile ilgili olarak birbirinden farklı üç görüş ileri sürülmüştür.

Çalışmamızın başlangıcında öncelikle bu görüşlere değinilecek, takib eden aşamalarda ise **hisse senedi değerleme modelleri** açıklanacaktır. Hisse senetlerinin ele alınmasının nedeni, dolaşımda bulunan diğer menkul kıymetlere oranla bu yatırım alternatifinin daha riskli olmasıdır. Yapılan değerlemelerin temel ilkeleri, tüm menkul değer fiyatlarının belirlenmesine uygulanabilir.

2. FINANSAL VARLIK DEGERLEMEDE FARKLI YAKLAŞIMLAR

Yatırım zamanının uygunluğu konusunda karar verebilmek için menkul değerin gerçek değerinin saptanması gerekir. Ancak bu değer bilindiği veya tahmin edildiği takdirde yatırım zamanının uygunluğu konusunda bir fikir yürütmek mümkün olabilir. Menkul değerlerin değerlemesi ile ilgili olarak finans literatüründe 3 farklı görüş vardır:

a) Temel Yaklaşım (Fundamental Approach)
b) Teknik Yaklaşım (Tecnical Approach)
c) Etkin Pazar Kuramı (Efficient Market Approach)

2.1. Temel Yaklaşım

Temel analiz, bir hisse senedinden beklenen getiri ve riski tahmin etmek için o hisse senedi ve ait olduğu firma hakkında her türlü bilginin değerlendirilmesi ile ilgili olan bir yöntemdir. Dar anlamda temel analiz, hisse senedinin "gerçek değerinin" hesaplanması amacını taşır. Gerçek değer firmanın varlıkları, kazanç gücü, büyüme potansiyeli, yönetim kadrosu gibi nitel ve nicel etmenlere bağlı bir değerdir.

Gerçek değerin hesaplanmasında kullanılan analiz üç kademelidir. İlk önce ülke ekonomisinin durumu ve ekonomik durumdaki gelişmelerle ilgili bekleyişler ve bunların firma karlılığı üzerindeki etkileri incelenir. İkinci aşamada firmanın dahil olduğu endüstrinin durumu ve firmanın bu endüstrideki konumu ele alınır. Üçüncü aşama firma ile ilgili nitel ve nicel faktörlerin incelenmesine yöneliktir. Bu aşamada yönetim kadrosunun yetenekleri, becerisi, firmanın büyüme potansiyeli, finansal durumundaki gelişmeler değerlendirilir. Bu incelemeler sonucunda gelecek dönemlerdeki firma karı ve dagıtabileceği dividant(temettü) miktarı tahmin edilir. Son olarak bu projeksiyonlar sonucu bulunacak değerler çeşitli değerleme modellerine uygulanarak hisse senedinin gerçek değeri tahmin edilir.

Gerçek değer bir denge değeridir. Bu değer, hissenin cari piyasa fiyatı ile karşılaştırılır ve hisse senedinin düşük veya aşırı değerlenmiş olup olmadığı test edilir. Düşük değerlenmiş(under-valued) ise hisse senedinin satın alınması, yüksek değerlenmiş (over-valued) ise satılması gerekir.

Anlaşılacağı üzere temel analiz, büyük ölçüde hisse senedi ve onu ihraç etmiş kuruluşla ilgili bilgilere bağlıdır. Bu bilgiler, kamuya açıklanan bilgilerden (publicly avaible information) ve kamuya açıklanmamış , şirket içi bilgilerden (inside information) oluşur. Bilgiler piyasaya geldikçe, tahminler revize edilir ve cari piyasa fiyatı ile karşılaştırmalar yapılır (4).

2.2. Teknik Analiz

Teknik analiz temel analizin tamamıyle tersi bir yaklaşımdır. Bu analizde hisse senetleri ile ilgili bilgiler sadece geçmişteki pazar fiyatı ve işlem hacmidir. Teknik analiz taraftarları, değerleme ile ilgili verilerin ve bilgilerin yatırımcılar tarafından dikkate alınmadığı, dolayısıyla cari piyasa fiyatının zaten bu bilgileri yansıttığı inancındadır. Bundan dolayı teknik analize göre temel analizin bir anlamı yoktur.

Teknik analiz, hisse senedi fiyatları arasında bir bağımlılık olduğunu ve bu nedenle fiyat trendlerinin zaman içinde kendilerini tekrarladığını kabul etmektedir. Böylelikle fiyat trendlerini inceleyerek gelecekteki fiyatları tahmin etmek mümkündür. Bu amaçla çeşitli grafik teknikleri kullanılmaktadır.

Teknik analiz, günümüzde önemini giderek kaybetmektedir. Herşeyden önce bu tür bir yaklaşım herhangi bir teorik temele dayanmamaktadır. Ayrıca A.B.D.'de yapılan ampirik araştırmalar, teknik analizin ileri sürdüğü mekanik işlem kurallarının pek karlı sonuçlar vermediğini de ortaya koymuştur(2)

2.3. Etkin Pazar Kuramı

Bu kuram etkin bir sermaye pazarında menkul değer fiyatlarının menkul değerlerle ilgili her türlü bilgiyi yansıttığını ileri sürmektedir. Böyle bir pazarda menkul değerin fiyatı piyasaya aktarılmış bilgiler ışığında belirlenir.Eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise, herhangi bir andaki menkul değerin piyasa fiyatı hisse senedinin gerçek değerine eşit olmalıdır.

Piyasaya yeni bilgiler geldikçe fiyatlar, bu yeni bilgiler ışığında değişebilir. Bir başka ifade ile etkin bir sermaye pazarında fiyat değişmeleri tamamen rassal olur. Çünkü ancak yeni bilgiler fiyatlarda değişmelere yol açar. Eğer bilgi yeni bir bilgi ise tahmin edilememesi gerekir. Çünkü tahmin edilebilir bir bilgi ise zaten cari fiyatlar tahminleri yansıtacak biçimde değişmiştir. Tahminler gerçekleşirse fiyatlar bu tahminlere göre değişme gösterdiğinden tekrar bir değişme olmaz. Pazara yeni bilgiler rassal olarak geldikçe fiyat değişmeleri de rassal olacaktır. Etkin pazar kuramının bu şekline "random walk" (rassal fiyat değişmeleri) denmektedir.

Random walk birbirini takib eden fiyat değişmelerinin birbirinden bağımsız olduğunu ve geçmişteki fiyatı bilmekle gelecekteki fiyat değişmelerini tahmin etmenin mümkün olmadığını vurgulamaktadır(3)

Söz konusu olan fiyatlar değil, **fiyat değişmeleridir.** Bu şekli ile random walk veya daha geniş anlamda etkin pazar kuramı, teknik analize tamamen karşıdır. Her ne kadar fiyat değişmeleri tamamen rassal olarak gerçekleşmekte ise de, yine de dönemler itibariyle bir fiyat trendi oluşturmak mümkündür.

Etkin pazarın menkul değerler ile ilgili her türlü bilgiyi yansıtabilmesi için çok önemli üç koşul vardır:

i. Menkul değerler ile ilgili bilgilere tüm yatırımcılar hiç bir mali külfete katlanmaksızın sahip olabilmelidirler.

ii. Tüm yatırımcılar bilgileri aynı şekilde yorumlamalıdır. Eğer farklı yorumlar olursa, bazı yatırımcılar piyasadan çekilir ve fiyat değişmeleri rassal olmayan bir şekilde gelişir.

iii. İşlem maliyeti sıfır olmalıdır. Komisyon vs. giderler fiyat değişmelerinden büyük olursa fiyatlar sabit kalır.

Etkin pazar kuramı ile ilgili ampirik çalışmalar oldukça zengindir ve bugün modern finans kuramının temelini oluşturmaktadır. Bu çalışmalar da başlıca üç grupta toplanabilirler:

a) Etkin pazar kuramının **zayıf şekli(weak form)** , random walk'ın test edilmesine yöneliktir. Bir başka deyimle bu araştırmalar herhangi bir hisse senedinin fiyat değişmelerinde o hisse senediyle ilgili tüm bilgilerin etkisini incelemektedir. Daha öncede değinildiği gibi etkin pazar kuramına göre tarihi fiyat trendlerinden fiyat değişmelerini tahmin etmek mümkün değildir.Etkin pazarın bu zayıf şekli geçerli ise fiyat değişmeleri tamamen rassal olarak gerçekleşir. Böylelikle bir dönemdeki fiyat değişmeleri, istatistik olarak diğer bir dönemdeki fiyat değişmelerinden bağımsızdır.

b) Etkin pazar hipotezinin **yarı kuvvetli(semistrong)** şekli, hisse senedi fiyatının kamuya açıklanan tüm bilgileri yansıttığını ileri sürmektedir. Bu konudaki ampirik araştırmalar, kamuya hisse senedi ile ilgili bir bilgi açıklandığında fiyatta bu bilgilere göre nasıl bir ayarlama olacağını belirlemeye yöneliktir. Eğer fiyat ayarlamaları çabuk ve tam ise etkin pazar kuramı desteklenmiş olmaktadır.

c) Etkin pazar kuramının **kuvvetli şekli(strong form)** hisse senedi fiyatlarının kamuya açıklanan ve özel, tüm bilgileri yansıttığını ileri sürer. Özel bilgiler (insider information) bazı kimselerin tüm yatırımcılardan önce öğrendiği bilgilerdir(4).

Bu konudaki ampirik araştırmalar, dolaylı yoldan etkin pazar kuramının kuvvetli şeklini test etmeye yöneliktir. Şöyle ki, acaba bazı yatırımcılar aşırı kar etmiş midir? Sistematik olarak pazarı yenmek, genel olarak pazardan daha iyi bir performans göstermek mümkün müdür? Bu mümkünse sermaye pazarları etkin değildir. Yatırım fonları üzerinde yapılan çalışmalarda etkin pazarın kuvvetli formunu destekler bulgular elde edilmiştir.

Bu açıklamalardan sonra özellikle etkin pazar kuramı geçerli ise (A.B.D. 'deki araştırmalar en azından bu ülkede sermaye pazarlarının etkin olduğunu destekler niteliktedir), menkul değer analizlerine ve yatırım uzmanlarına hiç gerek olmadığı iddia edilebilir. Aslında bu görüş doğru değildir. Etkin pazar kuramı geçerli olsa bile en azından aşağıdaki üç nedenden ötürü menkul değer analizi önemini korur.

a) Mükemmel olmayan fakat etkin olan bir piyasada bilgilerin piyasaya gelişi ile fiyatların bilgilere göre değişmesi arasında bir zaman farkı vardır. Bu sürede menkul değer analizi, rasyonel bir karar vermek için örneğin portföy yönetiminde portföyü revize etmek için gereklidir. Fiyat değişimi çok süratli olduğundan menkul değer analizi ile daha iyi sonuç elde etmek mümkündür.

b) Çok ileri bir takım analiz teknikleri geliştirmek ve kamuya açıklanan bilgileri iyi değerelendirip bu bilgileri menkul değer analiz teknikleri ile özel bilgi haline dönüştürmek mümkündür. Bunu destekleyen bazı ampirik bulgular vardır.

c) Portföy yönetimi açısından menkul değer analizi önemlidir. Fiyat değişmeleri sonucu, portföyün devamlı olarak risk-karlılık bileşimi değişir. Dolayısı ile portföyün devamlı olarak revize edilmesi gerekir. Bundan ötürü menkul değer analizi ve portföy yönetimi birbirini tamamlayan iki alandır.

Son olarak Türkiye gibi sermaye piyasası gelişmekte olan ülkelerde genellikle yatırımcıların menkul değerlere yatırım, ait risk ve karlılık konusundaki bilgileri yeterli düzeyde değildir. Ayrıca piyasanın etkinliğinden bahsedilemez. Piyasada oluşmuş fiyatların tamamen arz ve talep güçleri tarafından belirlendiği söylenemez. Tasarruf sahiplerini aydınlatmak, yatırım eğilimlerini arttırmak açısından menkul değer analizinin gereği oldukça açıktır.

3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME MODELLERİ

Değerleme konusundaki farklı görüşlerden sonra, temel yaklaşımda ileri sürülen gerçek değerin belirlenmesi ile ilgili teorik modellerin açıklanması çalışmamız açısından gereklidir. Bu açıklamalar hisse senetleri temel alınarak yapılacaktır. Hisse senetlerinin diğer menkul değer türlerine örneğin tahvil ya da finansman bonolarına oranla daha riskli olmasıda bu tercihte önemli rol oynamıştır.

Hisse senedi değerlemesi gerçekte bugünkü değer kavramına dayanmaktadır. Yatırımcı için hisse senedinin değeri, yatırımcının hisse senedinden gelecekte sağlıyacağı gelirlerin bugüne indirgenmiş değerine eşittir. Hisse senetlerine yatırım yapan bir kimse iki türlü gelir elde eder:

i) Dönemsel olarak sağlanan temettü geliri,

ii) Elde tutma dönemi sonunda hisse senedi satıldığında elde edilecek değer artışı(Capital Gains).

Temettü geliri şirketin kar payı dagıtımı ile ilgili kararına bağlıdır. Ayrıca kar paylarını bir başka deyişle temettü miktarını peşinen bilmek mümkün değildir. Ancak bir tahmin 7yapılabilir. Bunlara ek olarak hisse senedi elden çıkarıldığında değer artış kazancı elde etme garantisi de yoktur. Değer artış kazancı yanı sıra değer kaybı da söz konusu olabilir. İşte görüleceği gibi tüm bu hususlar hisse senedi ile ilgili belirsizlikleri ortaya koymaktadır.

Hisse senedi değerleme modelleri, hisse senedinin yatırımcıya sağlayacağı bu iki geliri esas alır. Fakat modeller literatürde dividant değerleme modelleri olarak bilinmektedir. Bu kuramsal modeller, hisse senedini riskini direkt olarak değerlemede dikkate almazlar. Bu işlem ancak dolaylı olarak yapılır. Öte yandan hisse senedi riskini dikkate alan ve nisbi değeri saptamada kullanılan bir diğer model daha vardır. Bu model, **Finansal Varlık Değerleme Modeli** (Capital Asset Pricing Model) dir.

Bu kısımda dividantları temel alan değerleme modeli açıklanacaktır. İlk önce dividantların peşinen bilindiği varsayımından hareketle model açıklanacak, sonra çeşitli dividant büyüme varsayımları ile değerleme genişletilecektir. Ayrıca çeşitli elde tutma sürelerine göre (tek dönemden çok döneme doğru) modelin nasıl çalıştığı açıklanacaktır(5).

3.1. Tek Dönem Dividant Değerleme Modeli

Bir tasarruf sahibinin hisse senedi satın aldığı, bu hisse senedini sadece tek bir dönem elde tutacağı varsayılsın. Yatırımcının dönem sonunda D1 miktarında dividant geliri elde edeceğini ve P1 fiyatından hisse senedini yine dönem sonunda

satacağını kabul edersek, k gibi bir getiri(karlılık) oranı üzerinden hisse senedinin bugünkü fiyatı bulunmaya çalışılacaktır.

Modele göre, hisse senedinin değeri, yatırımcının elde tutma döneminde elde edeceği gelirlerin k oranı üzerinden bugüne indirgenmiş (kapitilize edilmiş) değerler toplamına eşittir. Bu ilişkiyi formül ile göstermek gerekirse;

$$P0 = \frac{D1}{(1+k)} + \frac{P1}{(1+k)} \qquad (1)$$

şeklinde ifade edilebilir. Yaklaşımlarda kullanılan modeller ve bunların formülasyonları ayrıntılı olarak bir çok kıymetli finans kitabında bulunabilir. Biz burada sadece modele dönük çalışmalarda ve uygulamalarımızda kullanmak üzere formül olarak vermekle yetineceğiz.

3.2. Birden Çok Dönem İçin Dividant Değerleme Modeli

Eğer yukarıda sözünü ettiğimiz yatırımcı hisse senedini birden çok, örneğin 2 yıllık bir dönemde tutmayı planlıyorsa, yine bugünkü değer ilkesine göre hisse senedinin değeri hesaplanabilir. Dividant gelirinin birden çok dönemler için sözkonusu olması halinde yukarıdaki ilişki aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$P0 = \frac{D1}{(1+k)} + \frac{D2}{(1+k)^2} + \frac{P2}{(1+k)^2} \qquad (2)$$

Doğal olarak yukarıdaki formülasyonlarda teorik bazdaki açıklamalarımıza kolaylık olması açısından vergi, risk vs. faktörler dikkate alınmamıştır.
Yukarıda iki yıllık bir dönem için yazdığımız ilişki ve değerleme modelini "n" dönem için de genişletmek mümkündür. Bu takdirde n dönem elde tutulan ve n. dönem sonunda elden Pn fiyatı ile çıkarılan ve elde tutulan dönemlerde Di dividantını sağlayan hisse senedinin bugünkü değeri;

$$P0 = \frac{D1}{(1+k)} + \frac{D2}{(1+k)^2} + \frac{D3}{(1+k)^3} + \ldots\ldots + \frac{Pn}{(1+k)^n} \qquad (3)$$

Bu eşitliğin kısaltılması ile aşağıdaki formül elde edilir:

$$P0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{Dt}{(1+k)^t} + \frac{Pn}{(1+k)^n} \qquad (4)$$

Formüldeki n sonsuza yaklaştığında, bu eşitliğin sağındaki ikinci terim sıfıra yakınsayacağından, dividantları temel alan değerleme modeli aşağıdaki biçimde genelleştirilebilir:

$$P0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{Dt}{(1+k)^t} \qquad (5)$$

Böylece bir hisse senedinin değeri, bu hisse senedinin gelecekte sağlayacağı divident gelirinin bugüne indirgenmiş değerleri toplamına eşittir(6).

3.3. Dividantlardaki Büyümenin Modele Dahil Edilmesi

Buraya kadar temel değerleme ile ilgili açıklamalarımızda dividantlarla ilgili ayrı bir varsayım yapılmamıştı. Model, gelecekteki dividantları temel aldığına göre gelecek dönemlerde beklenen dividantların sabit kalması (cari dönemle aynı tutarda olması) pek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Dividantların her yıl aynı oranda (örneğin g oranında) büyüyebileceğini varsayabileceğimiz gibi belli sürelerde farklı büyüme oranlarını da dikkate alarak değerleme modellerini geliştirmek mümkündür.

3.3.1. Dividantların sabit bir oranda büyümesi durumunda değerleme

Eğer dividantların her yıl sabir bir oranda büyümesi bekleniyorsa, t döneminde yatırımcının elde etmeyi beklediği divident (Dt);

$$Dt = Dn\ (1+g)^t \qquad (6)$$

formülü ile tahmin edilir. Formülde D0, cari döneme ait divident geliri, g ise büyüme oranını göstermektedir. Görüldüğü gibi bu formül belli bir tutarın gelecekteki değerini veren formülden farklı değildir. Böylece cari döneme ait dividantların her yıl geometrik olarak artacağını kabul etmekteyiz. Yukarıdaki eşitlikte kolaylıkla anlaşılacağı gibi yatırımcının 1. yıla ait dividantı D1=D0 (1+g) olup her yıla ait dividantlar (1+g) nin üsleri şeklinde hesaplanacaktır.

Bu takdirde, verdiği dividantlar her yıl g oranında büyüyen bir hisse senedinin bugünkü değerini veren formül aşağıdaki şekilde yazılabilecektir:

$$P0 = \sum \frac{D0(1+g)^{t}}{(1+k)^{t}} \qquad (7)$$

Yukarıdaki formülde detayına inilmesine gerek görülmeyen bir takım matemetik işlemler sonucu aşağıdaki basit eşitlik yazılabilir:

$$P0 = \frac{D1}{k - g} \qquad (8)$$

yukarıdaki formül hisse senedi değerlemesinde **GORDON MODELİ** olarak bilinmektedir. Model dividantların sonsuza dek her yıl aynı oranda büyüyeceğini varsaymaktadır. Ayrıca modelin çalışabilmesi için, yatırımcıların gerekli gördükleri getiri oranının (k), dividant büyüme oranı (g) den büyük olması; (k > g) ve firma dividant politikasının sabit kalması da gerekmektedir.

Modeli uygulayabilmek için özellikle gelecekteki dividantların büyüme oranını (g) tahmin etmek gerekir. Bu tahminde bir pratik yol, geçmiş yıllardaki dividant büyüme oranını ölçmek ve yakın gelecekte bu büyüme oranının devam edeceğini varsaymaktır.

Bir kere (g) belirlendikten sonra modeldeki D1=D0.(1+g) den faydalanarak tahmin yapılır. İskonto oranı k da veri olduğuna göre, hisse senedi değeri kolayca hesaplanabilir. Doğal olarak, eğer firma ülkemizde pek çok işletmelerde olduğu gibi dividant dağıtmıyorsa ve belli bir dividant politikasına sahip değilse, o takdirde bu modelin uygulanması çok zordur.

Temel değerleme modelini yatırımcıların elde etmek istedikleri getiri oranını belirlemede de kullanmak mümkündür. Eğer ;

$$P0 = \frac{D1}{k - g}$$ eşitliği k ya göre çözülürse

$$k = \frac{D1}{P0} + g \qquad (9)$$ elde edilir.

Görüldüğü gibi yatırımcının gerekli getiri oranı iki unsurdan oluşmaktadır(7).

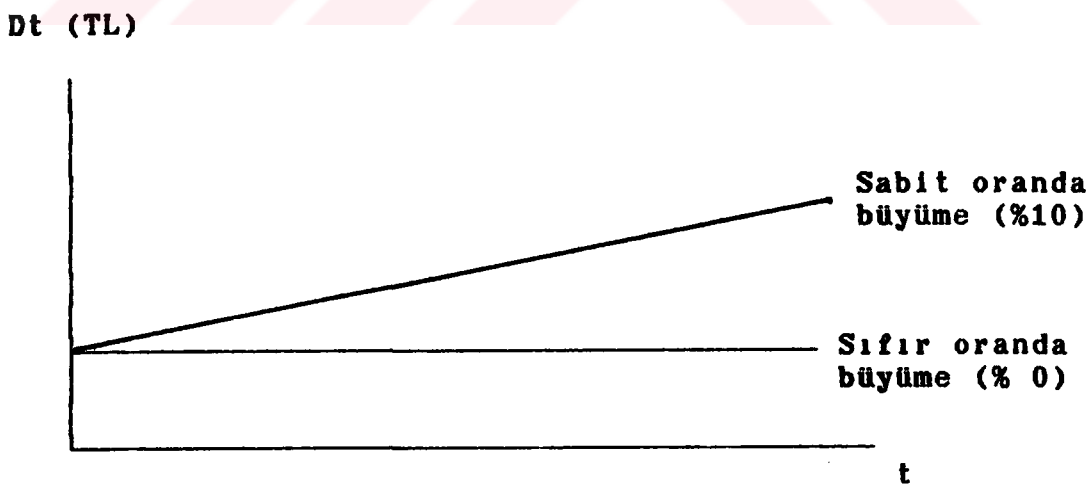
i) D1/P0 ile ifade edilen dividant verimi

ii) g ile ifade edilen büyüme oranı

3.3.2. Değişken büyüme oranlarının dikkate alınması

Gordon modelinde, dividantların sonsuza dek aynı oranda (sabit bir şekilde) büyüyeceği varsayılmıştı. Bu varsayım, özellikle hızlı büyüyen endüstrilerdeki firmalar için geçerli değildir. Eğer böyle bir endüstrideki bir firma piyasaya yeni bir mamul çıkarmışsa, karları (dolayısıyla yatırımcılara ödenen dividantlar) çok hızlı şekilde artar. Örneğin 1960 'larda ABD'de bilgisayar ve 1970 'lerde elektronil dalındaki firmalar böyle bir eğilim göstermiştir. Bu aşırı hızlı büyüme oranlarını dikkate alarak, gelecekte de aynı büyümenin devam edeceğini varsaymak matematik olarak doğru olsa bile, gerçekte pek anlamlı sonuç vermez(8).

Firmanın ilk yıllarda mamullerine olan talep, giderek daha yavaş oranda artar. Bunda rekabetin kuvvetlenmesi, benzer mamullerin piyasaya çıkarılması, teknolojik gelişmeler gibi çeşitli faktörler etkili olur. Talep duraklayınca karlar, dolayısıyla ödenen dividantlar da daha yavaş artma eğilimi gösterecektir. Böyle bir firma için, belirli bir süre dividantlar normalin üzerinde hızlı bir büyüme gösterecek, sonra büyüme hızı yavaşlayacak ve normal düzeye inecektir.



Şekil: Dividantların farklı oranda büyümesi

Farklı büyüme oranlarını dikkate alan değerleme modeli yukarıdaki durumu ele alarak şu şekilde geliştirilebilir: (m) yıllık sürede normalin üzerinde bir hızda (g1) oranında büyüme bekleniyor ve (m+1) yıldan itibaren dividant

büyümesinin sonsuza dek (g2) oranında olması bekleniyorsa, böyle bir hisse senedinin değeri;

$$P0 = \sum_{t=1}^{m} \frac{D0(1+g)^t}{(1+k)^t} + \frac{1}{(1+k)^m} \cdot \left(\frac{Dm + 1}{k - g2}\right) \qquad (10)$$

formülü ile hesaplanabilir. Çok karmaşıkmış gibi görünmesine rağmen hesaplama yöntemi oldukça kolaydır. Formüle göre;

a) İlk önce, (m) dönem boyunca dividantlardaki yıllık g1 oranındaki büyüme dikkate alınarak, dividantlar tahmin edilir (D1, D2, ... Dm gibi). Bu dividant gelirleri, (k) oranı üzerinden bugüne indirgenir ve toplamı alınır. Eşitliğin sağ tarafındaki birinci terim bu işlemi cebirsel olarak göstermektedir.

b) (m+1) yıldan sonra dividant artışı, sonsuza dek normal (sabit) oranda (g2) olacağından 8 no'lu formül ile dividant gelirinin (m) dönemi sonundaki değeri bulunur. Bu aslında, hisse senedinin (m) dönemi sonundaki fiyatını hesaplamakla özdeştir (Pm). Hesaplanan (Pm), yine (k) oranı üzerinden bugüne indirgenir. Eşitliğin sağındaki ikinci terim bu işlemi göstermektedir.

c) Yukarıda anlatılan a) ve b) kısımlarında bulunan değerler toplanır ve böylelikle P0 değeri bulunur(9).

3.4. Fiyat Kazanç Oranı (F/K)

Batı ülkelerinde hisse senedi değerlemede fiyatların yanısıra kullanılan bir diğer değer ölçüsü ise Fiyat-Kazaç Oranıdır (Price-Earnings Ratio). Bu oran, işletmenin her 1 TL'lik vergi öncesi hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir. Örneğin fiyat-kazanç oranı 9 ise bu, yatırımcıların hisse başına düşen karın 9 mislini hisse senedine ödemeye razı olduklarını işaret eder. Özellikle büyüme potansiyeli büyük, geleceği parlak gözüken işletmelerin hisse başına düşen karına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler ve oran dolayısıyla yüksek olur.

Fiyat-kazanç oranı, kapitalizasyon (iskonto) oranının (sermaye maliyetinin) tersine eşittir.

$$F/K = \frac{1}{k}$$

Piyasada yatırımcıların hisse senedi yatırımlarından elde etmek istedikleri getiri oranı (k) yüksek ise , hisse senedinin fiyat-kazanç oranı düşük olur. Bu durumu gözönüne alarak ülkemizde işletmelerin fiyat-kazanç oranlarının düşük olduğunu söyleyebiliriz.

Fiyat-Kazanç Oranları da hisse senedi değerlemesinde kullanılabilir. Şöyleki gelecek dönemlere ait hisse başına düşecek kar tahmin edilmiş ise, bu miktar ile cari fiyat-kazanç oranı çarpılarak hisse senedi fiyatı bulunmuş olur.

P = (F/K).(Hisse Başına Kar)

Ülkemizde işletmelerin karları yıllar itibariyle büyük dalgalanmalar gösterir. Ayrıca sermaye arttırımının sık yapılması nedeniyle hisse başına kar, artan kara ragmen düşen bir eğilim göstermektedir. Değerlemede F/K oranı kullanıldığı takdirde hisse başına kar verilerinin sermaye arttırımına göre düzeltilmesi gerekir.

F/K oranı yatırımcıların, hem piyasanın genel durumu hem de ilgili firmanın performansı hakkında beklentileri mukayese etmesi için bir kaynak olmaktadır. Genelde olumlu ekonomik koşullar piyasadaki hisse senetlerinin F/K rasyonunun pozitif yönde artışına sebep olabilir. Eğer hisse senedinin kaynaklandığı firma ve firmanın bulunduğu sektör diğerlerine göre daha fazla büyüme ve karlılık arz ediyorsa, F/K rasyosu da diğerlerine göre daha fazla oranda artış gösterebilir. Bu ekonomik nedenlerin dışında şirket ele geçirme veya şirket birleşmesi gibi nedenlerle spekülasyon yapılması da F/K oranının suni bir şekilde artmasına neden olabilir(9).

3.5. Net Aktif Değer

Bir şirketin net aktif değeri, tüm yükümlülükleri ödendikten sonra varlıkların elden çıkarılmasıyla elde edilecek nakit olarak ifade edilebilir. Net aktif değer için varlıkların tasfiye değeriyle borçların bugünkü değeri arasındaki fark da denebilir(10).

Varlıkların pazar değerlemeleri belirli bir zamanda belirleneceği için, bu değerlendirmenin yapıldığı an ile şirketin satış zamanı arasında meydana gelecek uzun zaman aralığı, özellikle enflasyonist ortamlarda şirketin değerinde önemli değişkiliğe neden olabilir. Değerlendirme işlemini, şirketin mevcut durumunu yansıtan gerçekçi bir bilançoya dayandırma ihtiyacı nedeniyle şirketin muhasebe kayıtları denetlenebilir. Denetleme ve teknik değerlendirme işlemleri beraber yürütülürse varlıkların ve yükümlülüklerinin bugünkü değerleri daha kesin bir şekilde belirlenebilir.

Net aktif değeri, bir şirketin pazar payına, markasının tanınmasına, personelinin uzmanlığına, yönetim kalitesine, bayi ve fon sağlayıcılarla iyi ilişkilerine, etkin dağıtım sistemine ve optimum tesis yerleşim yerlerine bağlı olan kazanç potansiyelini gözönüne almamaktadır. Tüm bu noktalar şirketin değerinin belirlenmesinde "goodwill" olarak alınabilir.

Belirlemek için herhangi bir objektif metot olmadığı için "goodwill"in değeri satıcı ve alıcı arasında pazarlıkta belirlenebilir.

3.6. Yeniden Kurulma Değeri

Yeniden kurulma değeri, şirketin piyasa değerine bir baz teşkil etmemekle birlikte özellikle çoğunluk hisselerin blok olarak satılması durumunda, yatırımcının böyle bir tesise sahip olmak için katlanmak zorunda kalabileceği maliyetlerin gözönünde bulundurularak pazarlık payının belirlenmesi açısından bir fikir verebilir(11).

3.7. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi

İskonto edilmiş nakit akımları metodunda, firmanın önümüzdeki yıllarda, faaliyetleri sonucu yaratacağı serbet nakit akımları tahmin edililmeye çalışılır ve bu nakit akımları hesaplanan iskonto oranı ile bugüne indirgenir. Nakit akımları tahmin süresi bizim çalışmamızda 1991-1998 arasını kapsamaktadır.

Şirket değerinin, tahmin süresi içerisinde yaratılması beklenen serbest nakit akımları ve nihai değerinin bugünkü değerinden kısa/orta/uzun vadeli banka borçlarının piyasa değerinin çıkarılmasıyla bulunan değer denklemsel olarak şu şekilde gösterilir :

$$\text{Şirket Değeri} : \sum \frac{CF(n)}{(1+r)^n} + \frac{CF_m(1+g)}{(r-g)(1+r)} + - MVD$$

Burada

CF_n = Serbest nakit akımı

r = İskonto oranı

CF_m = Tahmin süresinin sonundaki serbest nakit akımı

g = Tahmin süresi sonundan itibaren serbest nakit akımı büyüme hızı

MVD = Kısa/orta/uzun vadeli banka borçlarının piyasa değeri

Serbest nakit akımı şu şekilde tanımlanmıştır :

+	Vergiden önceki kar
+	Karşılıklar
+	Amortisman
-	Vergi Ödemeleri
+/-	Net işletme sermayesi artış/azalış
-	Yatırımlar
+/-	İştiraklerdeki artış/azalış
+/-	Diğer aktiflerdeki artış/azalış
	Serbest Nakit Akımı

Tahmin süresinin bitimi sonundaki şirket değeri nihai değer olarak adlandırılır. Nihai değer iskonto edilmiş nakit akımları analizlerinde 3 değişik metotla hesaplanabilmektedir. Bunlar :

a) Süreklilik

b) Fiyat/kazanç (F/K)

c) Piyasa değeri /defter değeri (PD/DD) oranı

Tahmin süresinin sonunda, Türkiye hisse senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen F/K ve PD/DD oranları firmanın vergi sonrası kar ve özkaynaklar büyüklülükleri ile mukayese edilerek bir nihai değer tahmini yoluna gidilebilir. Ancak tahmin süresinin uzunluğu ve Türkiye organize hisse senedi piyasasının nisbi olarak kısa geçmişi gözönüne alındığında, bu iki borsa göstergesinin belirlenmesi zorlaşmaktadır. Bu nedenle nihai değer hesaplamasının süreklilik yöntemi ile yapılması uygun olur.

Süreklilik yönteminde, tahmin süresinin sonundan itibaren serbest nakit akımının sabit bir hızla büyüdüğü varsayılmıştır. Tahmin süresinin sonundan sonsuza kadar yatırımların marjinal getirisinin iskonto oranından yüksek olmayacağı bilindiğinden, bu büyüme hızı sıfır olarak kabul edilebilir(12).

F/K oranı yatırımcıların, hem piyasanın genel durumu hem de ilgili firmanın performansı hakkında beklentileri mukayese etmesi için bir kaynak olmaktadır. Genelde olumlu ekonomik koşullar piyasadaki hisse senetlerinin F/K rasyonunun pozitif yönde artışına sebep olabilir.

Eğer hisse senedinin kaynaklandığı firma ve firmanın bulunduğu sektör diğerlerine göre daha fazla büyüme ve karlılık arz ediyorsa, F/K rasyosu da diğerlerine göre daha fazla oranda artış gösterebilir. Bu ekonomik nedenlerin dışında şirket ele geçirme veya şirket birleşmesi gibi nedenlerle spekülasyon yapılması da F/K oranının suni bir şekilde artmasına neden olabilir.

3.8. Fiyat/Nakit Akımı Oranı

Şirketlerin uyguladıkları amortisman yöntemlerindeki farklılıklar ve yatırımlarındaki artışlar nedeniyle amortisman giderlerinde ortaya çıkan artışların etkisinin giderilmesi yönünden fiyat/nakit akımı (F/NA) oranının şirketlerin değerini karşılaştırmak için daha doğru bir yöntem olacağını düşünmekteyiz(16).

Fiyat/Nakit Akımı Oranı Seçimi

İMKB'de hisse senetleri işlem gören tüm şirketlerin yıllık amortisman giderlerine ait bilginin elde edilmesi zorluğu nedeniyle İMKB için ortalama F/NA oranını bulmak mümkün olamamaktadır. Ancak yurtdışındaki borsalar için ortalama değerler şöyledir:

	F/NA	F/K / F/NA
Avusturya	5.9	2.9
Fransa	5.8	2.0
B.Almanya	5.1	2.6
İtalya	3.8	4.1
Hollanda	5.3	2.7
İspanya	4.9	3.0
İsveç	9.2	1.8
İsviçre	9.1	1.3
İngiltere	3.0	1.7
Kanada	7.3	1.7
A.B.D.	7.4	1.7

Kaynak : Data stream

İMKB'deki şirketler için bir F/NA oranı bulabilmek amacıyla F/K oranını F/NA oranını bölerek iki oran arasındaki genel ilişkiyi tespit etmeğe çalıştık. Genelde F/K oranının daha fazla değişim göstermesine karşılık F/NA oranı istikrarlı bir seviyede kalmaktadır. Nitekim yıl sonları itibariyle (1987 için 19 Ekim) 1983-1987 yılları oranlarının 5.3 ile 7.3 arasında değişmesine karşın F/K oranları 10.0 ile 21.0 arasında bir değişim göstermiştir.

Değişik ülke borsaları için bulunan F/K / F/NA oranlarına göre 2.3 rakamı ortak bir oran olarak gözükmektedir. Buna göre İMKB için F/NA oranı :

İMKB için F/K oranı : 16
İMKB için tahmin F/NA oranı : 16/2.3 = 7.0

3.9. Temettü Verimi

Geneleksel hisse senedi değreleme modellerini gözönünde bulundurursak, hisse senedi değerinin ana belirleyicisi temettü akışıdır. Çok hızlı büyüyen şirketlerin hisse senetlerinde olduğu gibi temettü ödemeyen hisse senedi durumunda, sonsuzdan daha az getirisini, hisse senedini mevcut fiyattan daha yüksek bir fiyata satarak kazanmayı bekler. Yine, bu satış fiyatı, ileride bir zamanda ödenmesi tahmin edilen temettülerin bir fonksiyonudur. Böylece sonuçta, kısa veya uzun vadeli bakış açısı olan bir yatırımcı için şirketin değerini saptayan temettüdür. Bu yüzden bu hisse senetlerinin mevcut veya beklenen temettü verimi önemli bir kriter haline gelir.

Hisse senedinin temettü verimi beklenen hisse senedi temettü ödemesini bu menkul kıymetin mevcut piyasa fiyatı ile bölerek hesaplanabilir.

Biraz basitleştirilirse, temettü verimi sonsuz bir süre içinde, şirket için daimi sabit oranda büyüme öngören iskonto edilmiş temettü modelini tekrar düzenledikten sonra aşağıdaki formül ile gösterilebilir :

$$D/P = k-g$$

k = İstenen verim
g = Büyeme oranı

Hisse senetleri durumunda, temettü ödemelerinin beklenen bir büyüme hızı ile belirsiz bir süre devam edeceği farzedilmektedir. O zaman hisse senetlerinin geri ödeme süresi şu şekli alır :

$$\text{Geri ödeme süresi} = \frac{1}{k - g} = 1 \,/\, \text{temettü verimi}$$

Bu, düşük temettü verimli hisse senetlerinin uzun geri ödeme süresi olduğunu, ve iskonto oranı değişimlerine daha duyarlı olduğunu gösterir. Yüksek büyümeli hisse senetleri, göreceli olarak genelde düşük temettü getirisine sahiptirler, ve bu riske düşük-büyümeli hisse senetlerinden daha fazla açıktırlar.

Bu riski karşılayabilmek için, yüksek-büyümeli hisse senetlerinden daha yüksek bir iskonto oranı taşıması beklenir(14).

3.10. Piyasa/Defter Değeri Oranı

P/D oranı şirketin halihazırdaki hisse senedi fiyatının geçmiş yılsonu veya içinde bulunulan yılsonundaki hisse başına özsermaye tutarına bölünmesiyle bulunur. Diğer piyasa göstergelerinde olduğu gibi, şirketlerin değişik muhasebe metotları kullanmaları bu oranın karşılaştırma amacıyla kullanılmasında tutarsızlıklara neden olabilir. Hisse senedi değerlendirmesi, geneleksel olarak hisse senedi fiyatları ve getirileriyle temettüler arasındaki ilişkiler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ancak enflasyon yaygınlaşmaya başladıkça yatırımcılar kazançlarının muhasebe olarak ölçümlerinin doğruluğundan ve temettülerin gerçek gelirlerinden mi ödendiği yoksa sadece gizli tasfiye olayından doğan sermaye veriminden mi kaynaklandığı konusunda şüphe duymaya başladılar. Bu kaygıları yansıtan, hisse senetleri ve aktif değerleri arasındaki ilişkileri de içeren değerlendirme tartışmaları artmaktadır. Bu aktiflerin piyasa fiyatlarının belirlenmesi kazanç getirme potansiyelleri için de bir ölçümdür. Bu potansiyel, ekonomik ortam, şirket yönetimi ve üretim teknolojisinden de etkilenir(15).

Bir şirketin defter değeri, bilançosunda gösterilen aktiflerinden borç ve yükümlülüklerinin çıkarılmasıyla hesaplanır. Ancak stokları değerlendirme metoduyla kullanılan amortisman oranları aktiflerin değerini önemli ölçüde etkileyebilir.

3.11. Piyasa Değeri/Yeniden Kurulma Değeri

Pek sık rastalanmamakla beraber hisse senedi değerleme yöntemi olarak piyasa değeri/yeniden kurulma değeri (F/YKD) de kullanılabilmektedir. A.B.D.'de yapılan bir çalışmaya göre New York Borsasında 1983-1987 yıllarında bu oran istikrarlı bir seviyede seyrederek ortalama 0.65 düzeyinde kalmıştır(16).

3.12. Gerçek Değerin Yorumlanması

Gordon Modeli veya fiyat kazanç oranını kullanmak suretiyle bulunan değer, hisse senedinin gerçek değeridir. Bir başka deyimle bir işletmenin karlılık oranı, varlıkları, yönetim kalitesi, büyüme potansiyeli vb. faktörlerin dikkate alınması ile bulunmuş değerdir. Ekonomistlerin deyimi ile bu değer hisse senedinin denge fiyatıdır. Büyük nbir olasılıkla cari pazar değeri, gerçek değerden farklı olacaktır. Bu nasıl yorumlanabilir ?

Doğal olarak bu durumda, tüm bu çalışma boyunca irdeleyeceğimiz Temel Analizin vardığı sonuçları belirtmek gerekecektir.

Gerçek Değer bir hisse senedinin olması gereken değerdir ve yukarıda değinilen faktörlere bağlıdır. Gerçek değer ile pazar değeri arasında fark varsa bu, finansal pazarlardaki bazı sapmalar nedeniyle yatırımcıların hisse senedinin gerçek değerini henüz kavrayamadıklarına işaret eder. Fakat sonunda, hisse senedinin gerçek değeri yatırmcı potansiyeli tarafından anlaşılacak ve cari pazar fiyatı, gerçek değere eşit olacaktır.

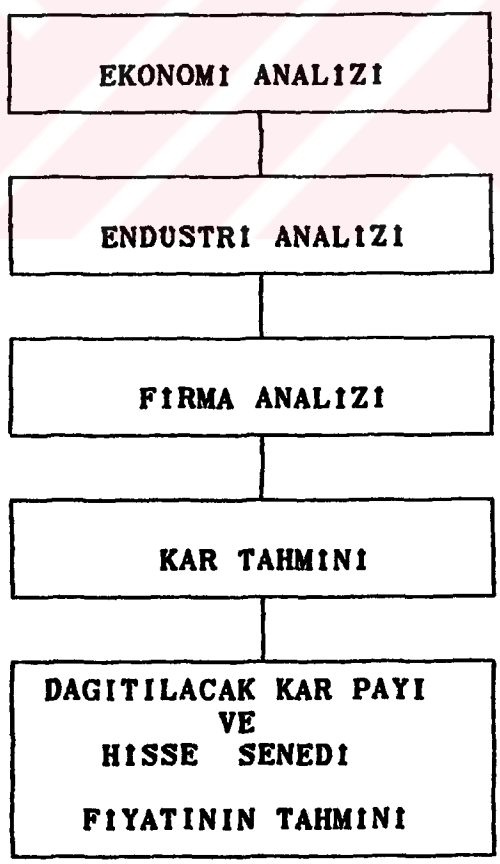
Gerçek değer, cari pazar fiyatından yüksek ise hisse senedi düşük değerlenmiştir (Under Valued). Gerçek değer, cari pazar değerinden düşük ise hisse senedi aşırı değerlenmiştir (Over Valued). Yatırım stratejisi açısındandüşük değerlenmiş hisse senetlerini bugünden satın almak, elde aşırı değerlenmiş hisse senedi varsa hemen satmak gerekir. Çünkü temel analize göre, piyasa iniş ve çıkışlar sonunda dengeye gelecek ve aşırı değerlenmiş hisse senetlerinin değeri düşecektir. BU bakımdan menkul değer yatırımlarının zamanlaması, yatırımcının sağlayacağı getiriyi belirleyen en önemli değişken olmaktadır.

4. TEMEL ANALİZ

Menkul değerlerin gerçek değerinin saptanmasında kullanılan en yaygın teknik olan temel analiz üç aşamalı olarak yapılır. Makro faktörlerin ekonomik durum üzerinde etkilerinden başlayarak, endüstri ve firma düzeyinde toplanan her türlü bilginin hisse senedi performansını gelecekte nasıl etkileyeceği tahmin edilmeye çalışılır. Bu bilgi toplama ve değerlendirme işlemleri aşağıdaki gibi şematik olarak gösterilebilir.

Temel analiz, menkul değerle direkt ve endirekt olarak ilgili genel ve özel her türlü bilginin toplanıp, bunların sistematik olarak süzgeçten geçirilmesi ve tahminlerin yapılmasından ibarettir(46).

Aşağıdaki bölümlerde ilk önce genel ekonomik durum ile ilgili olarak hangi göstergelerin incelenmesi gerektiği ve bu göstergelerin hisse senedi fiyatları üzerindeki muhtemel etkileri incelenecektir. Daha sonra endüstri düzeyinde söz konusu analizin nasıl yapılabileceği açıklanacaktır. Firma analizi ise çalışmamızın daha sonraki bölümlerini teşkil edecektir.



4.1. Ekonomi Analizi

Menkul değer fiyatları ekonomik durumdaki değişmelere karşı duyarlıdır. Batı ülkelerinde yapılan araştırmalar bu ilişkiyi açıkça ortaya koymuştur. ABD 'de hisse senedi fiyatlarının ekonomik dalgalanmaları önceden haber veren göstergelerden (leading indicator) biri olduğu kabul edilmektedir. Ekonomik aktivitenin yavaşlamasından yaklaşık 11 ay önce hisse senedi fiyatlarının düşme eğilimi gösterdiği, ekonomik durgunluğun bitiminden ortalama olarak 5 ay önce fiyatların yükselmeye başladığı anlaşılmıştır. Ekonomik durum hisse senedi fiyatlarını nasıl etkiler? Bunu dividantları temel alan değerleme modeli ile açıklamak mümkündür.

Model, $$P0 = \frac{D1}{k - g}$$

şeklinde formüle edilmekte idi.

Ekonomik durumdaki değişmeler, modeldeki (k) ve (D1) değişkenlerini etkileyerek hisse fiyatlarının değişmesine yol açar. Bilindiği gibi (k), yatırımcıların hisse senedi yatırımlarından elde etmek istedikleri getiri oranı olup, iskonto oranı veya kapitilizasyon oranı olarak da bilinmektedir. D ise hisse başına ödenecek temettü(dividant) miktarıdır.

Ekonomi normal hızda büyürken şirket karları ve temettü miktarı da artar. Ekonomik durum kötüye gidiyorsa, işletmelerin karları da azalabileceği için temettü miktarı kısılır. Şu halde ekonomik durum ile ortaklara dağıtılacak temettü miktarı arasında doğrusal bir ilişki olduğu söylenebilir.

Getiri oranı (k) hem faiz hadlerindeki değişmelere hem de alternatif yatırım alanlarındaki getiri oranına bağlı olarak değişir. Örneğin piyasa faiz hadlerinde bir yükselme olursa hisse senedi satın alan yatırımcılar bu faiz hadlerindeki artışı talep ettikleri getiri oranına yansıtacaklar,(k) ise yükselecektir. Bunun yanı sıra (D1) ve (g) değişkenlerinde bir değişme olmazsa hisse fiyatları düşmeye başlar(17).

Piyasa faiz hadleri büyük ölçüde enflasyon ile de ilgilidir. Enflasyon beklentisi artarken faiz hadleri yükselme eğilimi taşır. Faiz hadlerindeki yükselme, gerekli getiri oranında bir artışa neden olur. Enflasyonist dönemlerde işletmelerin maliyetlerinin artması ve büyümenin devam edebilmesi için daha fazla finans kaynaklarına ihtiyaç olduğundan, işletmeler dağıtacakları kar payı miktarını azaltırlar. Bu da hisse senedi fiyatlarını aşağıya doğru çeker. Başta ABD olmak üzere bir çok batı ülkesinde 1971'li yıllardaki çift rakamlı enflasyon, hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşe neden olmuştur.

4.1.1. Ekonomi Analizinde Kullanılan Göstergeler

4.1.1.1. Milli Gelir

Ekonomik durumla ilgili en çok kullanılan gösterge, gayrısafi milli hasıla (GSMH) ve GSMH'nın artış hızıdır.GSMH , bir ülkede belli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değeridir. Bir dönemden diğerine GSMH 'daki artış, ekonomik büyümenin en sağlıklı göstergesidir.

Menkul değer analizi yapan kimseler ve yatırımcılar, GSMH ve unsurlarını, zaman içinde değişme eğilimlerini incelemek zorundadırlar. Normal koşullarda, eğer ekonomi reel bir büyüme göstermişse (sabit fiyatlarla GSMH artışı pozitif bir değer ise), hisse senedi fiyatları bu gelişmeden olumlu bir şekilde etkilenir. Öte yandan ekonomik tahminler enflasyon oranında daha hızlı bir artış olacağı seklinde ise, reel büyüme çok düşük olacağından hatta negatif olacağından, yatırımcılar kapitilizasyon oranını yükseltir ve hisse senedi fiyatları düşmeye başlar(18).

4.1.1.2. Yatırımlar

Kamu, özel sektör yatırımları ve stok değişmeleri ekonomik durumla ilgili diğer göstergelerdir. Özellikle bu yatırımların sektörel dağılımı,sektörlerin büyüme potansiyeli hakkında bir fikir verir. Yine teşvik belgelerinin sektörel dağılımı ve miktarları da aynı konuda bilgi edinmeyi sağlar. Böylece, örneğin inşaat sektöründe bir canlanma bekleniyorsaa bu, inşaat malzemeleri üreten iş kollarında ve firmaların satışlarında, mobilya sanayiinde ve beyaz eşya dallarında satışların artacağına, iş hacminin yükseleceğine işaret edebilir. Yatırımlar konusunda yardımcı olacak bir diğer gösterge yatırım malları ithalatıdır. Bu ithalat miktarının hem değer ve hemde hacim olarak artışı yatırım artışını gösteren gelişmelerdir(19).

4.1.1.3. İstihdam

Türkiye'de resmen % 16-17 oranında olan işsizlik oranı (işgücü fazlası) vardır ve bu atıl işgücü genel ekonomik durum ile yakından ilişkilidir. Ekonomik koşullar uygun olduğu takdirde istihdam arttırıcı emek yoğun yatırımlar işsizliği azaltıcı yönde etki yapar. Ekonomik durgunluk dönemlerinde ise işsizlik artma eğilimi taşır(20).

4.1.1.4. Enflasyon ve Faiz Hadleri

İstihdam gibi hızlı enflasyon da ekonomik dengeleri ve sosyal yapıyı etkileyen bir olaydır.

Enflasyon oranında önemli bir artış, yatırımları daha pahalı bir hale getirir ve yatırımları azaltır. Enflasyon, kişilerin tüketim ve tasarruf alışkanlıklarını değiştirir. Mutfak masraflarının artması, TV ,otomaobil ve beyaz eşya gibi mallara olan talebi azaltabilir (Fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu eğilimin tamamen tersini görmek mümkündür). Enflasyon artışı da faiz hadlerini yükseltir, dolayısı ile paranın maliyeti artar. Bu ise işletmelerin bazı yatırım planlarından vazgeçip tasarruf edici önlemlere yöneltebilir.

4.1.1.5. Bütçe Açığı

Bütçe açığındaki devamlı artış da ekonomik durumun kötüye gittiğinin işareti olabilir. Bütçe açığını, emisyon hacmini artırarak kapatma enflasyonu körükleyen bir olaydır. Bütçe açığının iç borçlanma yolu ile kapatılmaya çalışılması da piyasa faiz hadlerini yukarıya doğru itici bir etki yaratır. Bu da enflasyonu bir rol oynar(21).

4.1.1.6. Dış Ticaret

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kıt bir kaynaktır. Bu ülkeler bazı hammadde, yatırım malları itibariyle sanayileşmiş ülkelere bağımlıdır. Ekonominin dar boğaza girmeden büyümenin devamı açısından dış ticaret açığının trendi çok önemlidir. 1980 öncesi yılların döviz sıkıntısı ve sanayi üzerindeki olumsuz etkisi hala zihinlerden silinmemiştir.

Dış ticaret dengesi, ihracat ile ithalat arasındaki fark olduğuna göre bu iki kalemdeki değişmeler, ekonominin performansı açısından çok önemlidir. Örneğin 1986 yılında kamu yatırımlarının ve özellikle belediyelerin yatırım talepleri oldukça hızlı bir büyüme göstermiştir. Uzun yıllardan beri ilk kez kaynak bolluğuna kavuşan belediyeler, alt yapı yatırımlarını hızlandırmış ve iş makinelerini yenileme yoluna gitmişlerdir. Bu durum ise iş makineleri ithalatında çok hızlı bir artışa neden olduğu gibi inşaat sektörü ve müteahhitlik hizmetlerinde de belirgin bir canlanma görülmüştür(22).

Öte yandan dış ticaret dengesini belirleyen bir kalem, ihracatın miktar, mal ve ülkelere dağılımıdır. Yine 1986 yılında petrol üreticisi ülkelrin dış gelirleri petrol fiyatlarındaki düşme nedeniyle azalmıştır. Bu söz konusu ülkelerin diğer ülkelerden yaptıkları ithalatın azalmasına neden olmuştur. Toplam ihracatımızın % 43'ünü bu ülkelere, islam ülkelerine yaptığımız için son yıllarda hızla artan ihracatta 1986 yılının ilk yarısında bu nedenle düşme olmuştur. Bu gelişme ister istemez gelecekte tekrar bir döviz darboğazına girilip girilmeyeceği sorusunu da beraberinde getirmektedir. Ödemeler dengesinde dış ticaret açığı, cari

işlemler dengesi içinde yer alan önemli bir kalemdir. Bu grupta görünmeyen işlemler olarakta bilinen grupta yer alan turizm gelirleri ve işçi dövizleri yine dikkatle incelenmesi gereken göstergelerdir. Özellikle işçi dövizleri, uzun yıllar artı bakiye verdiği için cari işlemler açığını kapatmada etkili bir kaynak olarak önemini korumaktadır.

4.1.1.7. Parasal Göstergeler

Kısa vadede ekonomik durumdaki gelişmeleri değerlendirmede parasal göstergeler de büyük ölçüde yardımcı olur. Meseleye arz ve talepp açısından bakmak gerekirse, para arzı ile ilgili olarak emisyon hacmi, dar ve geniş anlamlı para arzı ile rakamlarının incelenmesi gerekir. Dar anlamda para arzı (M1), emisyonun yanı sıra vadesiz tasarruf mevduatı ve merkez bankasındaki serbest mevduatı kapsamaktadır.

Geniş anlamlı para arzı (M2), dar anlamda para arzı ve vadeli tasarruf mevduatını içermektedir. Emisyon hacmindeki artış, hızlanan fiat artışlarına yol açabileceği endişesi ile pek olumlu karşılanmamaktadır. M1 para arzındaki azalma, piyasada likidite ihtiyacını arttırıcı yönde etki yapmaktadır. M2 para arzı ise kişisel tasarruf eğilimlerini ortaya koyar. M2 para arzındaki genişleme, özellikle M1 azalırken M2 'de genişleme varsa, bu durum vadeli tasarruf mevduatındaki artıştan ileri gelirki, tasarruf eğilimindeki yükselmenin işareti olabilir.

A.B.D. 'de para arzındaki değişmeler ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiler uzun araştırmaların konusu olmuştur. Bazı araştırmaların bulgusu, her ikisi arasındaki ilişkinin zayıf olduğu şeklinde olmakla beraber, Beryl Sprinkel, araştırmasında para arzındaki artışın hisse senedi fiyatlarında da değişmeye yol açtığı sonucuna varmıştır.

Bir başka parasal gösterge mevduat ve kredilerdir. İlk başlangıçta para arzında olduğu gibi mevduat artışı, tasarrufların bankacılık sistemine kaydığı dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının bu gelişmeden olumsuz etkileneceği şeklinde yorumlanabilir. Kısa vadede bu durum görülse bile, uzun vadede bankacılık sistemindeki mevduatlar kredilere dönüşürse bu, artan iş hacmi ve büyüme şeklinde de değerlendirilebilir. Dolayısı ile uzun vadede işletmelerin performansının iyi olacağı ve hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyebileceğini de söylemek mümkündür(23).

4.1.2. Uzun Dönemde Etkili Olabilecek Faktörler

Ekonomik gelişmelerin analizinde yukarıda belirtilen faktörlerin yanı sıra bazı faktörler ekonomik ve sosyal yapı üzerinde uzun dönemde etkili olur. Şüphesiz uzun dönemde nüfus artış hızı ve nüfusun yaş gruplarına göre dağılımı hem tüketici talebinin miktarı hem de türü hakkında bir fikir

verir. Bu uzun dönem bekleyişlerine paralel olarak işletmeler yatırım planlarını ve büyüme stratejilerini belirlerler. Örneğin Amerika'da nüfus artış hızı yavaşlamıştır. Ortalama yaşın 2000 yılında 35 yaş civarında olması beklenmektedir. Tanınmış kozmetik ve ilaç firmalarından Johnson & Johnson, nüfusun yaş dağılımında beklenen bu değişmeye karşılık mamullerinden bebek şampuanının büyükler içinde ideal bir şampuan olduğunu reklamlarında vurgulamaya başlamıştır. Şirket böylece şampuan talebini büyüklere doğru kaydırmayı planlamaktadır.

Nüfus artış hızı, bir başka açıdan işgücü miktarı ve türü hakkında ileriye dönük tahminlerde bulunmaya yardımcı olur. Uzun dönemde dikkate alınacak bir diğer faktör, işgücü verimliliğindeki artış ve sermaye birikimidir. İşgücü verimliliğindeki artış, sanayileşme ve teknolojik gelişme ile kazanılır. Verimlilik artışı, maliyetlerde düşme ve bu düşmenin mamul fiyatlarına yansıması, talep artışını da beraberinde getirir. Sonuçta işletmelerşn satış hacmi, karları artabilir ve bu daha yüksek hisse senedi fiyatının oluşmasına katkıda bulunur(24).

4.2. Endüstri Analizi

Ekonomik analizde genel ekonomik durum, kısa ve uzun vadede etkili olabilecek faktörlerin etkisi bakımından incelenir. Ekonomik durum dolaylı ve dolaysız olarak ekonomideki tüm işletmeleri etkiler ve bu etki işletmelerin performansı ile hisse snedi fiyatlarına yansır. Halbuki, işletmelerin karları, dağıtacakları temettüler ve hisse senedi fiyatları aynı zamanda endüstri genelindeki bazı faktörlerin etkisiyle de değişme gösterir. Bu nedenle genel ekonomi üzerinde yapılan incelemeler, ikinci aşamada işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri dalına yöneltilir.

Endüstri analizinin zor tarafı, işletmenin faaliyette bulunduğu iş kolunun kesin olarak tanımlanamamasıdır. Bir çok büyük işletme faaliyetlerini farklı alanlara yaymış durumdadır. Aşağıdaki paragraflarda ilk önce endüstri hayat eğrisinin endüstri analizindeki rolü açıklanacak, sonra endüstrinin durumunu değerlendirmede dikkate alınacak faktörler incelenecektir.

4.2.1. Endüstri Hayat Eğrisi

İnsanlar gibi endüstriler de doğar, büyür ve ölürler. Bu safhalar aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. Endüstrilerin hayat eğrilerini başlangıç, büyüme, istikrar ve gerileme olarak 4 döneme ayırmak mümkündür.

4.2.1.1. Başlangıç Dönemi

Bu dönem yeni bir endüstrinin ya da yeni bir mamulun doğuşunu kapsayan dönemdir. Bu dönemde, mamul yaygın bir şekilde kullanılmadığından gerçek anlamda bir rekabet sözkonusu değildir. Tüketiciler mamulü tanımamaktadır. Talep yaratmak için eğitilmeleri veya promosyona gidilmesi gerekir. Mamul çeşitleri sınırlı ve fiyatları yüksektir. 1980 yılındaki PC modeli bilgisayar endüstrisinin doğuşu bu duruma en iyi örnektir. Yatırımcılar açısından, bebeklik dönemindeki işkollarına veya ürettiği ana mamul henüz bebeklik döneminde olan şirketlerin menkul değerlerine yatırım yapmak oldukça risklidir. Çünkü endüstrinin ne yönde gelişme göstereceğini tahmin etmek zordur, gelecek ile ilgili belirsizlikler oldukça fazladır(25).

4.2.1.2. Büyüme Dönemi

Bu dönemde endüstriye yeni firmalar, rakipler girmeye başlar. Talep arttırmak için fiyatlar aşağıya çekilir ve büyük miktarlarda üretim başlar. Bunun yakın zamandaki en iyi örneği bilgisayar dalında görülmüştür. Apple şirketi PC türündeki mini bilgisayarları üretip, pazara süren ilk firmadır. Talep hızla artmaya başlayınca, IBM bu sektöre girmeye karar vermiş ve pazar payının çoğunu ele geçirmiştir

Bu aşamada endüstride faaliyette bulunan ve faaliyete devam edebilecek firma sayısı çok hızlı şekilde değişir. Bu nedenle, yatırımcıların yönetim ve finansal kaynakları güçlü, rekabetin oldukça arttığı bu dönemde yaşayabilecek firmaları seçmesi gerekir(26).

4.2.1.3. İstikrar Dönemi

Endüstri hayat eğrisinin bu aşamasında rekabet ve pazar payları istikrar kazanır ve büyük olasılıkla pazar payı sabit kalır. Promosyon aracı olarak bu dönemde reklamlar çok önemlidir. Bu sahfada endüstrideki işletmeler maliyet tasarrufuna büyük önem verirler. Satışların artış hızı yavaşlar. Bugün dünyadaki demirçelik sanayiinin durumu bu dönemin en iyi örneğidir. Yatırımcılar, istikrar sahfasında olan işkollarındaki işletmelerin hisse senetlerini satınalarak para kazanabilirler. Fakat alım satımda zamanlama oldukça önemlidir. Çünkü bu aşamadaki işletmeler ekonomik dalgalanmalardan oldukça çabuk etkilenirler(27).

4.2.1.4. Gerileme Dönemi

Hayat eğrisinde son dönem, gerileme ve düşüş dönemidir. Bu dönemde endüstri satışlarındaki büyüme oranı, milli gelir artış hızından daha düşüktür.

Hatta satışlarda parasal bazda ölçülen bir düşme olabilir. Gerileme döneminde endüstrideki firma sayısı doğal olarak azalır, firmalar karlı olmayan mamullerini üretmekten vazgeçebilirler. Yine bu sahfada firma açısından endüstrideki pazar paylarını korumak veya arttırmak önemli değildir. Bu nedenle fiyatlar, kar marjını muhafaza edebilecek şekilde belirlenir.

Bu aşamada olan endüstrileri kesin olarak tanımlamak çok zordur. Doğal olarak yatırımcılar, bu tür endüstrilerdeki firmalara yatırım yapmaktan kaçınırlar. Öte yandan iyi yönetilen şirketlerin hisse senetlerini çok ucuza alabildikleri takdirde yatırımcıların kar sağlamalarıda mümkündür. Yukarıdaki açıklamaların ortaya koyduğu gibi her safhada yatırımcı açısından bir risk mevcuttur. Eğer yatırımcılar endüstrilerin, hayat eğrisinin hangi aşamasında olduğunu belirleyebilirse, yatırım yapmakla katlanacağı risk derecesi ve hisse senedi fiyatının bu riske göre normal olup olmadığı konularında daha iyi bir değerlendirme yapabilirler(28).

4.2.2. Endüstri Analizinde Dikkate Alınacak Faktörler

Menkul kıymetlerin değerlenmesinde işletmenini faaliyette bulunduğu endüstrinin durumunu, aşağıdaki faktörler açısından da incelemek gerekir(29).

4.2.2.1. Endüstrinin Geçmişte Gösterdiği Büyüme

Endüstrinin geçmiş yıllardaki büyüme performansı, hayat eğrisinin hangi aşamsında olduğu konusunda da bir fikir verir. Örneğin Türkiye'deki renkli TV üretimi sanayiini dikkate alacak olursak, bu sektör son 1987 başlarına kadar son derece hızlı bir büyüme göstermiştir. Verilere göre bu işkolu bu period içinde bir büyüme dönemi yaşamıştır. Öte yandan siyah-beyaz TV üretimi ise son derece azalmıştır. Bu iş kolu da şu anda gerileme dönemindedir. Geçmişteki büyüme performansı, endüstrinin geleceği ve hayat eğrisi üzerindeki konumu hakkında yatırımcılara önemli bilgiler sağlar.

4.2.2.2. Endüstrideki Arz ve Talep Durumu

Endüstrinin veya endüstride üretilen mal ve hizmetlerin arz ve talep trendleri yıllar itibariyle nasıl seyretmiştir? Talep artışının kaynağı nedir ve gelecek yıllarda talepte bir artış bekleniyorsa, endüstrinin kapasitesi bu ihtiyacı karşılamaya yeterli midir? Menkul kıymetlerin değerlenmesinde bu sorulara cevap verilmesi gerekmektedir. Uzun dönemde arz ve taleple ilgili bekleyişler nedir? Örneğin 1970'li yıllarda dünyada herkes petrol ürünlerine olan talebin artacağı, fakat petrol üreticisi ülkelerin rezervlerini tüketmemek ve daha fazla gelir sağlamak için üretimlerini azaltacağı inancında

idi. Bugün ise arz bolluğu vardır ve petrol fiyatlarında önemli düşüşler olmuştur. Bu gelişmelere rağmen uzun dönemde petrol ürünleri sanayiinde, başka enerji alternatifi geliştirilmediği sürece talep artacak fakat arz önemli bir problem olarak kalacaktır.

4.2.2.3. Mamullerin Özelliği

Talep tarafıyla ilgili bir başka konu, endüstride üretilen mamullerin özelliği ve kişi başına kullanım miktarıdır. Kişi başına kullanım miktarı artıyorsa o endüstri büyümektedir. Örneğin bilgisayarın (hatta bilinçi, bilinçsizce kullanılsa ülkemizde bile) günlük hayatımızda, işletmelerin günlük faaliyetlerindeli rolü giderek artmakta ve çok kişi tarafından kullanılmaktadır .

Kişi başına kullanım miktarına ek olarak endüstri analizinde söz konusu mamuller için büyük miktarda talebin (Mass Market) mevcut olup olmadığı araştırılmalıdır. Örneğin Xerox yine 1970'li yıllarda kendi geliştirdiği kuru sistem fotokopi için çok büyük bir pazar bulmuş ve 10-15 yıl içinde A.B.D. 'de en hızlı büyüyen şirketlerden biri olmuştur. Eğer pazar büyük değilse firma veya endüstri, normal bir fiyattan kaliteli mal üretmekte oldukça büyük zorlukları karşılaşır.

Endüstride üretilen mal ve hizmetlerin uzun dönemde teknolojik gelişme karşısındaki durumunun da incelenmesi gerekir. Teknolojik gelişmelere kolayca uyum sağlama, talebin etkilenmemesi elbetteki endüstrinin veya mamullerin yaşamasını sağlar. Elektronik sanayiindeli hızlı teknolojik yenilikler ve bunların bilgisayarlara uygulanması, bu sektörde büyümeyi devam ettiren faktör olmuştur. Sektör devleri IBM, Hewlett Packard gibi firmalar bu gelişmeye kolayca ayak uydurmuş, fakat aynı başarıyı örneğin Control Data şirketi gösterememiştir(%o).

4.2.2.4. Talep Esnekliği

Endüstride ürertilen mal ve hizmetlerin özelliğini incelemede değerlendirilecek bir husus mal ve hizmete olan talebin elastikiyet derecesidir. Bir başka deyimle tüketicilerin gelirlerindeki değişmelerin, mamullere olan talepte ne yönde bir değişme yarattığı incelenmelidir.

Tüketicilerin gelirlerindeki değişmeler talebi daha büyük oranda etkiliyorsa, mamulün gelir esnekliğinin 1 'den büyük olduğu kabul edilir. Öte yandan mal ve hizmete olan talep, değişmelerinden etkilenmiyor veya az oranda etkileniyorsa mamulün gelir esnekliğinin olmadığı veya sıfır olduğu söylenir. Eğer söz konusu mal, tüketiciler için zorunlu ise gelir esnekliği sıfıra yakın olacaktır(%1).

Ayrıca söz konusu mal, tüketicilerin toplma gelirleri içindeçok küçük paya sahip ise talep yine gelir değişmelerinden etkilenmez. Lüks tüketim malları talebi ise gelir değişmelerinden büyük ölçüde etkilenir. Yatırımcılar açısından bu özellik çok önemlidir. Menkul değer yatırımlarından devamlı ve istikrarlı gelir sağlamak isteyen bir kimse temel gereksinimlerini karşılayan, mamulün talep esnekliği sıfıra yakın veya sıfır olduğu işkollarını seçebilir.

4.2.2.5. Endüstride Üretim Kapasitesi

Endüstrideki üretim kapasitesi, endüstrinin geleceği hakkında bir fikir verebilir. Genellikle mamul satış fiyatları ile kapasite kullanımı arasında tersine bir ilişki vardır. Endüstrideki firmaların kapasite kullanımları düşükse, bir başka deyimle atıl kapasite varsa, bu gelecek yıllarda o sektördeki büyüme ve fiyatlandırma durumu hakkında yatırımcıya yararlı bilgiler verir.

4.2.2.6. Devlet Müdahalesi

Resmi organların veya kamunun müdahalesi, sektörler arasında farklılık gösterir. Genellikle dünyada en liberal ülkelerde bile devlet finans kesimini sıkı bir şekilde denetlemekte ve sektördeki firmaların faaliyetlerine müdahale edebilmektedir. Devlet müdahalesi en yaygın biçimde o iş kolunda özel sektör firmalarının faaliyetlerinin yasaklanması şeklinde olmaktadır. Ülkemizde sigara üretimde olduğu gibi devlet müdahalesi sektörden sektöre farklı olmakla birlikte 1980'den sonra liberal ekonomik politikaların ağırlık kazanması, özelleştirme girişimleri ekonomik hayatta müdahalesinin nispeten azalmasına sebep olmuştur. Ülkemizde özel sektöre açılan sahalar olarak hava yolu ulaşımı, sigara sanayii sayılabilir.

4.2.2.7. Uluslararası İlişkiler

Bugün haberleşmedeki teknik ilerlemeler ile dünya gerçekten küçülmüştür. Özellikle 1980'den sonra Türkiye ekonomisinin dışa açılma yönünde yaptığı girişimler sonucu, dünya pazarları ile bütünleşmeye doğru adım atılmıştır. Bugün, endüstrilerin uzun vadede yaşayabilmesi için ihracat şart olmuştur. Öte yandan sanayileşmiş ülkelerde koruyuculuk eğilimleri giderek artmaktadır. Ülkemizde ise serbest piyasa ekonomisi ve kaliteli mal üretimi gerekçesi ile hemen hemen tüm sektörler için ithal kapıları açılmıştır. Gelecekte bu ilişkiler muhtemel bir döviz sıkıntısı durumunda nasıl bir eğilim gösterecektir? Analizde bu faktörlerinde göz önüne alınması gerekir.

4.2.2.8. Sosyal Yaşamdaki Değişmeler

Son olarak ele alacağımız önemli bir etmen, kişilerin sosyal durumlarındaki değişme nedeniyle tüketim alışkanlıklarının da değişmesidir. Örneğin dünyada toplum bireylerinin genel eğilimi şu anda daha küçük aile, daha çok dinlenme zamanı ve maddi değerlere giderek daha az önem vermek şeklindedir. Ailelerin küçülmesi örneğin küçük, ekonomik araba talebinin artışında etkili olabilir.

Aile fertlerinin sayısındaki azalma, aile planlaması gibi nüfus artışını kontrole yönelik girişimler, bebek eşyalarının üreten firmaları çok uzun vadede zor durumda bırakabilir. Tüketicilerin zevkleri genellikle yavaş değişir. Fakat zevklerdeki değişme, çok iyi yatırım imkanlarını da beraberinde getirir.

4.3. Firma Analizi

4.3.1. Giriş

Temel Yaklaşımda son aşama firma analizidir. Ekonomik durumun değerlemesi yapılıp, endüstri incelendikten sonra analiz mikro baza indirgenir. Amaç, bütün bu incelemelerin sonucunda, firmanın gelecek dönemlerde nasıl bir performans göstereceğini tahmin etmek ve hisse senedi değerini belirlemektir.

Firma analizi iki yönden yapılır. Bir taraftan firma ile ilgili nitel faktörler değerlendirilir. Örneğin firmanın ürettiği mal ve hizmetler, bunların niteliği ve muhtemel talep durumu, pazar payı ve firma yönetiminin kalitesi gibi. Bir başka açıdan yapılan inceleme nicel faktörlerin değerlendirilmesine yöneliktir. Bu inceleme, firmanın finansal yönden analizidir. Geçmiş dönemlere ait finansal tabloları analiz edilerek firmanın finansal performansı ölçülmeye çalışılır(32).

Bu ayrımda ilk önce nitel faktörlerin değerlendirilmesi üzerinde durulacaktır. Daha sonra nicel yönden inceleme ve analiz ele alınacaktır.

4.3.2. Firma Analizinde Dikkate Alınacak Nitel Faktörler

4.3.2.1. Mamullerin Özelliği

Firmanın üretmiş olduğu mal ve hizmetlerin özellikleri, hisse senedi değerlemesinde oldukça yararlı bilgiler sağlar. Bu inceleme de göz önüne alınabilecek faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz: (33).

a) Üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi: Firmanın ürettiği mal ve hizmetlerin benzerlerinden farkı var mıdır? Bu üstünlükler nelerdir? Kalite farklılığı tüketim mallarında daha kolaylıkla belirlenebilir. Buna karşılık örneğin kimyevi maddeler, metal gibi temel sınai mallarda kalite farklılığını hemen ayırt etmek mümkün değildir.

b) Mal ve hizmetlerin pazarda tanınması: Bazı firmalar mamullerini pazarlamada oldukça başarılı olmuşlar ve markaları, mamul isminin yerini almıştır. Örneğin Coca-Cola, bugün dünyada içeceklerin simgesi olmuştur. IBM dendiğinde bir çok kimsenin aklına kompüter gelir. Bu şekilde tanınma mamule olan bağımlılığı arttırır. Firmanın ürettiği mal ve hizmetler bu açıdan da incelenmelidir.

c) Endüstrilerde olduğu gibi mamuller içinde bir hayat eğrisi söz konusudur. Mamule talep bir kaç yıl oldukça kuvvetli olur, sonra herhangi bir nedenle talep düşer ve mamul piyasadan kaybolur.

Bu tür olaylar moda değişmelerinin oldukça hızlı olduğu hazır giyim sanayiinde sık görülür. Analizi yapılan firmanın mamulleri için de bu şekilde bir talep azalması ihtimali araştırılmalıdır.

d) Mamule olan talep mamulün niteliği ile yakından ilişkilidir. Mamul temel bir ihtiyaç maddesi özelliğinde ise ve ikame edilemiyorsa talep azalması beklenemez, talep yıllar itibariyle oldukça istikrarlı bir yapı gösterir. Dolayısı ile gelecek dönemlerdeki talep durumu, buna bağlı olarak firmanın satışları kolaylıkla tahmin edilebilir. Örneğin ekmek, tuz ve benzin gibi maddeler temel ihtiyaç maddeleridir. Reklam ve benzeri promosyon araçları ile talebi arttırmak mümkün değildir. Bu tür malların talebi teknolojik değişmelerden etkilenmez.

e) Firmanın ürettiği mal ve hizmetlerin başka mamuller için de talep yaratıp yaratmadığı önemli bir husustur. Tipik örnek otomotiv sanayiidir. Otomotiv sanayiini destekleyen ve binlerce firmadan oluşan otomotiv yan sanayii vardır. Çünkü otomotiv sanayiinde mamullere artan talep demir çelik, plastik, tekstil ve elektronik sanayilerinin iş hacmini de arttırmada etkili olur. Firmanın ürettiği mamullerin sayısı, pazar payı, yurtdışı pazarlara satma olanağı, mamullerin çeşitliliği gibi faktörler de risk dağıtımında etkili olur, firma karlarının ve dağıtabileceği kar payının istikrarlı olmasını sağlayabilir.

4.3.2.2. Firma Yönetiminin İncelenmesi

Firma analizinde bir başka inceleme konusu firma üst yönetim kadrosu, bu kadronun kalitesidir. Çünkü firma yöneticilerinin veya yönetimde söz sahibi olan kimselerin karakteri, iş dünyasında tanınmış olup olmadıkları gibi faktörler, sermaye piyasasının gelişmemiş olduğu, bilgi akışının çok sınırlı olduğu bir ortamda yatırımcılar için karar vermede oldukça önemlidir. Yönetim kadrosunun kalitesinin incelenmesinde göz önüne alınacak faktörleri şöyle sıralayabiliriz: (34)

a) Firmanın bir organizasyonu var mıdır? Görev ve sorumluluklar ayrıntılı bir şekilde belirlenmiş midir?

b) Firmanın uzun vadeli bir planı var mıdır?

c) Günlük işlerin yürütülmesinde kullanılacak yazılı politika ve standart prosedürler var mıdır?

d) Firma amaçları, hedefleri ve bu hedeflere ulaşmadaki politika, plan ve stratejiler somut olarak belirlenmiş midir?

e) Firma üst yöneticilerinin tahsil durumu ve iş tecrübeleri nedir?

f) Firma yöneticilerinin piyasada, iş çevrelerindeki söhreti nasıldır?

g) Yönetimin geçmiş yıllardaki performansı nasıl olmuştur?

h) Yeni mamullerin geliştirilmesi konusunda yönetim nasıl bir çalışma yapmaktadır?

ı) Yatırım gayretleri nasıldır? Yönetim tek bir mamule bağımlı mı kalmaya arzulamakta yoksa farklı alanlara yatırım yapmayı düşünmekte midir?

j) Yöneticiler çeşitli çevre grupları (ortaklar, işçi sendikaları, mahalli idareler, kamu daireleri) ile ilişkileri nasıldır?

Nite faktörlerin sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesinden de karşılanan zorluk özellikle işletme içine yönelik bilgilerin toplanmasının her zaman mümkün olmamasıdır. Halka kapalı bir kaç kişinin hakimiyetinde olan veya aile şirketi özelliğini sahip kurulaşlar için bu hemen hemen imkansızdır. Şirketler halka açılıp hisse senetleri piyasada işlem gördükçe ve hisse senetlerinin sahipliği yayınlaştıkça bu tür bilgilerin elde edilmesinin elde edilmesi nispeten daha kolaylaşacaktır. Piyasa mekanizması en azından bu bilgilerin yatırımcılara aktarılması için şirketleri zorlayacaktır.

4.3.3. Firma Analizinde Dikkate Alınacak Nicel Faktörler

Nicel yönden yapılacak firma analizi, firmanın geçmişte göstermiş olduğu performansın finansal tablolar aracılığı ile incelenmesine yöneliktir. Firma hakkındaki en önemli bilgi kaynağı, finansal tablolardır. Finansal tabloların en kolay bulunabileceği kaynak, firmaların yıllık maliyet raporlarıdır. Çalışmamızın bu bölümünde sözkonusu tabloların analizi ele alınacaktır. Yukarıda belirtildiği gibi bu konu, hem firmanın geçmişte göstermiş olduğu performansın değerlendirilmesi açısından önemlidir, hem de gelecekte göstereceği performans hakkında bir tahminde bulunmada kolaylık sağlar(35).

4.3.3.1. Finansal Tablolar

Finansal tablolar bilanço, gelir tablosu ve fon kaynak kullanım tablosu olarak üç gruba ayrılır.

a) <u>Bilanço:</u> Firmanın belli bir tarihteki finansal durumunu gösteren tablodur.

Aktif taraf firmanın belirtilen tarih itibariyle hangi varlık kalemlerine yatırım yaptığını, pasif taraf ise bu yatırımların hangi kaynaklar ile finanse edildiğini gösterir.

Finansal analiz ile ilgili her yayında bilanço ve diğer finansal tablolar hakkında yeterli bilgiler bulmak mümkün olduğu için burada sözkonusu tablolar çok kısa açıklanacaktır. Bununla beraber, bazı kavramları açıklamakta yarar vardır.

Bilançoda cari aktifler, en çok bir yıl içinde nakde çevrilebilecek değerleri, sabit varlıklar ise bir yıldan daha uzun sürede nakde dönüşecek kalemleri gösterir. Cari varlıklar, işletmenini normal faaliyeti sırasında ortaya çıkan ve nakde dönüşen kısa vadeli değerlerdir. Örneğin alacaklar ve stoklar. Kredili satışlar yapıldıkça, alacaklar artar fakat vadesinde tahsil edildiklerinde nakde dönüşür. Bir imalat işletmesinde hammadde, yarı mamul ve mamul olmak üzere üç türlü stok vardır ve stoklar üretim-satış arasındaki fark ile ortaya çıkar. Mamul stokları satıldıkça tekrar alacak ve nakde dönüşür.

Bilançoda pasif taraf, genelde borç ve özvarlık olarak ikiye ayrılır. Borçlar içinde vadesi bir yılda gelecek olanlar cari pasif, daha uzun sürede gelecek olanlar orta ve uzun vadeli borçlar kısmında yer alır. Özvarlık kalemi ise firmanın ödenmiş sermayesi ile bilanço tarihine kadar ayrılmış ihtiyatlar toplamından varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan miktardır(36).

b) Gelir Tablosu : Gelir tablosu, bir faaliyet döneminde işletmenini gerçekleştirdiği satışlar ve satışların maliyeti ile diğer giderler toplamını ve bunun sonucu elde edilen karı gösterir.

Gelir tablosu kalemlerinin özelliği belli bir "dönemdeki" satışlar ve giderlerle ilgili hareketleri göstermesidir. Bir başka deyimle, bu tabloda yer alan kalemler akım kavramına (flow concept) dayanırlar. Halbuki bilançoda yer alan kalemler, belli bir tarihteki değerleri yansıtırlar ve dolayısıyla bu değerlerler stok esasına dayanır.

Diğer bir finansal tablo fon kaynak-kullanım tablosudur. Bu tablo faaliyet döneminde işletmenin hangi kaynaklardan ne miktarda fon sağladığını ve bu sağlanan fonları nerelere kullandığını gösterir.

4.3.3.2. Finansal Tablolardaki Bilgilerin Kalitesi

Hisse senedi, tahvil gibi menkul değerlere yatırım yaparken yatırımcıların karşılaştıkları en önemli sorunlardan biri, finansal tablolardaki bilgilerin ne derece doğru ve güvenilir olduğudur. Meseleye iki açıdan yaklaşmak doğru olacaktır.

Birincisi, finansal tabloların hazırlanmasında kullanılan muhasebe ilkeleri konusunda bazı belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Bu, söz konusu kuruluşların yatırımcıları, ortakları aldatma gibi kötü niyetli davranmaları şeklinde yorumlanmamalıdır. Bazı ilkeler konusunda uzmanların henüz ortak görüşünün olmamasından ileri gelmektedir. Bu sorunları çözmek için yazılan kitaplar ve yayınlar muhasebe literatüründe oldukça geniş bir yer tutar. Bu konuda bir iki örnek verilebilir.

Sorunların biri stok değerleme ile ilgilidir. Stok değerlemesinde kullanılacak yöntem satılan malın maliyeti (SMM) ve dolayısıyla faaliyet karını etkiler. Stok değerleme yönteminin FIFO mu yoksa LIFO mu olduğu işletme gelir tablosunu ve kar rakamını etkileyecektir.

Sabit varlıkların amortismanı ve amortisman ayırma yöntemindeki değişmeler aynı şekilde farklı kar rakamları ortaya çıkaracaktır. Bunun gibi işletme birleşmeleri ve konsolidasyon yine bazı muhasebe sorunlarını beraberinde getirir. Kısacası, finansal tablolardaki veriler, her zaman işletmenin gerçek durumunu göstermez. Bu veriler üzerinde düzeltme işlemi yapmak gerekebilir ve/veya bu veriler analiz amacı ile kullanılırken söz konusu sorunların muhtemel etkilerini de göz önünde tutmak gerekir.

Diğer önemli bir konu, ülkemizdeki muhasebe uygulaması ile ilgilidir. Muhasebe ilkeleri konusunda standartların belirlenmemiş olması nedeniyle, ülkemizdeki işletmelerin finansal tabloları oldukça farklı muhasebe uygulamalarının sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu tablolardaki verilerin de bağımsız bir organ tarafından denetlenmemiş olması güvenirlilik derecesi hakkında haklı şüphelere neden olmaktadır.

Ayrıca bu tabloların kamuya açıklanma zorunluluğu yoktur. Kamuya açıklananlar, örneğin yıllık faaliyet raporlarına konan bilgiler çoğu kez yeterli olmamaktadır. Söz konusu tabloların kesinlikle bağımsız yeminli mali müşavirler tarafından denetimi şarttır.

Denetlenmiş tablolar, yatırımcılara ayrıca bilgilerin doğruluğu konusunda bir güven verecektir. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu'na "Kamunun aydınlatılması amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar almak, özellikle bilanço, kar zarar tablosu, yıllık raporlar, denetim raporları ve diğer tablolar hakkında standartlar tespit etmek ve bunları tebliğler ile duyurmak" görev ve yetkisini vermiştir. Buna dayanarak kurul kanun kapsamındaki ortaklıklar için standart mali tablo ve raporlara ilişkin esasları 13.2.1983 tarih ve Seri VIII, No: 2 li tebliği ile belirlemiştir(37).

4.3.4. Finansal Tablo Analizi

Firma analizinin önemli bir aşaması, firma finansal tablolarının incelenmesi, bu tabloların belli bir dönem itibariyle analiz edilmesidir. Bu bölümde bu finansal analiz teknikleri ele alınacaktır.

Finansal tablo analizinin amacı, işletmenin finansal performansını değerlendirmektir. Finansal tablo analizinde kullanılan tekniklerin şüphesiz en klasik olanı ve en çok bilineni, oran analizidir. Oran analizi, finansal tablolardakikalemler arasında nisbi ilişkiyi sistemli ve tutarlı bir şekilde açıklama esasına dayanmaktadır. Oran analizini iki şekilde gerçekleştirmek mümkündür.

Birincisi, belli bir yıl için analiz yapılacak firmanın oranları hesaplanır ve bu oranlar o faaliyet koluna ait standartlar ile karşılaştırılır. Bu tür analize, kesit analizi (cross section analysis) denir. Analizin yararı, firmanın endüstriye kıyasla ne derece başarılı (veya başarısız) olduğu konusunda fikir vermesidir.

Bir başka analiz şekli belli bir zaman dönemi için örneğin 5 yıl, firmaya ait oranları hesaplamak ve oranların zaman içindeki eğilimini inceleyerek firmanın finansal durumunu değerlendirmektir. Bu analize **trend analizi** denir. Ancak finansal analiz ile ilgili önemli bir konu, oranların tek başına yeterli olmayacağıdır. İlk önce, hiç bir oran tek başına anlamlı değildir, ancak diğer oranlar ile birlikte incelendikleri takdirde, daha tutarlı sonuç çıkartılabilir.

Ayrıca, oranlar yolu ile elde edilen bulguların yorumlanmasında diğer analiz tekniklerinin de kullanılması gerekir. Çünkü bütün bu teknikler analizi tamamlayıcı özelliklere sahiptir. Söz konusu analiz tekniklerinden biri, bilanço kalemlerinin yüzde dağılımının zaman içinde dağılımının incelenmesidir. Genellikle bilanço toplamı 100 kabul edilerek diğer kalemlerin, toplam içindeki payı hesaplanır. Gelir tablosunda da temel kalem satışlar alınır ve gider ve kar kalemlerinin satışlar içindeki payı hesaplanır(38).

4.3.4.1. Oran Analizi

Oran analizinde kullanılan oranları başlıca dört grupta toplamak mümkündür:

a) Likidite Oranları: Firmanın kısa vadeli borçlarını ne ölçüde kısa vadeli varlıkları ile karşılayabileceğini gösteren organlardır. Bir başka deyimle, vadesi gelen borçların ne ölçüde nakit ve/veya nakde kısa sürede çevrilebilir varlıklar ile karşılanabileceğini bu grup oranlar gösterir.

Bu grupta üç oran yer almaktadır: **Cari Oran, Asit Test Oranı ve Nakit Oranı**

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Cari Aktifler}}{\text{Cari Pasifler}}$$ şeklinde hesaplanır.

Cari oranın yeterli olup olmadığı konusunda bir fikir verebilmek için, işletmenin içinde bulunduğu endüstri kolundaki standartları incelemek gerekir. Genellikte endüstriler arasındaki nitel ve nicel farklılıklar bir tarafa bırakılırsa Türkiye'de tüm firmalar için uygun cari oranın 2 olduğu söylenilebilir.

Cari oran hesaplanırken cari aktif ve cari pasif toplamları kullanılmaktadır. Halbuki, cari aktiflerin içinde, nakde çevrilmesi zor olabilecek, diğer cari aktif kalemlerine kıyasla daha az likit stoklarda vardır. Şu halde işletmenin gerçek likidite durumunun hesaplanması için stokların dahil edilmemesi gerekir. Bu şekilde hesaplanan orana **asit test oranı** denir.

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Kasa+Alacaklar}}{\text{Cari Pasifler}}$$ şeklinde formüle edilmektedir. Dar anlamda likiditeyi ölçen bir oran da **Nakit Orandır.** Bu oran eldeki nakdin ve pazarlanabilir menkul değerlerin, kısa vadeli borçları ne derecede karşıladığı gösterir ve aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Kasa+Banka+Paz.Men.Değ.}}{\text{Cari Pasifler}}$$

b) Faaliyet Oranları: Faaliyet oranları, işletme varlıklarının kullanımındaki verimliliği ölçen oranlardır. Bu gruba dahil oranlar, **Alacak Tahsil Süresi, Stok Dönme Çabukluğu ve Toplam Varlık Dönme Çabukluğudur.**

$$\text{Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{\text{Net Ticari Ala. X 365}}{\text{Net Kredili Satışlar}}$$

Oratalama tahsil süresi, firmanın satış şartları ile karşılaştırılmalıdır. Eğer ortalama tahsil süresi satış şartlarında tanınan vadeden uzun ise alacak yatırımları artıyor demektir. Bir başka deyişle alacakların nakde dönüşümü uzamaktadır. Alacaklardaki şişme bir şekilde finanse edilmelidir.

Firma faaliyetlerin devamı için kısa vadeli borçlarla alacakları finanse etme yoluna gittiğinde işletmenin cari oranı ve diğer likidite oranları düşer, likiditesi zayıflar.

$$\text{Stok Dönme Çabukluğu} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Varlıkların kullanımındaki verimliliği ölçen bir diğer oran, stokların dönem içinde kaç kere devrettiğini gösteren **stok dönme çabukluğudur.** Stoklar ne kadar hızlı devrederse işletme için o kadar iyidir. Böylece firma stokları daha az miktarda ve sürede finanse etme gereksinimi duyacak bu da işletme sermaye finansmanını azaltacaktır.

$$\text{Top. Aktif.Dön.Çabukluğu} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

şeklinde ifade edilebilecek toplam aktiflerin dönme çabukluğu oranı faaliyet grubundaki son orandır.

c) **Finansal Yapı ile İlgili Oranlar:** Kaldıraç oranı olarak bilinen bu gruba dahil oranlar; borç/özvarlık, borç/toplam varlık ve faiz karşılama oranlarıdır. Sözkonusu bu oranlar işletmenin faaliyetlerini ve yatırımlarını hangi kaynaklar ile finanse ettiğini gösterir. Dolayısıyla faaliyetlerin finansmanında giderek borç türündeki kaynaklara yönelme işletmenin finansal riskinin arttığına da işaret eder. Bu durumun çok yönlü etkileri vardır. Herşeyden önce finansal riskin artması ile birlikte işletme daha zor ve yüksek maliyetle ek kaynak sağlar. Özellikle bu durum azalan karlılıkla beraber gelirse, **hisse senedi fiyatları da düşme eğilimi gösterir.**

$$\text{Borç/Özvarlık Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Özvarlık}}$$

Bu ora finansal riskin geleneksel göstergesidir ve finansal yapı içinde borçların öz varlığa göre payını yansıtmaktadır.

$$\text{Borç/Toplam Varlık} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu oran işletmenin yatırımlarının finansmanında ne ölçüde borç kullandığını gösterir.

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Ön. Kar}}{\text{Faiz Giderleri}}$$

Bu oran ise işletmeye sabit yükümlülük getiren faiz giderlerini firma karının ne ölçüde karşıladığını gösterir.

d) Karlılık Oranları : Firma yönetiminin faaliyetlerde gösterdiği verimliliği ölçen oranlar bu grupta yer alırlar. Oranları, brüt kar marjı, öz varlık karlılığı ve toplam varlık karlılığı olarak sınıflandırabiliriz.

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Net Satışlar - SMM}}{\text{Net Satışlar}}$$

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Vs. Net Kar}}{\text{Satışlar}}$$

$$\text{Öz Varlık Karlılığı} = \frac{\text{Vs. Net Kar}}{\text{Maddi Öz Varlık}}$$

Bu oran işletme ortaklarının karlılığını ölçen orandır.

$$\text{Toplam Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Vs. Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu oran işletmenin yatırımlarından ne oranda getiri sağladığını ölçer. Bu oran yatırımların karlılığı oranı olarak da bilinir. Yatırımların karlılığı oranı tek başına anlamlı olan tek orandır. Oran herşeyden önce sadece ortaklar değil, firmaya borç veren kreditörler de dahil olmak üzere tüm ilgili taraflar için ortalama bir karlılık vermektedir.

Aktif Karlılığı veya yetirımların karlılığı gerçekte iki oranın bileşiminden oluşmaktadır. Bu oranlar aktif dönme çabukluğu ve net kar marjıdır. Bu oranların çarpımı, aktif karlılığını verir.

$$\text{Toplam Aktif Karlılığı} = \text{Net Kar Marjı} \times \text{Top.Ak.Dön.Çab.}$$

$$= \frac{\text{Vs. Net Kar}}{\text{Satışlar}} \quad \frac{\text{Satışlar}}{\text{Top. Aktifler}}$$

$$= \frac{\text{Vs. Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Şu halde firma Kar marjını arttıtmak suretiyle ve/veya toplam aktif dönme çabukluğunu hızlandırmak suretiyle yatırımların karlılığını arttırabilir. Bu şekilde zincirleme gidilerek tüm bilanço ve gelir tablosu kalemleri ile bağıntı kurulmuş olur.

Bu oranlar üzerinde yapılan analizlerin içeriği ve kullanımları hakkında bir çok finans kitabında ayrıntılı bilgiler verilmektedir. Bu sebeple burada oranların sadece formulasyonlarına değinilmiş ve grupsal işlevleri üzerinde durularak bu araştırmadan faydalanmak isteyenlere başvuracakları referans noktaları olarak verilmiştir(39).

4.3.4.2. Fon Kaynak ve Kullanım Tablosu

Finansal analizde kullanılan bir başka teknik, fon kaynak ve kullanım tablosudur. Fon kaynak ve kullanım tablosu, oran analizinin tamamlayıcısıdır.

Tablo, belli bir dönemde işletmenin hangi kaynaklardan ne miktarda fon temin ettiğini ve bunları ne miktarda ve nerelere kullandığını gösterir. Tablonun hazırlanmasında iki farklı tarihli bilanço kalemlerindeki değişmeler esas alınır ve bu değişmelerin bir fon kaynağı mı yarattığı yoksa fon kullanımına mı neden olduğu incelenir.

İki farklı tarih arasındaki dönemlerde aktif kalemlerdeki herhangi bir artış ve/veya pasif kalemlerdeki azalış bir fon kullanımıdır. Çünkü işletmenin yatırımları artmış ve/veya borç ödemesi, zarar, temettü ödemesi gibi nedenlerle fon kullanımı yapılmıştır. Öte yandan aktif kalemlerde bir azalma ve/veya pasif kalemlerde bir artış ise fon kaynağı yaratmış olur. İşte bilanço kalemlerindeki değişmeler bu şekilde kaynak kullanım ayrımına tabi tutulur(40).

4.4. Kar Tahmini ve Hisse Senedi Değerinin Hesaplanması

Temel (fundamental) yaklaşımda ekonomi, endüstri ve firma düzeyinde yapılan incelemelerden sonra gelen aşama, bu bulgulara dayanarak gelecek dönem ve dönemlere ait firma karını tahmin edilmesidir. Firma karı konusunda yapılan tahminlere dayanarak gelecek dönemlerde hisse senedi sahibinin elde edeceği, yani firmanın ödeyeceği temettüler kestirilmeye çalışılır. Ancak bu şekilde bölüm 1.2. 'de belirtiğimiz hisse senedi değerleme modelleri kullanılarak hisse senedinin gerçek değeri belirlenebilir. Çalışmamızın bu bölümünde kar tahmininde kullanılan yöntemler açıklanacaktır(44).

4.4.1. Değerleme ve Finansal Analizle İlgili Kavramlar

Hisse senedi değerlemesi yaparken kullanılan bazı kavramlar, finansal analiz açısından da önemlidir. Bu kavramlar özellikle gelecek dönemlere ait tahminler yaparken kullanılabilecek ve değerlemenin temel alınacağı kavramlardır.

Defter Değeri : Hisse senedi defter değeri, nominal değerden farklıdır. Daha önce belirtildiği gibi bu değer, ödenmiş sermaye ve ihtiyatlar toplamından varsa geçmiş dönem zararları düşüldükten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi suretiyle bulunur.

$$\text{Hisse Senedi Defter Değeri} = \frac{\text{Özvarlıklar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Hisse Senedi Pazar Fiyatı: Pazarda yatırımcıların davranışları (arz ve talep) tarafından belirlenen fiyat hisse senedinin pazar fiyatıdır.

Hisse Başına Düşen Kar (HBK): Her bir hisse senedi başına düşen vergi öncesi kar miktarını gösterir.

$$\text{HBK} = \frac{\text{Vergi Öncesi Kar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Dividand (Temettü) Verimi : Temettü Verimi, hisse başına düşen temettü miktarının hisse senedi pazar fiyatına bölümüne eşit olmaktadır.

$$\text{Dividant Verimi} = \frac{\text{Hisse Başına düşen temettü}}{\text{Hisse Senedi Pazar Fiyatı}}$$

4.4.2. Geçmisteki Büyüme Oranının Hesaplanması

Gelecek dönemlerdeki firma karının hesaplanmasında kullanılacak en önemli değişken, büyüme oranıdır. Karların büyüme oranı saptanabildiği veya tahmin edildiği takdirde, kar tahmini cok kolaylaşır. Büyüme Oranının tahmininde çeşitli bulgulardan hareket edilir. Gerçekte ekonomi-endüstri ve firma düzeyinde yapılan incelemelerin amacı da budur. Bu inceleme sonuçlarına dayanarak, firmanın gelecek dönem ya da dönemlerde göstereceği performansı kestirmek daha kolaydır. Büyüme oranı, aynı zamanda değerleme modellerinin kullanılması için şarttır.

Büyüme oranının tahmininde kullanılacak bir yöntem, firma satış ve karlarının (toplam kar ve hisse başına düşen kar) geçmiş dönemlerde gösterdiği performansı ölçmektir. Bu performans, gelecekteki durumum tahminine ışık tutar. Büyüme oranı, geometrik ortalama olarak ölçülebilir. Bunun için ilk olarak büyüme oranı hesaplanacak değişkenin yıllar itibariyle değişim oranı hesaplanır, sonra bu değişim oranlarının geometrik ortalaması bulunur. Geometrik ortalama yerine aritmetik ortalama da kullanılabilir. Fakat yıllar itibariyle veriler arasında farklar mevcut ise, aritmetik ortalama iyi bir sonuç vermez. Geometrik ortalama daha iyi bir gösterge olur(42).

4.4.3. Gelecek Dönemlerdeki Karın Tahmini

Gelecek dönem veya dönemlerdeki karın tahmini de çeşitli şekillerde yapılabilir. Bu tahminde kullanılabilecek geleneksel bir yol, proforma gelir tablosunu hazırlanmasıdır. Proformo gelir tablosunu hazırlarken, normal bütçeleme işleminde olduğu gibi ilk tahmin edilmesi gereken kalem, işletmenin gelecek döneme ait satışlarıdır. Artış tahmininde işletme için hesaplanan büyüme oranlarından hareket etmek mümkündür.

Daha sonra, yine geçmiş dönemlere ait finansal oranlardan faydalanarak diğer gelir ve gider kalemleri tahmin edilip, kar rakamına ulaşılır. Kar rakamı, dağıtılacak muhtemel temettü rakamı saptamada gereklidir. Burada önemle belirtilmesi gerekn bir nokta, değerlendirmeyi yapan kimsenin (analist, yatırımcı) bu tahminlerde kendi kişisel tahminlerini, takdirini kullanması, sadece geçmişe ait sayısal verilere sıkı sıkıya bağlı kalmamasıdır. Zaten değerlemede ekonomik durumun, endüstri ve firmanın analize tabi tutulmasının nedeni de budur.

İncelemeyi yapan kimse bu aşamalarda elde ettiği nicel ve nitel tüm bulguları kendi tecrübesi, bilgisi ve takdiri ışığında birleştirecek ve gelecek için tahminde bulunacaktır. İşin en zor tarafı da budur. Analist ya da yatırımcılar gelecek dönemlere ait kar tahminlerini yaptıktan sonra değişik tekniklere göre hisse senedi değerlemesine geçerler(43).

5. UYGULAMAYA GİRİŞ

Yukarıdaki açıklamalarımızın tümünde makro düzeyden mikro düzeye yönelen değerleme teorileri incelenmiş ve bu araştırmadan yararlanmak isteyenlere makro ve mikro incelemeler bazında ışık tutulmuştur. Çalışmamızın bunda sonraki aşamalarında uygulamalarımız gündeme gelecektir. Uygulamada öncelikle tüm modellerin örneklemesini yaparak hisse senedi değerinin (şirket gerçek değerinin) hesaplanabileceği bir şirket seçilmiştir. Çalışmaya uygun görülen bu şirket **TAT KONSERVE SANAYII A.S.** 'dir.

Türk Konserve ve Salça Sanayiinde hizmet vermekte olan bu kuruluş % 17.27 oranında kamunun ortak olduğu bir firmadır. Firma incelemesine öncelikle gıda ve konserve-salça sektörünün genel anlamda incelenmesi ile başlanmış, firmanın sektör içindeki konumu incelenmiş daha sonra şirket en küçük ayrıntısına kadar irdelenmiştir.

Firma mevcut durumunun ayrıntısı ile incelenmesinden ve mali analizinin yapılmasından sonra şirket değerinin belirlenmesine geçilmiş ve bu aşamada teorik açıklamalarımıza destek verecek önemli modeller yanında diğer bir takım değerleme tekniklerine yer verilmistir. Bunlar arasında "Net Aktif Değer Modeli" ve "İskonto Edilmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Modeli" sayılabilir.

"Borsa Göstergelerine Göre Değerleme" tekniklerine göre de hisse senedi (Şirket) değerlemesi yapılmıştır. Şirket borsa göstergelerine göre değerlenirken "Fiyat/Kazanç Oranı", "Fiyat/Defter Değeri Oranı", "Temettü Verimi" göstergelerine göre ayrı ayrı hisse senedi değerlemesi yapılmıştır. Bu değerlemeler yapılırken en güncel firma bilgileri kullanılmaya çalışılmıştır.

Değerlendirmeler esnasında bulunduğumuz ortamın elverişliliği sebebiyle firma yoneticileri ile de direkt temasa geçilmiştir. Uygulama bölümü çalışmamız sonunda tek başına ayrı bir bölüm olarak kaleme alınmış ve kendi içinde içeriklendirilmiştir.

TAT KONSERVE A.Ş.

ŞİRKET VE HİSSE SENEDİ

DEĞERLENDİRMESİ

1. KURULUS

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş. (TAT KONSERVE) 1969 yılında ülkemizin en büyük şirketlerinden Koç Holding'in iştiraki ile kurulmuştur. Kuruluş sermayesi 12 Milyon TL'dir. Şirketin kuruluş amacı meyve ve sebze işleme sektöründe her nevi meyve ve sebze konservesi, domates salçası, dondurulmuş meyve ve sebze, reçel ve marmelat vb. hammadde olarak taze sebze ve meyveyi ilgilendiren konularda üretim satış vb. faaliyetlerde bulunmakdır.

Şirketin üretim tesisleri, 3 adet konserve ve salça fabrikası (Mustafakemalpaşa, Karacabey, Yenişehir), 1 adet teneke kutu fabrikası (Mustafakemalpaşa) ve dondurulmuş gıda üreten fabrika (Gelibolu) olmak üzere 5 adettir.

2. ORTAKLIK YAPISI

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.'nin tamamı ortaklarca ödenmiş olan sermayesi 31.10.1990 tarihi itibariyle 31.912.500.000.- TL'sı iken 29.04.1991 tarihinde yapılan Genel Kurul toplantısında alınan kararla mevcut sermaye 75.000.000.000.-TL'sına çıkarılmıştır. Bu sermayenin ellerinde tuttukları hisseler açısından en büyük ortaklar arasındaki dağılımı şu şekildedir:

Ortağın Adı	Tutar (1.000 TL)	Pay (%)
Koç Holding	26.130.000	34,84
KOI	12.952.500	17,27
Koç Yatırım	11.512.500	15,35

Mevcut sermayenin % 10'undan azına sahip olan diğer ortaklar aşağıda gösterilmiştir.

	Tutar (1.000 TL)	Pay (%)
Şeker Sigorta A.Ş.	1.440.000	1,92
Düzey Pazarlama	5.452.500	7,27
Temel Ticaret A.Ş.	3.187.500	4,25
Kagome Co.,Ltd.	4.230.000	5,64
Sumitomo Corporation	705.000	0,94
Vehbi Koç	30.000	0,04
Rahmi Koç	802.500	1,07
Semahat Arsel	720.000	0,96
Sevgi Gönül	720.000	0,96
Suna Kıraç	720.000	0,96
Koç Vakfı	772.500	1,03
Diğer	5.625.000	7,50
TOPLAM	75.000.000	100,00

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.'nin yönetim kurulu ile ilgili bilgiler aşağıda verilmektedir :

Vehbi Koç	(Başkan)
Uğur Ekşioğlu	(Başkan Vekili)
Dr.Nusret Arsel	(Üye)
Cengiz Solakoğlu	(Üye)
Selim Çomu	(Üye)
Necdet Baykut	(Üye)

Yönetim Kurulunun yetki sınırları şirket ana sözleşmesinin 14.maddesi ve Türk Ticaret Kanunu hükümleri ile belirlenmiştir.

İştirakler

TAT KONSERVE'nin iştirakleri Hazır Çorba ve bulgur imali ile uğraşan Besan Besin Sanayii ve Ticaret A.Ş. ile Antalya Serbest Bölgesidir.

TAT KONSERVE'nin bağlı ortaklıkları ise Ram Dış Ticaret (İhracat), TAT TOHUMCULUK A.Ş. (Tohum Üretimi), Maret Marmara Besicilik ve Et Sanayi A.Ş. (Entegre Et Ürünleri)'dir.

TAT KONSERVE'nin bu şirketlere 1990 sonu itibariyle iştirak oranları ve tutarları aşağıdaki gibidir.

	Unvanı	İştirak Tutarı (TL)	İştirak Oranı (%)
Bağlı Ortaklık	Ram Dış Tic.A.Ş.	750.000.000	7,5
" "	Tat Tohum.A.Ş.	75.000.000	30,0
" "	Maret A.Ş.	116.675.833	0,3
İştirak	Besan Bes.San.A.Ş.	259.180.000	14,8
"	Antalya Serb.Bölge	3.750.000	-

3. SIRKETIN FAALIYETLERI VE SEKTOR ICINDEKI KONUMU

Türkiye'nin en büyük, dünyanın sayılı domates salçası ve konserve üreticilerinden olan TAT KONSERVE'nin faaliyet gösterdiği alanlar domates salçası, ketçap, bezelye, fasulye ve türlü konserveleri, çeşitli hazır yemekler (Barbunya Pilaki vb.), Reçel ve Marmelatları, üretimi ve Domates Suyu ve kübik kesilmiş domates gibi domatesin hammadde olarak kullanıldığı diğer alanlar sayılabilir. Ancak global olarak firmaya bakıldığında firma üretiminin yaklaşık % 95'ini domates salçası ve domatesin hammadde olarak kullanıldığı diğer mamuller oluşturmaktadır.

TAT KONSERVE faaliyetleri itibariyle salça ve konserve sanayii sektöründe Türkiye'nin ve Avrupa'nın en büyük üreticisidir. İç pazarda domates salçasında % 30, sebze konservesinde % 40 payı olan şirket, 1990 yılında gerçekleştirdiği 40.5 Milyon $ (FOB) tutarındaki ihracat ile dünya pazarlarındaki payını da arttırmıştır.

Faaliyet konularını sürekli olarak yaptığı araştırma ve geliştirme faaliyetleri ile genişletmek isteyen TAT KONSERVE, 31.03.1990 tarihi itibariyle Günsu Tarım Ürünleri Depolama ve Pazarlama A.Ş. ile birleşerek dondurulmuş gıda sektörüne de girmiş ve bu pazarda etkili olunacak ürün çeşitleri ve bu ürün çeşitlerine göre de pazar araştırılması çalışmalarına başlamıştır. Bu etüdler halen sürmektedir. Ancak niteliği itibariyle Günsu A.Ş. incelendiğinde tesislerde kurulu ekipman teknolojinin dondurulmuş Deniz Mamüllerine yönelik olduğu görülebilir. Deniz mahsüllerine yönelik hamaddenin azlığı bu alanda yapılan yatırımları rantabl kılmamaktadır.

Bilgi birikimi açısından meyve ve sebze işleme sanayii içinde oldukça geniş bir alana yayılmış olan TAT KONSERVE açısından bu durumun değerlendirilmesi ve "dondurulmuş gıda faaliyetinin" hammadde olarak meyve ve sebze desteklemeli olarak düşünülmesi gerekmektedir.

TAT KONSERVE'nin başlıca faaliyet konularından birini teşkil etmekte olan domates salçası sanayiinde dünya pazarlarının uygunluğu ve kapasite artışı sonucunda 1989 yılında üretim ve ihracatta rekor düzeye ulaşılması, TAT KONSERVE'nin de üretim kapasitesini olumlu yönde etkilemiştir. Bu arada gerek sektör bazında gerek şirket bünyesinde izlenen strateji, meyve ve sebze işleme sanayiinde meyve ve sebze konserveleri ile meyve suyu konsantreleri alt sanayi kollarında mevcut potansiyelden en optimum düzeyde yararlanmak yönündedir. İhracat hedeflerine ulaşılması için işlemeye elverişli meyve türleri üretimi ve ekonomik ömrünü dolduran tesis ve ekipmanların modernizasyonu teşvik edilmektedir.

Kurulu tesisleri, kullandığı teknoloji, üretimi ve ürettiği mamüllerin kalitesi açısından TAT KONSERVE Türkiye ve Dünya Pazarlarında haklı olarak çok üstün bir yer elde etmiştir. Örneğin olaya kapasite kullanımı açısından bakılırsa bu durum rahatlıkla görülebilir. Türkiye'de meyve ve sebze işleme sanayiinde ortalama kapasite kulanımı % 70 civarında gerçekleşmektedir.

Bu ortalama değer, üretimin yada faaliyet kolunun tarımsal üretime bağlı olması, mevsimlik yada iklimsel özelliklerden etkilenmesi dolayısıyla yıllara göre değişim göstermektedir. Meyve ve sebze konservesi üretiminde % 75, domates salçasında % 70 ve diğer faaliyet konularında % 80 civarında kapasite kullanımı oluşmaktadır.

TAT KONSERVE'nin sebze ve meyve konservesi üretiminde ortalama kapasite kullanımı % 90-100, domates salçasında % 90-100, mevsimlik (sezona dönük) diğer faaliyet dallarında da ortalama olarak % 90 civarında gerçekleşmektedir. Görüldüğü gibi TAT KONSERVE kapasite açısından sektör ortalamalarının çok üzerinde bir seyir göstermektedir.

Şirketin meyve ve sebze işleme sanayii içinde faaliyette bulunduğu alanlarda gösterdiği performans sektör içi durumla karşılaştırmalı olarak aşağıda incelenmiştir.

3.1. Üretim Faaliyetleri

Tablo 1 Meyve ve Sebze İşleme Sanayii Üretimi (Bin Ton)

	1988	1989	% Artış	1990	% Artış	(P) 1991	% Artış
Domates salç.	198	290	46	250	-14	240	-4
Meyve Seb.Kon.	62	77	24	81	5	82	0
Dondur.Gıda	62	45	-27	53	18	53	0

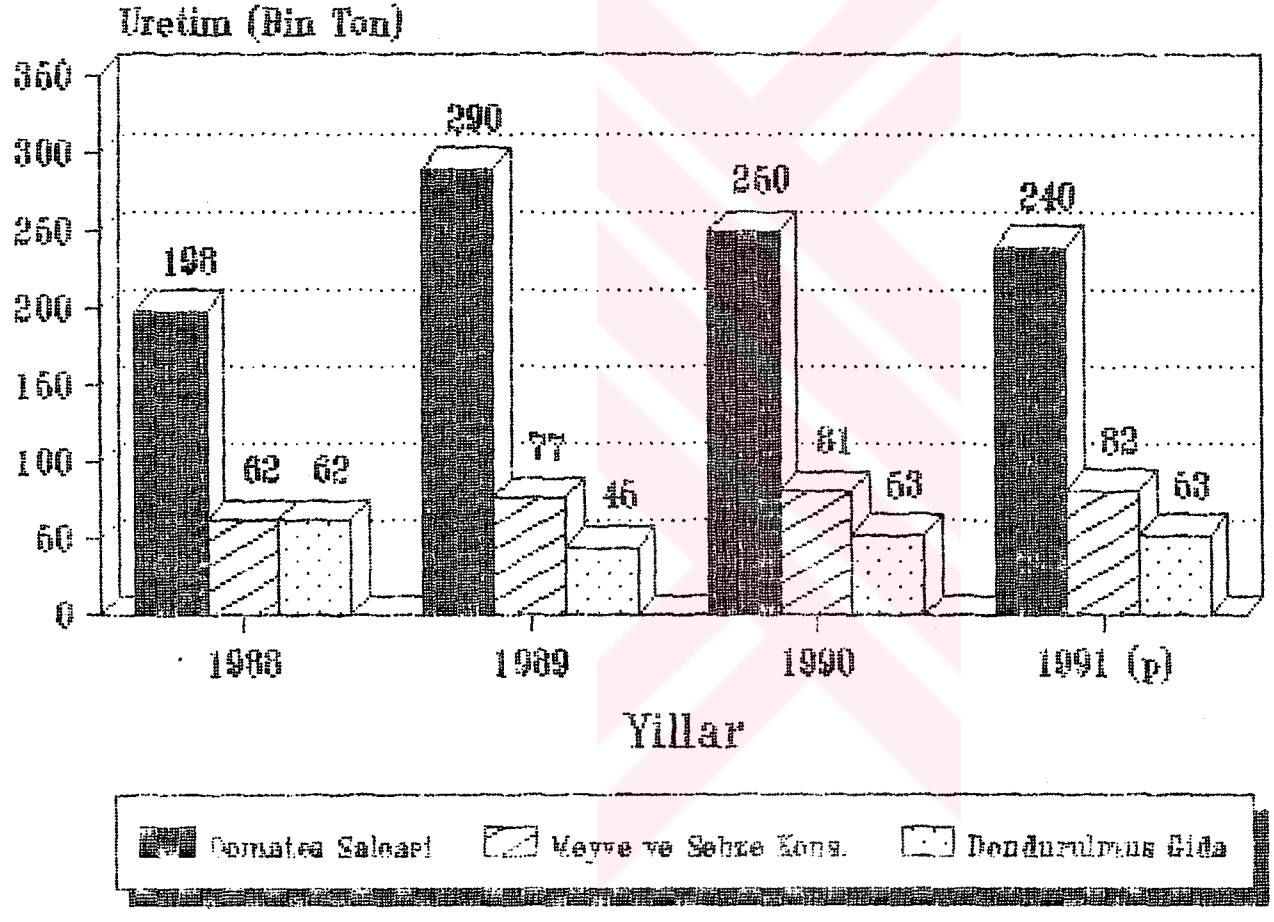
Kaynak : DPT V. ve VI. Beş Yıllık Kalkınma Planları

Tablo 2 Tat Konserve Sanayii A.Ş. Üretimi (Bin Ton)

	1988	1989	% Artış	1990	% Artış	(P) 1991	% Artış
Domates salç.	46.1	65.8	43	70.9	8	65.1	- 8
Meyve Seb.Kon.	9.9	11.8	19	18.3	55	15.0	- 18
Dondur.Gıda	--	--	--	0.4	--	0.5	25
Doğran.Domates	--	2.9	--	4.5	56	6.3	40

Kaynak : Tat Konserve Sanayii A.Ş.

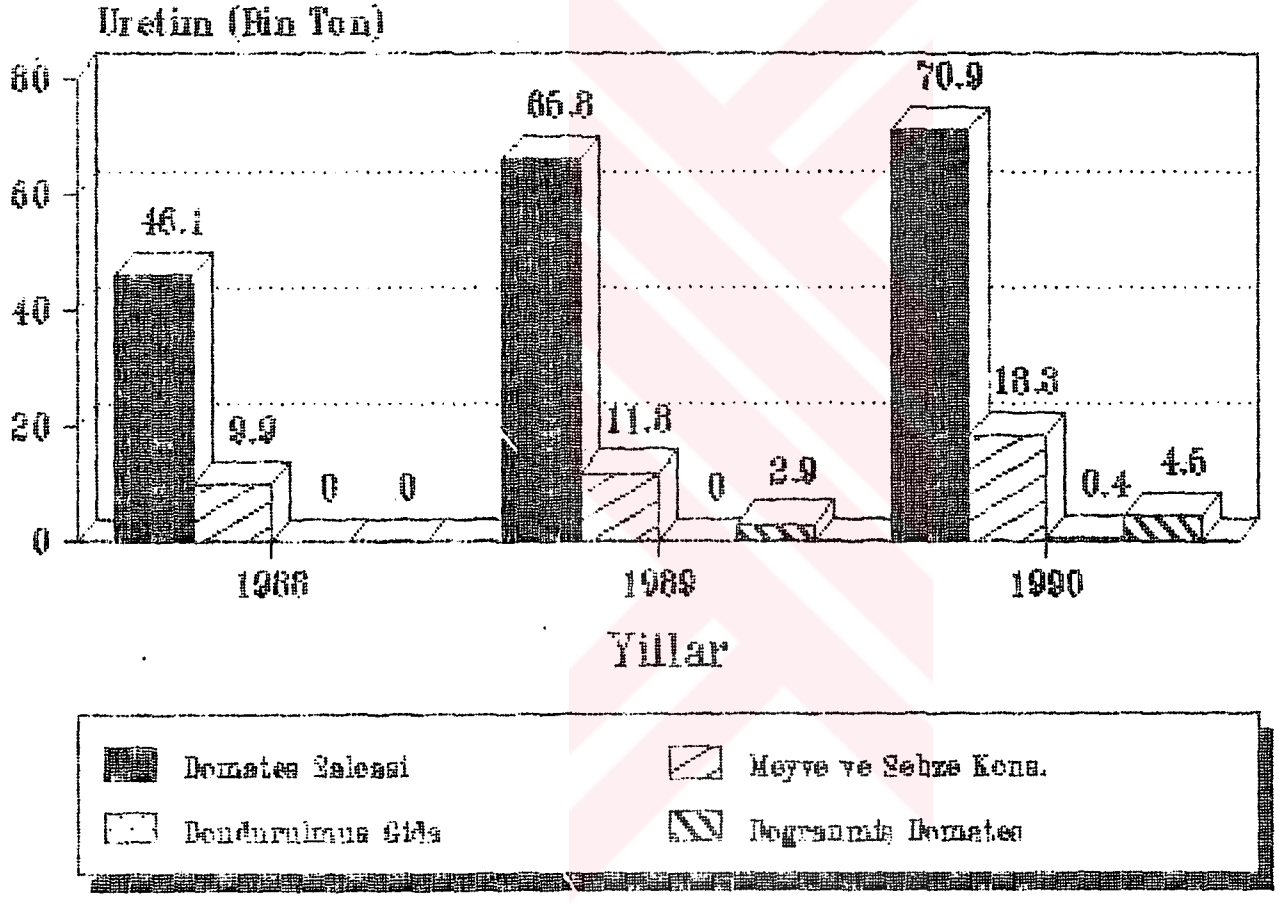
Meyve ve Sebze Isleme San. Uretimi
(Bin Ton)



Kaynak: Iktisat Bankasi

TAT KONSERVE SAN. A.S. Uretimi

(Bin Ton)



Korfezbank

Tablo 3 Tat Konserve A.Ş.'nin Sektör İçindeki Payı (Bin Ton)

	1988	1989	1990
Domates salçası	23.2	22.6	29
Meyve ve Sebze Konservesi	15.7	15.3	23
Dondurulmuş Gıda	--	--	0.8

Kaynak : DPT ve Tat Konserve San. A.Ş.

Sektör üretiminin yıllar itibariyle gelişme trendine bakıldığında mevsimlik istihsal düzeyinden oldukça etkilendiği görülmektedir. İklimin, uygulanan tarım tekniklerinin, fabrika bölgelerinde ekim yaptırılan çiftçilere verilen tarım desteğinin, kullanılan tohum ve gübrenin istihsal düzeyi üzerinde büyük etkilerinin olduğu gözlenmektedir. Örneğin domates hasat zamanında, havaların yağışlı geçmesi domatesi küflendirmekte bu durum da üretimi olumsuz yönde etkilemektedir.

Dolayısıyla Tablo 2'ye gözattığımızda salça üretiminin 1989'da 1988'e oranla % 43 artmış olması, 1989'da tarımsal üretim açısından son derece iyi şartların yaşandığını gösterir. Buna karşılık 1990'da salça üretiminin 1989'a oranla ancak % 8 artmış olması, tarımsal istihsal ve pazara yönelik bir takım şartlar açısından olumsuzlukların yaşandığını gösterir.

Meyve ve sebze konservesi üretiminde de aynı tür dalgalanmalar yaşanabilmektedir. Ancak ana faaliyet konusunu domates salçası ve diğer domates ürünleri oluşturduğu için, bu durum şirket bünyesini zorlamamaktadır. Domates salçası dışında en çok bezelye ve fasulye konserveleri imal edilmektedir.

TAT KONSERVE'nin son yıllarda üretimine geçtiği bir başka mamul ise soyulmuş ve kübik kesilmiş domatestir (Diced Tomato). TAT KONSERVE iç ve dış pazardan gelen talep üzerine bu faaliyet sahasına da girmiştir. Bu daldaki üretim Türkiye sathında bir tek TAT KONSERVE bünyesinde yapılmaktadır ve 1989'dan beri büyük gelişme trendine girmiştir. 1990 yılında üretim 4.5 bin ton'a çıkarılarak 1989'a (2.9 bin ton) oranla % 56 artış kaydedilmiştir.

Şirketin şu anda elinde bulunan dondurulmuş gıda tesisleri, genel hatlarıyla dondurulmuş deniz mahsülleri üretimini gerçekleştirmektedir. Ancak deniz mahsülleri konusunda ülkemizde yaşanan darboğaz, hammadde temininde yaşanan kıtlıklar firmanın bu üretim kolunu olumsuz yönde etkilemektedir. Zaten TAT KONSERVE'nin bünyesi açısından dondurulmuş deniz mahsülleri, konusu itibariyle TAT KONSERVE'nin faaliyetleri ile bağdaşım göstermemektedir.

Netice itibariyle TAT KONSERVE üretim faaliyetlerinin gelişimi açısından sektördeki duruma nazaran daha üstün bir performans çizmiştir.

Konuya bu açıdan bakıldığında, üretilen mamüllerin talebine de bakmak gerekecektir.

3.2. Sektör İçi Talep

Tablo 4 Meyve ve Sebze İşleme Sanayii Talebi (Bin Ton)

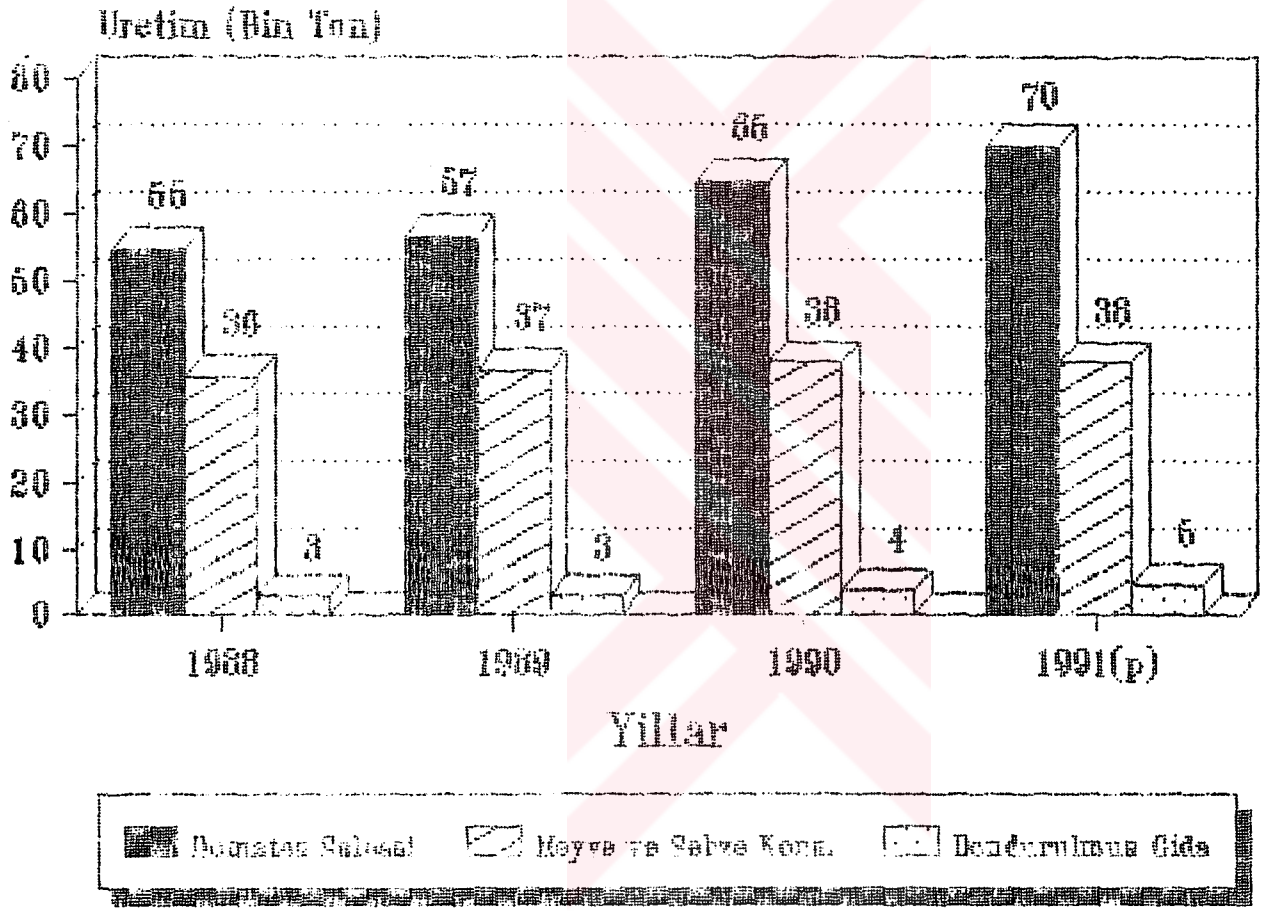
	1988	% Artış	1989	% Artış
Domates salçası	55	10	57	3.6
Meyve Seb.Konserve	36	5.9	37	2.8
Dondurulmuş Gıda	3	50	3	0

	1990	% Artış	(P) 1991	% Artış
Domates salçası	65	14	70	7.8
Meyve Seb.Konserve	38	2.7	38	0
Dondurulmuş Gıda	4	33	5	25

Kaynak : DPT V. ve VI. Beş Yıllık Kalkınma Planları

Yukarıdaki tablodan çıkarılacak sonuç şudur : Salça ve konserve gibi talep esnekliği yüksek mamullere olan talep, yıllar itibariyle dalgalanmalar gösterse bile sürekli artmaktadır. Ancak doldurulmuş gıda gibi likiditesi az ürünlerin talebi ise daha çok dış pazarlar tarafından biçimlenmektedir.

Meyve ve Sebze Isleme San. Talebi
(Bin Ton)



Korfezbank

3.3 İhracata Yönelik Faaliyetler

TAT KONSERVE'nin faaliyetleri açısından diğer önemli bir konu ihracattır. TAT KONSERVE'nin üretimini yaptığı mamuller, özellikle domates salçası, iç piyasada olduğu gibi dış piyasa da da çok güçlü bir imaja sahiptir. Marka imajının olumlu etkisi kendisini ihracat potansiyelinde göstermektedir. Yıllık ortalama 70 bin tonluk üretimin % 60-65'i ihracata yöneliktir. İhracata yönelik olarak hazırlanan mamüller spesifikasyonların dışına çıkabilmektedir. Müşterinin istediği özelliklerde hatta verdiği reçeteye uygun olarak üretim yapılıp ihraç edilebilmektedir.

TAT KONSERVE'nin başlıca ihracat bölgeleri, Japonya, Uzakdoğu ülkeleri ve Kuzey Afrika'dır. Bunların yanısıra Orta Avrupa ve İskandinav ülkeleri de bulunmaktadır. Ayrıca Orta ve Güney Afrika ülkeleri de ihracat potansiyeli olarak düşünülmektedir ve pazar analizi aşamasındadır.

TAT KONSERVE'nin ihracatını yaptığı en önemli mamul domates salçasıdır. Diğer mamuller göreceli olarak daha sonra gelmektedir. Bu konuda TAT KONSERVE'nin dünya pazarlarındaki başlıca rakipleri Birleşik Amerika, İtalya ve Yunanistan'dır.

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş. yetkililerinden alınan bilgiye göre, ihracatta dünya pazarında potansiyel olarak Amerika ve İtalya'dan sonra üçüncü sıradadır.

Sektör bazında yapılacak bir mukayese TAT KONSERVE'nin önemini daha da ortaya çıkaracaktır.

Tablo 5 Meyve ve Sebze İşleme Sanayii
Çeşitli Ürünler İhracatı (Bin Ton)

	1988	Tat Payı %	1989	Tat Payı %
Domates salçası	115.8	19	154.2	24
Meyve Seb.Konserve	26.3	0,8	40.2	0,3
Dondur.Gıda	34.7	-	42.4	-

	1990	Tat Payı %	(P) 1991	Tat Payı %
Domates salçası	165	24	150	35
Meyve Seb.Konserve	42.6	0,5	44	0,6
Dondurulmuş Gıda	48	0,5	52	-

Kaynak : DPT V. ve VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı ve
Tat Konserve Sanayii A.Ş.

Sektörde 1988-1990 döneminde domates salçası ihracatı büyük artış göstermiştir. Ancak 1991 yılında dış pazarda Amerika, İtalya ve Yunanistan Kaynaklı üretiminin fazlalığı nedeniyle, Türkiye`nin salça ihracatının % 9 azalması beklenmektedir. 1989 yılında % 33 olan ihracat artışının sebebi, dış ve iç pazarın uygunluğudur.

Sezon üretimine yönelik olarak dış pazarda rekabetçi diğer ülkelerin domates istihsal düzeyi düşük kalmış, aynı dönemde Türkiye`de iklim koşullarının uygunluğu ve planlı tarım politikalarının talep edilmesi neticesinde domates istihsali çok verimli olmuştur.

Buna paralel olarak salça üretimi 290-300 bin ton civarında gerçekleşmiş, ihracat ise 155 bin ton ile % 33`lük bir artış göstermiştir.

1989 yılından elde kalan stoklar, 1990 sezonunda yapılan üretim ile birleştirilince 1990 yılındaki salça ihracatı 165 bin ton dolayında gerçekleşmiştir. Bu durum, ihracat artış hızının yavaşlayarak % 7 düzeyinde gerçekleştiğini gösterir.

1990 yılında salça ihracatındaki bu yavaşlamanın temel nedeni dış piyasa salça fiyatlarının düşmesidir. Bunun birinci nedeni 1990 yılı Ağustos ayına kadar Dünyada ve ülkemizde olumlu bir şekilde gelişen ekonomik konjoktürün, körfez krizi nedeniyle bozulması ve bunun da dünya salça fiyatlarını düşürmesidir.

İkinci nedeni ise dünya pazarında en büyük üretici A.B.D.`nin 1989 yılına göre % 10 civarında fazla salça üretmesi ve dolayısıyla ucuz fiyatlı yüksek arz sebebiyle salça fiyatlarının düşmesidir.

Aynı zamanda iç pazarda, % 60 seviyelerde gerçekleşen enflasyona rağmen, dolardaki kur artışının % 27 seviyelerinde kalması, yukarıdaki olumsuz faktörlerle birleşince sektörün ihracattaki karlılığını önemli ölçüde olumsuz yönde etkilemiştir.

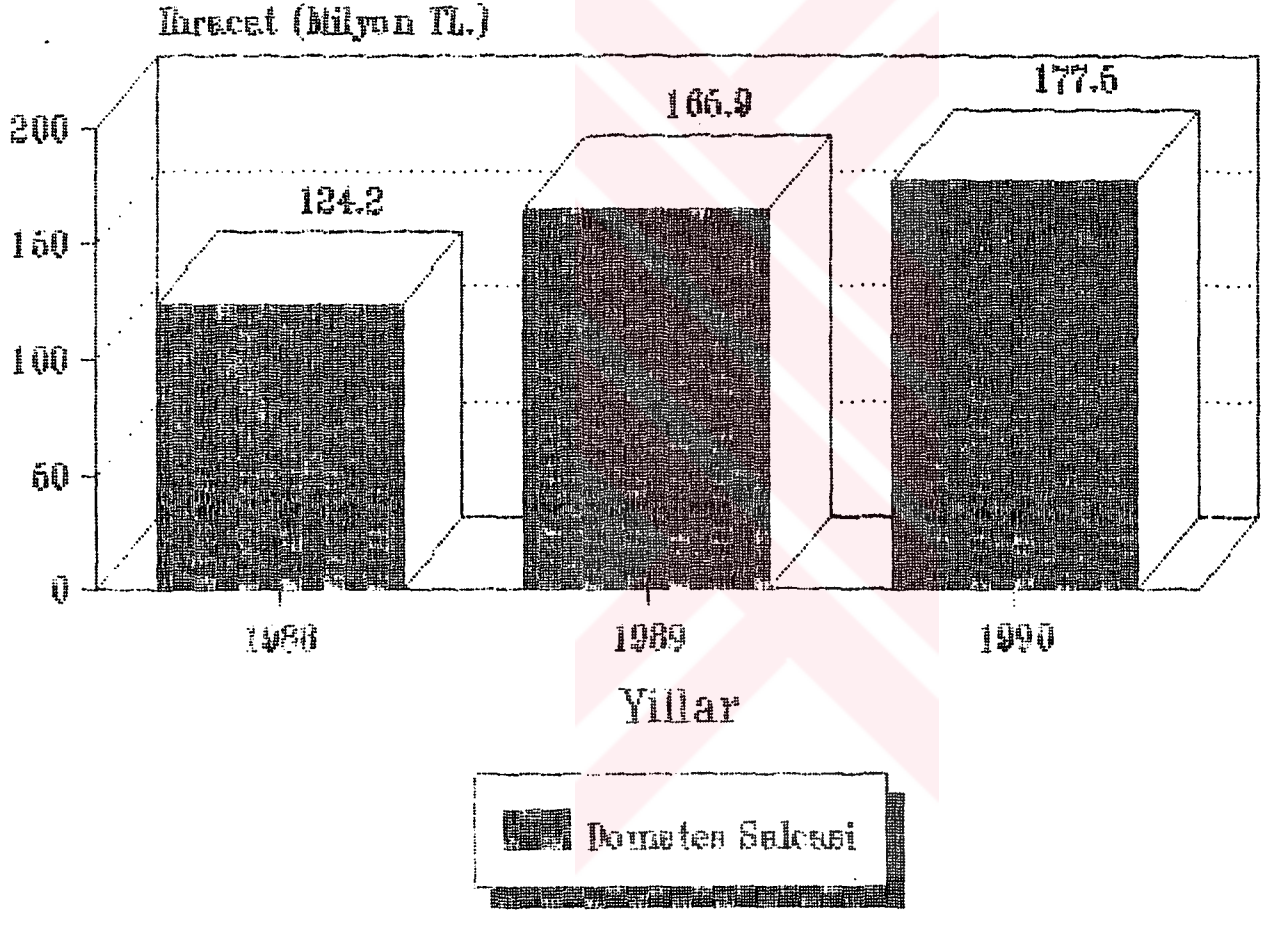
Ayrıca geçmiş yıllarda körfez ülkelerine ihracat yapan firmalar bu ülkelere kriz nedeniyle ihracatlarını gerçekleştirmeyince iç pazara yönelmişler, bu da iç pazarda yoğun rekabete sebep olmuştur.

1990 yılında dünya salça fiyatlarının düşmesine bir başka sebep olarak, güney yarım küre ülkelerinden gelen salça arzı da sayılabilir.

Bu koşullar gözönüne alınarak, TAT KONSERVE`nin başlıca ürünlerindeki ihracat faaliyetleri yıllar itibariyle aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

Meyve ve Sebze Isleme San.

Domates Salcasi Ihracati



Kaynak: Iktisat Bankasi

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.
İHRACAT FAALİYETLERİ (TON)

	1988	1989	% Artış	1990	% Artış
Domates salçası	21.337	66	43	39.231	7
Ketçap ve Diced Tomato	189	3.173	1.579	19	6
Sebze konserve	221	135	-39	224	66
Reçel ve Meyve Suları	498	777	56	1.189	53
Dondurulmuş Gıda	--	--	--	261	--

Kaynak : Tat Konserve Sanayii A.Ş.

1989 yılı domates ürünleri yönünden çok elverişli bir yıl olmuştur. Bu sebeple mevcut kapasiteler, oldukça fazla gerçekleşen domates istihsalini işlemek üzere salça, ketçap ve yeni bir ürün olan diced tomato'ya aktarılmıştır. Gerek salça, gerekse ketçap ve diced tomato ihracatındaki yüksek oranlı artışlar bunu göstermektedir. Ayrıca 1989 yılında ihracatı yapılan ürünler arasına diced tomato da eklendiğinden, 1988 yılında 189 ton gözüken ihracat 3173 tona çıkmıştır. Dolayısıyla yukarıdaki tabloda ihracat artışı % 1579 görülmektedir.

3.4. Malzeme İhtiyaç Planlaması

TAT KONSERVE A.Ş., üretimini yaptığı mamullerin en önemli girdisi olan hammaddeye özel bir önem vermektedir. Salça ve diğer domates ürünlerinin (ketçap, diced tomato) üretimi hamadde olarak domates; bezelye ve fasulye konservelerinin imalatı da bezelye ve fasulye istihsaline büyük oranda bağlıdır. Bu ürünler sezonluk olarak yetiştirildiği için, mamullerin üretimi de sezonluk olarak yapılmaktadır.

Dolayısıyla hammadde temininde yada proses içi herhangi bir aksaklıkta firmanın kaybı çok büyük olmaktadır. Çeşitli niteliklerde firmanın karışısına çıkan risklerden biri olan hammadde riskinden kurtulmak için TAT KONSERVE A.Ş., domates ve diğer sebzelerin ekimini kendisi yaptırmaktadır. Uygun kalitede ve yeterli miktarda hammadde elde etme riskini, iklim koşullarının değişmesi durumu hariç olmak üzere büyük oranda elimine eden bu polita kısaca şöyle işlemektedir :

TAT KONSERVE A.Ş., herhangi bir yıla ait üretim sezonuna girmeden önce o yıl mevcut tesislerde ne kadar salça, ketçap, doğranmış domates, bezelye, fasulye vb. mamullerin üretileceğini mevsimlik bir üretim programı (ileride değinilenecektir) şeklinde hazırlar. Fabrikaların kapasitelerine göre bu üretim programında yer alan miktarlar tesislere dağıtılır. Tesisler bakım prosesine sokulur.

Daha sonra, malzeme ihtiyaç planlanması (MRP) çalışmaları başlatılır ve üretim programında adı geçen mamullerin üretimde kullanılmak üzere ne kadar hammadde (domates, bezelye, fasulye, diğer sebzeler), ne kadar geçici işçi, ne kadar ambalaj malzemesi ve diğer yardımcı malzemeye ihtiyaç olduğu saptanır. Bu kümüle toplam yine tesisler arasında pay edilir.

Bu planlama aşamalarından sonra TAT KONSERVE A.Ş., üretim tesislerinin bulunduğu Mustafa Kemal Paşa, Karacabey ve Yenişehir yörelerindeki toplam 9000 adet çiftçi ile temasa geçer ve her çiftçinin elindeki arazi nisbetinde tohum, fide, gübre vs. dağıtılır.

Her fabrikanın bünyesinde bulunan zirai elemanlarca, bu çiftçilere her türlü tarımsal destek verilir. Çiftçiler ile TAT KONSERVE arasında tüm bu hükümler bir sözleşme ile tespit edilir. Böylelikle Nisan-Mayıs aylarında ekim başlatılır ve hasat, üretim sezonuna yetiştirilir. Bu aşamada ödeme prosedürü haricinde çiftçiye her türlü ayni ve nakdi yardım yapılır.

Yukarıda prosedürünü açıkladığımız hammadde alımlarının % 90`ı mukaveleli yapılmaktadır. Sezon bitiminde hammadde bedelinin % 60`lık kısmı çifçiye peşin ödenmiş olmaktadır. Kalan % 40`lık bölüm ise yılbaşına kadar olan 3 aylık süre zarfında ödenir.

TAT KONSERVE tesislerinde mevsim özelliklerine dayalı, sezonluk üretim yapıldığından, üretim sezonuna ait ambalaj, fuel-oil ve diğer yardımcı malzeme masraflarının tümü peşin ödenerek yapılır. Buradan rahatlıkla anlaşılabileceği gibi üretimin yoğun biçimde yapıldığı sezon dönemlerinde nakit ihtiyacı, dolayısıyla işletme sermayesi ihtiyacı çok fazla olmaktadır.

Çünkü bu dönemlerde üretimin kesintisiz, sorunsuz, aksaklıklardan uzak biçimde yürümesi TAT KONSERVE için çok önemlidir. Çünkü sezon döneminde, üretim esnasında 1 günlük bir gecikmenin, firmaya olan maliyeti çok büyüktür. Bu süre zarfında 1 sene boyunca satılacak mal, 3 ayda bitirilip stoklanmalıdır.

Hammadde dışındaki diğer girdilerin firmaya temini de yine aynı şekilde yapılan titiz değerlendirme ve planlanmaların sonucunda gerçekleşir. Temininde titizlik gösterilen bir diğer girdi, ambalaj malzemeleridir. Çünkü niteliği itibariyle üretilen mamullerin ambalajlanması büyük önem taşır.

Yapılan salça ve konserveleri kutulamakta kullanılan teneke, yıllık sezona ait üretim programına göre belirlenen miktarda Ereğli Demir Çelik Fabrikaları'ndan, Almanya ve Hollanda`dan sağlanır. Teneke malzemede cidar kalınlığı çok önemli olduğundan genelde kutu anagövdeleri ithal teneke kullanılarak, alt ve üst kapak ise yerli malzeme kullanılarak yapılır. Diğer mamullerin ambalajlanmasında kullanılan cam kavanozlar ise Türkiye Şişe ve Cam fabrikaları A.Ş.`den temin edilir.

Sezonluk üretim çok sayıda mevsimlik işçi gerektirir, bu sebeple üretim sezonlarında muvakkat işçi alımına gidilir. Eylül ayları esas alındığında TAT KONSERVE tesislerinde ortalama olarak 2000 kişi civarında mevsimlik işçi çalışır.

TAT KONSERVE A.Ş.`nin genelde fiili üretim faaliyetlerinin tümü yukarıda açıklanmıştır. Üretime yönelik olarak teknoloji, metod ve probes kontrolüne yönelik açıklamalar raporumuzun bundan sonraki bölümlerinde yer almaktadır.

4. ORGANIZASYON, YONETIM VE PERSONEL

4.1. Organizasyon

TAT KONSERVE A.Ş.'nin organizasyonu, fonksiyonel bölümlendirme ilkesine göre yapılmıştır. Üst yönetim emir-komuta zinciri çerçevesinde 3 ana fonksiyona ayrılmıştır.

1. PAZARLAMA
2. İMALAT
3. MALİ VE İDARİ İŞLER

Bu fonksiyonların her biri, Genel Müdüre bağlı genel müdür yardımcıları tarafından idare edilir. Ana fonksiyonlar kendi işlerinde fonksiyonel yönlerine göre ayrılmışlardır ve genel müdür yardımcılarına bağlı birer müdür tarafından yönetilmektedir.

TAT KONSERVE bünyesi içinde yapılacak yatırımların planlanması ve yönetimi ayrı bir fonksiyon olarak düşünülmüş ve bir yatırım müdürü ile direkt olarak genel müdüre bağlanmıştır.

Fonksiyonel bölümlendirme ilkesine göre emir-komuta zinciriden meydana gelen organizasyonel yapı aşağıdaki şemada görülebilir.

4.2. Yönetim Kadrosu

TAT KONSERVE A.Ş.'nin yönetim kadrosu, yönetim kadrosunu meydana getiren kişilerin tahsil durumları ve mesleki iş tecrübeleri aşağıda verilmektedir.

Adı ve Görevi	Tahsili	Mezuniyet Yılı	Mesleki İş Tecrübesi
Metin Erün (Genel Müdür)	İstanbul Üniv. Kimya Yük.Müh.	1964	25 Yıl
Ahmet Z.Toygar (Genel Müd.Yrd. Pazarlama)	A.B.D. A.G.S. Int.Man. Arizona A.B.D.	1977	12 Yıl
Rıfat Mısırlıoğlu (Genel Müd.Yrd. Mal.ve İd.İşler)	Marmara Üniv. İ.İ.T.İ.A. Akademesi	1972	23 Yıl
Ercan Bayramlı (Genel Müd.Yrd. İşletmeler)	Ankara Üniv. Ziraat Fakültesi	1967	23 Yıl

4.3. Personel

TAT KONSERVE bünyesinde çalışan Personel ve işçilerin kategorilerine göre dökümü aşağıda verilmektedir.

	1990	1989	Fark	%
Aylık Personel	160	144	16	11
Ücretli Personel	264	257	7	3
Muvakkat İşçi	2.069	1.887	142	8

1989 yılı aylıklı ve ücretli personel adetlerine 08.11.1989 tarihinde alınan Yenişehir Fabrikası Personeli, 1990 yılı personel adetlerine de birleşme neticesi Günsu Tarım Ürünleri Depolama ve Pazarlama A.Ş. personeli dahil edilmiştir.

TAT KONSERVE A.Ş.'nin toplu sözleşme uygulamaları ile ilgili olarak, mevcut toplu sözleşme 31.12.1991 tarihine kadar devam edecektir.

TAT KONSERVE A.Ş.'nin 31.12.1990 tarihi itibariyle kıdem tazminatı yükü 7.964.952.065.- TL'dır.

5. ÜRETİM

TAT KONSERVE SANAYİİ VE TİCARET A.Ş. dünyanın en önde gelen salça ve konserve üreticileri arasında olup, şirket bünyesinde 3 adet domates ve sebze işleme fabrikası, 1 adet kutu fabrikası, 1 adet dondurulmuş gıda üreten fabrika ihtiva eden bir kuruluştur. Şirketin faaliyetleri kısmında da değinildiği gibi gerek üretim kapasitesi gerek kullandığı teknoloji ve tesislerin donanımı ve gerekse üretim programlama ve planlama fonksiyonunun yüksek düzeyli işlerliği şirketi Türk ve dünya pazarında haklı olarak üstün bir konuma getirmiştir.

5.1. Ürünler ve Üstünlükleri

TAT KONSERVE A.Ş. Mustafa Kemal Paşa, Karacabey ve Yenişehir konserve fabrikalarında aralarındaki nisbi öneme bakılmaksızın geniş çaplı olarak aşağıdaki mamullerin üretimi yapılmaktadır :

TAT KONSERVE A.Ş.
ÜRÜNLERİ

- Domates Salçası
- Sebzeler
  - Ayşe Fasulye
  - Türlü
  - Bamya
  - Enginar
  - Kuşkanmaz
  - Mısır Konserve
- Bezelye
- Ketçap
- Meyve suyu (vişne, kayısı, elma, şeftali)
- Domates suyu
- Hazır yemek (barbunya pilaki, yaprak sarma)
- Komposto (vişne)
- Kübik kesilmiş domates
- Biber salçası

Gıda teknolojisindeki gelişmeleri yakında izleyen TAT KONSERVE fabrikaları modern ekipman ve makina parkı, Japonya dışında sadece Türkiye'de TAT KONSERVE tesislerinde bulunan "Reversed-Osmosis" teknolojisi, dünya üzerinde salça üreten fabrikaların çok azında bulunan aseptik hattı, uzun sürelerden beri mamüllerin imalatında kullanılmaktadır.

5.2. Ürünler Bazında Kapasite

TAT KONSERVE A.Ş.'nin üretimini yaptığı mamuller bazında kapasite durumu aşağıdaki tabloda ayrıntılı olarak verilmektedir.

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.
KAPASITE DURUMU (TON)

	1987	1988	1989	1990
Salçalar	40.000	58.685	66.525	92.278
Diced tomato	------	------	9.000	15.680
Sebzeler	10.787	10.787	12.947	23.911
Hazır yemekler	4.000	4.000	4.000	4.000
Reçeller	1.000	1.000	1.000	1.000
Kompostolar	1.199	1.199	1.199	1.119
Domates suyu	2.688	2.688	2.688	2.688
Meyve suyu	2.576	2.576	2.576	2.576
Ketçap	840	1.500	1.500	3.000
Dondurulmuş gıda	-----	-----	-----	430
Sair konserve	200	200	500	600
Marmelat	800	800	800	800
Soyulmuş Domates	-----	-----	100	-----

Stok Değerleme Yöntemi : 1987,1988 ve 1990 Yıllarında 6 Aylık Ağırlıklı Ortalama, 1990 Yılında ise Aylık Ortalama Yöntemi Kullanılmıştır.

Ürünlerin niteliğinin daha iyi anlaşılması açısından, mamüller bazında ithal ve yerli malzeme oranlarını incelemek faydalı olabilecektir. Aşağıdaki herbir mamüllerdeki ithal ve yerli malzeme oranları verilmektedir.

TAT KONSERVE SANAYII A.Ş.
ÜRÜN BAZINDA İTHAL VE YERLİ MALZEME ORANI

	1987 %		1988 %		1989 %		1990 %	
	İ	Y	İ	Y	İ	Y	İ	Y
	--	--	--	--	--	--	--	--
Salçalar	9	91	10	90	11	89	11	89
Diced tomato	--	--	--	--	11	89	11	89
Sebzeler	9	91	10	90	11	89	12	88
Hazır yemek.	9	91	10	90	11	89	13	87
Reçeller	--	100	--	100	--	100	--	100
Kompostolar	7	93	8	92	9	91	10	90
Domates suyu	10	90	10	90	12	88	15	85
Meyve suyu	10	90	10	90	12	88	15	85
Ketçap	20	80	20	80	22	78	25	75
Dondurul.gıda	--	--	--	--	--	--	20	80
Sair konserve	8	92	8	92	8	92	8	92
Marmelat	--	100	--	100	--	100	--	100
Soyul.domates	--	--	--	--	11	89	--	--

Yapılan üretimin ihtiyacı olan malzemelerin % 90'lık bölümü yerli malzemedir. Aslında TAT KONSERVE'nin üretiminde kullandığı tek ithal malzeme olarak ambalaj malzemesi sayılabilir. Ürün ambalajlarında kullanılan ve kutu fabrikasında işlenerek kutu haline getirilen teneke yerli piyasa yanında, Hollanda, ve Almanya'dan temin edilmektedir.

Aynı şekilde salçanın aseptik paketlerde ambalajlanmasında kullanılan aseptik torbalar da ithal edilmektedir.

TAT KONSERVE tesislerinde, dış piyasadan gelen talebe ve müşterinin isteklerine göre de üretim yapılmaktadır. Örneğin dış piyasada TAT KONSERVE'nin en büyük müşterisi ve alıcısı Japonya'dır. Özellikle Japon firmaları talep ettikleri domates suyu ya da salçanın briksini (salça içerisinde çözünebilen katı madde miktarı) ve özelliğini (28/30 -36/38) kendileri belirlemektedir. Bu firmalara en güzel örnek Japon Kagome Co.,Ltd. ve Sumitomo Corporation olarak verilebilir. Bu firmalar aynı zamanda TAT KONSERVE'nin hissedarlarıdır.

Bu müşteriler salçada kullanılacak domatesin niteliğini dahi belirlemektedirler. Bu müşteriler için özel tohum, fide ve gübre kullanılarak, özel ekim yapılmaktadır. Ketçabın içinde kullanılan baharat karışımı ve yüzdesi de yine özel olarak belirlenmektedir. Ayrıca TAT KONSERVE özellikle ketçap alanında, dış ve iç pazarın ünlü fast-food firmalarının siparişlerini de karşılamaktadır. Buna en güzel örnek olarak Mc.Donald's firması gösterilebilir.

5.3. Üretim Akısı

5.3.1. Üretim Programı

TAT KONSERVE A.Ş.'de üretim yada imalat programı mevsimlik olarak, bütün bir sezonu kapsayacak şekilde hazırlanır. Mevsimlik ürünlerin miktarına çeşidine, ekim alanlarının uygunluğuna bağlı olarak mümkün olduğunda fazla çeşit üzerine çalışılır. Böylelikle fiili üretimin yapıldığı sezon uzatılarak, fabrikaların bakım süreleri dışında atıl kalması önlenmiş olur.

TAT KONSERVE'nin mevsime bağlı olarak yapılan ürünlere yönelik üretim programı aşağıdaki şekilde açıklanabilir :

Sezon		Üretimi Yapılan Mamul
Ocak	:	Hazır Yemek
Şubat	:	Ketçap, Hazır Yemek
Mart	:	Ketçap, Hazır Yemek, Mevsimlik
Nisan	:	Ketçap, Hazır Yemek
Mayıs	:	Ketçap, Hazır Yemek, Bezelye, Reçel ve Marmelat, Kompostolar
Haziran	:	Ketçap, Meyve Suyu, Türlü ve Koms.Reçel ve Marmelat, Komposto
Temmuz	:	Ketçap, Meyve Suyu, Türlü ve Koms. Reçel ve Marmelat ,Komposto
Agustos	:	Ketçap, Meyve Suyu, Türlü ve Kons. Salça, Diced T. Reçel ve Marmelat
Eylül	:	Ketçap, Meyve Suyu, Diced T.,Reçel ve Marmelat
Ekim	:	Ketçap, Salça, Diced T., Reçel ve Marmelat
Kasım	:	Ketçap, Hazır Yemek
Aralık	:	Hazır Yemek

zaman zaman fabrika tesisleri yada o anda boş olan hatlar bakıma alınarak, sökülür ve bakımları yapılarak üretime geçirilir.

5.3.2. Teknolojik Düzey

TAT KONSERVE gerek domates salçası, gerek hazır yemek - konserve üretiminde ve gerekse bunların ambalajlanmasında kullandığı kutuları imal ettiği kutu fabrikasında, en gelişmiş teknikleri kullanmaktadır. Mesela salça, sürekli imalat hatlarında el değmeden hazırlanmış sterilize edilmiş olarak, aseptik teknoloji ile baglere (aseptik çuval) doldurulmakta veya kutulanmaktadır. Yine domates salçasında bir diğer imalat yolu olup, ultra modern nitelikte olan reversed-osmosis proses tekniği kullanılarak, salça aroması ve renginden asgari kayıpla domates suyu ve salçası imal edilebilmektedir. Dünyada bu tip gelişmiş bir teknikle salça imalatı yapan sadece iki fabrika bulunmaktadır. Bu fabrikalar Japonya ve A.B.D.'dedir.

5.3.3. Proses Akışı

TAT KONSERVE bünyesinde proses akışını imalat içinde en büyük paya sahip (% 97) iki ürün (domates salçası ve konserve) üzerinden ikiye ayıralabiliriz :

1. Domates suyu, salça ve diced tomato hattı
2. Sebze ve konserve hattı.

Proses akışının üzerinden yapıldığı hatlardaki birimler sırasıyla şöyle sıralanabilir :

Salça yıkama hatları, parçalayıcılar ve elekler, hot break ve cold break üretim hatları, evaporatörler, buller, winer`lar strizile ve dolum tesisleri soğutma ve paletizerler, sebze hattında blanşörler, dolum ve kapama tesisleri, otoklavlar, kazanlar, tasfiye su sistemleri, kum filitreleri, komple dice hattı, RO ve Aroma tutucu hatlar, yüzlerce motor motopomp ve pompalar, yüzlerce tank ve paslanmaz boru bağlantıları, çeşitli atölye ekipmanları, su arıtma sistemleri, su soğutma sistemleri farklifler, kutu fabrikasında teneke kesme, baskı elektrikli kaynak mikana hatları, flaş makinaları, baş kutu baş kutu kapama makinaları, komple litografik baskı ve hattı, teneke stokları, binek otolar ve traktörler.

Tesisler içi üretim akışı kısaca şöyle özetlenebilir: Özel ekim yapılarak üretilen domates çiftçiler tarafından römorklar ile fabrikaya getirilir. Kontrol amacıyla havuz denilen kabul tankına alınırlar. Fire kontrölü yapılan ve kabul gören domates elevatörlerle, 1.yıkama birimine taşınır, tesislerin yıkama aşamalarında kullandığı saatlik su miktarı yaklaşık 12.000 ton/saat`tir. Bu yüksek miktardaki su fabrika sahalarında bulunan derin kuyulardan çekilir. 1.yıkama aşaması ve duşlamadan çıkan domates, ayıklama hattına girer ve içlerindeki yabancı maddeler temizlenir. Daha sonra 2.duşlama hattında iyice temizlenen domates parçalama değirmenlerine alınır. Bu hatta dometesin belirli büyüklükte parçalanması sağlanır ve ön ısıtma ile pulper`a alınır. Sırasıyla pulper, finisher ve süper finisher hatlarında domates suyu haline gelen mamul besleme tanklarından süzülür ve posasından arındırılır. Meydana gelen saf domates suyu, briksini arttırmak ve salça haline getirilmek üzere evaporatörlere alınır. Evaporatörlerde yoğunlaştırılarak salça haline gelen mamül, salça toplama tankına alınır ve sterilize holding hattında pastrizasyonu yapılır ve soğutma bölümüne geçer. Soğutma bölümünde madde sıcaklığı belirli bir seviyenin altına inen pulp, dolum tesislerine motopomplarla basılır.

Dolum tesisleri iki türlüdür :

1) Aseptik Bag Dolum

2) Kutu Dolum

Genelde endüstriyel amaçlı hazırlanan salçalar, aseptik baglere doldurularak ambalajlanır ve variller içinde muhafaza edilerek ihraç olunur. Aseptik olarak yapılan paketlemenin toplam salça üretimindeki payı % 60 civarındadır, yani endüstri kullanımı son derece fazladır.

Kutulara yapılan dolum da çeşitli sınıflara ayrılır. Kutular 250 gr.`dan 5 kg`lık kutulara kadar çeşitlidir. Her bir kutu tipi için ayrı bir dolum hattı kulanılmaktadır. Doldurulan kutular, kapatma işleminden geçirilmesinden sonra paletlenerek depolamak üzere ambara alınırlar.

Sebze konservesi üretim akışı ise şu şekilde olur. Fabrikaya getirilen hammadde sebze kabuk ve saplarında ayıklanarak, tane kategerizasyonu için winer`lar üzerine aktarılır. İçlerindeki yabancı maddelerinden ayrılan sebze tasniflenir. Daha sonra sebze bunker adı verilen toplama tanklarına alınır. Bu tank içinde tuzlu su içinden geçirilen mamul, haşlama ünitesine alınır. Haşlanan sebze soğutma bölümüne aktarılır, ayıklanması yapılır ve yeniden yıkanarak kutulara doldurulur, kutu içine salamurası koyularak kapatılır. 120-130 C`ta sterilizasyonu yapılan konserveler depolanmak üzere paketlenerek ambara alınırlar.

TAT KONSERVE A.Ş.`nin Mustafa Kemal Paşa tesislerinde günlük domates işleme kapasitesi 3200 ton/gün, Karacabey tesislerinde 2650 ton/gün Yenişehir tesislerinde ise 1850 ton/ gün`dür. Tüm tesislerin günlük konserve üretim kapasitesi 250-300 ton düzeyindedir. Toplam salça üretiminin % 60`ı aseptik olarak paketlenir. Kutu fabrikasında max yıllık üretim kapasitesi 40 milyon kutudur. Senede ortalama 20-25 bazında 30 milyon kutu kullanılmaktadır.

Domates suyu, salça ve konserve üretiminde genel olarak İtalya Rossi-Cattelli teknolojisi kullanılır. Aynı hatlarda kullanılan super hat break teknolojisi de İtalyan kökenlidir.

Salça üretiminde Türkiye`de sadece TAT KONSERVE bünyesinde kullanılan bir başka teknik ise Reverse - Osmosis tekniğidir. Bu teknikte Ro hattına gelen domates suyu, moleküler yapının niteliğinden hareketle 50-60 Atm. basınçla, ısıtma olmaksızın vakum altına konsantre edilir. Bu teknikle, üretilen domates suyu ve salçası son derece kalitelidir. Renk ve tattaki kayıplar minimum düzeydedir.

Reversed Osmosis tekniği ile üretilen salçanın briksi 21 düzeyindedir. TAT KONSERVE bünyesinde sadece Mustafa Kemal Paşa tesislerinde kurulu bulunan reversed osmosis hattının günlük kapasitesi 60 tondur.

5.3.4. Kalite Kontrol

TAT KONSERVE A.Ş.'ne ait Mustafa Kemal Paşa, Karacabey, Yenişehir üretim tesislerinin herbirinde, birer kalite kontrol müdürlüğü bulunmaktadır. Fabrika müdürlüklerine bağlı olarak çalışan salçası kalite kontrol bölümünde, tesislerde üretilen domates salçası, konserve, ketçap vb. diğer ürünler modern analiz laboratuvarlarında 2 saatte bir test edilmek suretiyle kalite kontrolleri yapılmaktadır. Laboratuvarlarda hammaddenin ve mamullün kalitesine yönelik her türlü test yapılabilmektedir. Böylelikle kalite normları korunmaktadır.

5.3.5. Tesis ve Arazi Büyüklükleri

TAT KONSERVE A.Ş.'ne ait üretim tesislerinin bulunduğu fabrikaların sahip oldukları kapalı ve açık alanlar aşağıda verilmektedir.

	Toplam Arazi (m^2)	Kapalı Alan (m^2)	Açık Alan (m^2)
M.Kemal Paşa	484.299	38.479	445.820
Karacabey	143.504	19.532	123.972
Yenişehir	274.186	22.040	252.146
Gelibolu	13.118	2.538	10.580
TOPLAM	915.107	82.589	832.518

Metrekara olarak çok geniş bir alana yayılan tesisler, fiili üretimin yapıldığı alanlar, lojmanlar, ekim yapılan alanlar, sosyal faaliyetlerin sürdürüldüğü alanların birleşiminden meydana gelmektedir.

6. PAZARLAMA TESKILATI

TAT KONSERVE A.Ş.'nin üretimini yaptığı tüm mamuller çok iyi planlanmış bir pazarlama ve satış organizasyonu aracılığı ile pazarlanmaktadır. TAT KONSERVE A.Ş. mamullerinin pazarlanması iç ve dış piyasa açısından farklılık gösterir. İç piyasa satışlarda TAT KONSERVE A.Ş., kendi ortaklarından olan Düzey Tüketim Malları Pazarlama A.Ş. ile çalışmaktadır. Dış piyasa satışlarda ise TAT KONSERVE A.Ş.'nin kendi bünyesinde Pazarlama bölümüne bağlı Ticaret Müdürlüğü bulunmaktadır.
Tüm dış piyasa ihracat bağlantıları genel müdürlüğüne bağlı bir seksiyon tarafından yürütülse de, ihracat Ram Dış Ticaret A.Ş. üzerinden gözükmektedir. Sözü edilen iç ve dış pazarlama faaliyetleri sebebiyle TAT KONSERVE'nin Düzey Pazarlama ve Ram Dış Ticaret ile çok sıkı ilişkileri mevcuttur.

6.1. Satış Teskilatı Organizasyonu

Düzey Pazarlama'da fonksiyonel bölümler

i) Satış ve Pazarlama

ii) Mali ve idari işler olmak üzere iki bölüme ayrılır.

Bu fonksiyonel bölümler, genel müdür yardımcılığı ünvanı ile genel müdüre bağlanmışlardır.

Satış ve Pazarlama genel müdür yardımcılığına, pazarlama müdürlüğü, 1.bölge satış, 2.bölge satış ve 3.bölge satış koordinatörlükleri bağlıdır. Pazarlama Müdürlüğü'nde çeşitli niteliklerde product managerler, brand managerler, piyasa araştırma elemanları çalışmaktadırlar. Pazarlama Bölümü TAT KONSERVE ile olan koordinasyonu ve iletişimi sağlamaktadır. TAT KONSERVE tarafından üretimi yapılıp, ambara depolanan mamüllerin sevkiyatı Düzey Pazarlamanın talimatı doğrultusunda yapılmaktadır.

Mali ve idari işler Genel Müdürlüğü Yardımcılığına bağlı olarak, Muhasebe Finansman, Bilgi İşlem ve Personel Bölümleri mevcut olmaktadır. 1.bölge, 2.bölge ve 3.bölge satış koordinatörlüğüne ise 10 adet bölge müdürü bağlıdır. Satış bölgeleri İstanbul Rumeli, Kadıköy, İzmir, Ankara, Adana, Samsun, G.Antep, Erzurum, Bursa ve Antalya bölgeleridir. Bu 10 bölgede, 10 adet depo bulunmaktadır. Bölgesel satış organizasyonu 200 kişilik bir kadrodan meydana gelmektedir. Saydığımız bütün bölge müdürlükleri muhasebe, satış mümessilliği plasiye ve depolama bölümlerine ayrılmaktadır. Bu organizasyon İstanbul bölgesinde daha geniş tutulmuştur, çünkü satış bölgesi olan olarak çok geniş ve hacim olarak çok yüksektir.

Rumeli ve Kadıköy Bölge Müdürlükleri kendi içinde de fonksiyonel olarak departmanlara ayrılmıştır. Çünkü oldukça geniş bir pazar olduğundan bu bölgelerin de kendi işlerinde teşkilatlandırılması öngörülmüştür.

Aşağıda Pazarlama teşkilatının organizasyonu verilmektedir :

Bu aşamadan bölge organizasyonuna inilirse, bölge müdürüne bağlı olarak satış müdürü, muhasebe şefi ve depo sefinin olduğu görülmektedir. Satış müdürüne bağlı olarak satış mümessilleri çalışmaktadır. Bölge Müdürlüğü bünyesinde bulunan Bilgi İşlem Departmanı Muhasebe şefine bağlı olarak çalışmaktadır.

Aşağıda bu organizasyonel yapı şematik olarak verilmektedir.

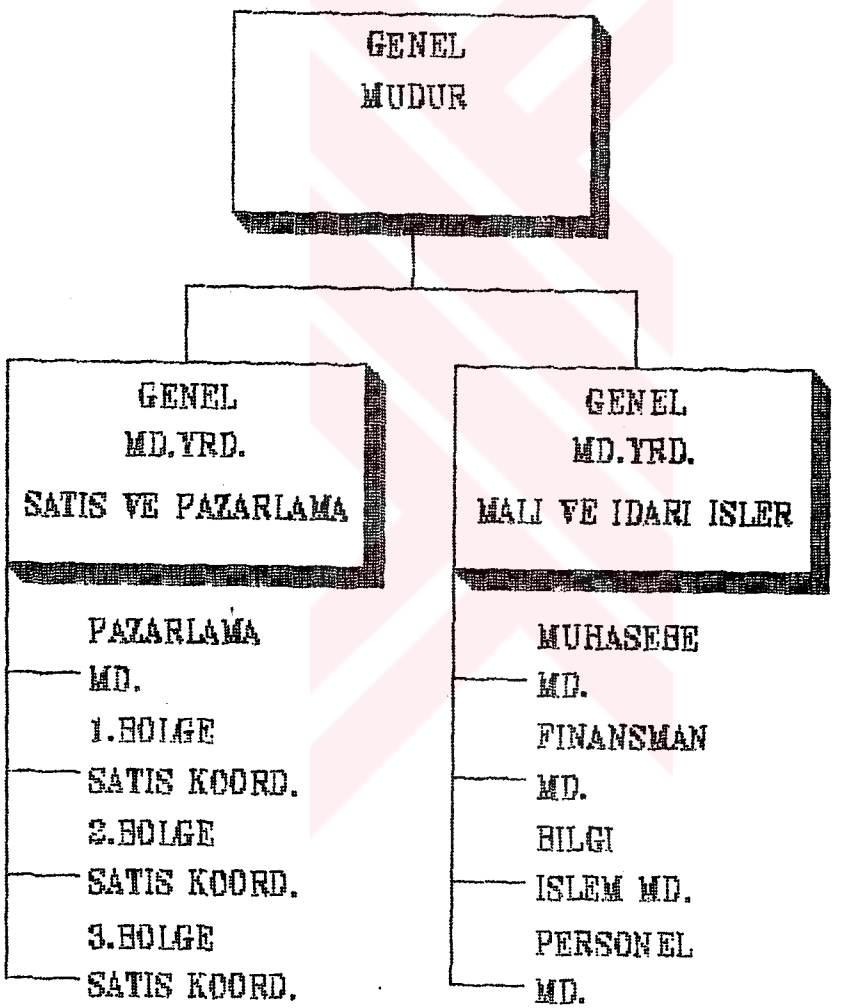
Düzey Dağıtım A.Ş.'nde şu anda 260 kişi çalışmaktadır. Çalışan bu personelin kategorilerine göre dağılımı şu şekildedir :

Ünvan	Çalışan Personel Sayısı
Üst Yönetim	3
Müdür	23
Müdür Yardımcısı	10
Şef	39
Memur	154
Hizmetli	5
Şoför	26
TOPLAM	260

Bunlara ek olarak her bölgede satış dağıtımını gerçekleştirmek üzere çeşitli kategorilerde araçlar mevcuttur. Binek otomobilleri, minibüs, kamyonet ve kamyonlar, satış ve dağıtımda direkt olarak kullanılan araçlardır.

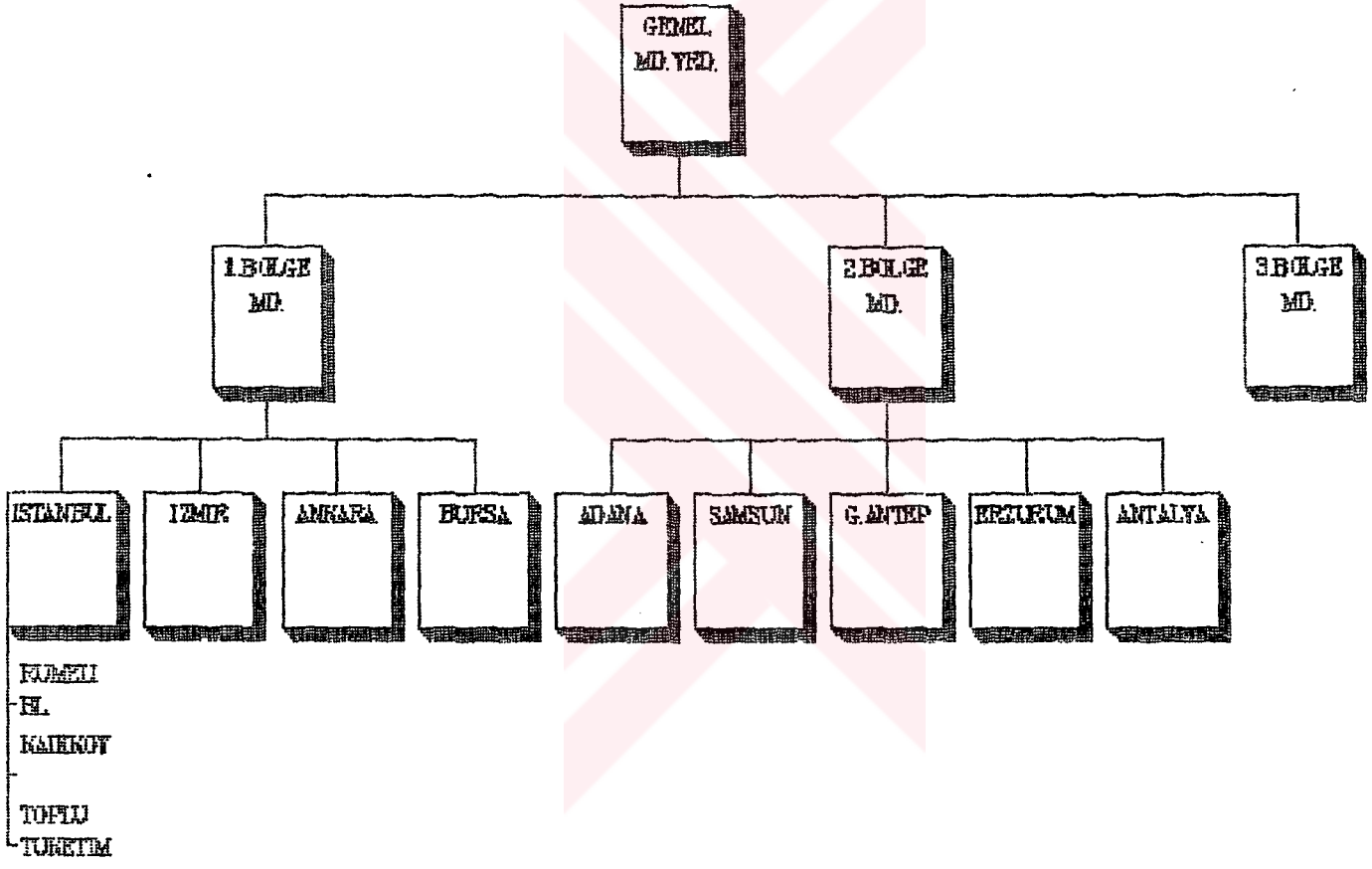
DUZEY PAZARLAMA A.S.

ORGANIZASYON SEMASI



DUZEY PAZARLAMA A.S.

BOLGELER ORGANIZASYONU



6.2. Dağıtım

Düzey Pazarlama'nın İstanbul Rumeli yakasında, Kadıköy'de, İzmir, Ankara, Adana, Samsun, Gaziantep, Erzurum, Bursa ve Antalya illerinde depoları vardır. Fabrikadan sevkiyatlar TAT KONSERVE tarafından yerine getirilir. Bu proses şöyle işler :

Düzey Pazarlama, bölgesel olarak topladığı konserve ve salça ihtiyacına göre siparişleri TAT KONSERVE'ye bildirir. TAT KONSERVE malın olduğu fabrikalara emir vererek malın hazırlanmasını sağlar, hazırlanan malın sevk irsaliyesi 4 adet olmak üzere kesilir. İrsaliye'nin 2'si sevkiyatın yapılacağı arabaya, 1 adedi düzey pazarlamaya ve 1 adeti de ambara verilir. Tat fabrikaları bölgelerindeki taşıyıcı kooperatiflerle anlaşmalıdır ve mal düzey pazarlamaya sevk edilir. Bu arada TAT KONSERVE siparişin teslim edilmesinden sonra 7 gün içinde faturayı keser ve Düzey Pazarlamaya gönderir. Sipariş edilen mamülün Düzey Pazarlama depolarına sevkine kadar olan nakliye masrafını TAT KONSERVE öder.

TAT KONSERVE tarafından bölgelere sevkiyatı yapılan mamüller bölge müdürlüklerine ait depolara alınırlar. Bu depolardan da müdürlüklere ait araçlarla toptancılara, toplu tüketim merkezlerine, plasiye müşterilere, marketlere, perakendecilere ve yarı toptancılara dağıtılır.

Her bölge müdürlüğünde pazarlama ve sevkiyat işlemlerinin yapılabilmesi için, o bölge müdürlüklerinin büyüklüklerine göre araç vardır.

Her bölgede dağıtım öncesi pazarlama faaliyetlerini yürüten plasiye bölümü ve satış mümesillerinin dışında, depolama bölümüne bağlı olarak çalışan sevkiyat şoförleri, sevkiyat işçileri ve depo işçileri de dağıtıma direkt olarak katılmaktadırlar.

6.3. Düzey Pazarlama Müşteri Yapısı

TAT KONSERVE mamüllerinin pazarlamasında, dağıtım kanalı üzerinde bulunan müşteri yapısı aşağıdaki gibi yaklaşık adetlerine göre konfigüre edilebilir :

TAT KONSERVE MAMULLERİ MUŞTERİ GRUBU	TÜRKİYE SATHINDAKİ ADET
Toptancılar	5.000
Yarı Toptancılar	1.500
Marketler	300
Toplu Tüketim Merkezleri	900
Parekendiciler+Plasiye Müşt.	22.000
	29.700

TAT MAMULLERININ

DAGITIM KANALI



6.4. Fiyatlama

TAT KONSERVE mamülerinin pazarlama fonksiyonu çerçevesi içinde fiyatlanması, mamüle yönelik pazarlama fonksiyonların tümün Düzey Pazarlama - TAT KONSERVE arası koordineli olarak çalışılması ile yapılmaktadır. Fiyatlama yapılırken TAT KONSERVE, Düzey Pazarlamadan pazarın durumu, müşteri konfigürasyonu, pazarın likiditesi, rakipler, rakiplerin arzları ve fiyat konularında ayrıntılı istihbarat raporları alır. Bu bilgileri kendi sınai ve ticari maliyet bilgileri ile birleştiren TAT KONSERVE mamüller için birer liste fiyatı belirler. Genelde bu liste fiyatı, mamülün toptancıya olan satış fiyatıdır. Perakencilere verilen fiyat ise liste fiyatı üzerine % 5 marj eklenerek bulunur. Genelde TAT KONSERVE ve DÜZEY PAZARLAMA'nın takip ettiği fiyat stratejisi budur.

TAT KONSERVE mamüllerinin yıllar itibariyle yurt içi satış fiyatları aşağıda verilmektedir :

TAT KONSERVE MAMULLERI
SATIŞ FIYATLARI (BİN TL/TON)

Mamüller	1987	1988	1989	1990
Salçalar	635	1.014	1.727	2.170
Sebze Konserve	234	768	1.512	2.133
Hazır Yemek	861	1.433	2.584	4.653
Reçel ve Marmelat	987	1.821	2.573	5.825
Meyve Suları, Komposto	528	1.011	1.408	2.396
Ketçaplar	832	1.124	1.605	3.122
Sair Konserve	1.142	1.643	1.861	4.002

Tablodan da görüldüğü gibi mamül fiyatları 1987-1989 döneminde ortalama % 60-80 oranında artış göstermiş 1990 senesinde fiyatların artış hızı ise bazı mamuller dışında yavaşlamıştır.

Dış piyasalara satışta da izlenen prosedür aşağı yukarı aynıdır. Ram Dış Ticaret dış piyasalardaki rekabet olanaklarına, rakip ülkelerin domates salçası, konserve, ketçap vs. arzlarına ve ihracat fiyatlarına bakarak fiyat teklifini TAT KONSERVE'ye bildirir. TAT bu bilgileri değerlendirerek ihraç fiyatlarını belirler.

Aşağıda TAT KONSERVE'nin 1991 yılına yönelik yurtiçi satış fiyatları verilmektedir.

TAT KONSERVE MAMULLERI 1991
YILI SATIŞ FIYATLARI (TL/TON)

Mamüller	Yurtiçi Satış Fiyatı (TL/TON)
Salçalar	2.410.143
Diced Tomato	2.406.450
Sebzeler	2.388.489
Hazır Yemekler	6.029.782
Reçeller	8.822.136
Komposto	3.137.615
Domates Suyu	2.300.705
Meyve Suyu	3.501.083
Ketçap	4.506.614
Elma Püre	——

Yurt içi satışlarda TAT KONSERVE ayrıca Düzey Pazarlama'ya % 5 oranında Distribütörlük anlaşması gereği komisyon vermektedir. Pazarlama aşamasında toplam satışların müşteri yapısına göre dağılımı düşünüldüğünde, satışların % 85'inin toptancılara % 15'inin ise diğer müşterilere yapıldığı söylenebilir.

6.5. Ödeme Prosedürü

Düzey Pazarlama verdiği siparişin, TAT KONSERVE tarafından teslîminden sonra TAT'ın gönderdiği fatura bedelini, TAT ile anlaşmış olduğu vadede ödemeyi garanti eder. Distribütörlük anlaşması gereği TAT KONSERVE'nin Düzey Pazarlama açısından müşteri riski sıfırdır ve bu senetsiz borç, genellikle 90-120 günlük olarak vadelerde ödenir.

Bu vade içinde Düzey Pazarlama sipariş etmiş olduğu mal miktarının örneğin % 20'sini satmış bile olsa, vade sonunda malın tümü için hesaplanan bedel ödenir.

6.6. Satış ve Promosyon

1990 yılında iç piyasadaki olumsuz bir takım koşullar (dış piyasalara mamul arzının fazla olması, Güney Amerika kökenli salça arzının da buna katılması), döviz kurlarındaki artışın enflasyonun gerisinde kalması yurt içinde imzalanan toplu sözleşmelerde, işçilik ücretlerinin yaklaşık % 195 artış göstermesi, hammadde fiyatlarının 1989'daki düşük düzeylerinden % 50-60'lık artışlar göstererek yükselmesi, körfez krizi nedeniyle körfez ülkelerine satış yapmayan diğer yerli firmaların iç pazara yönelerek rekabete girmesi sebebiyle fiyatların aşağıya çekilmesi vs.) nedeniyle TAT KONSERVE'nin vade süresi piyasa koşullarına göre ayarlanmıştır. Normalde şirketin satış oşulları iç pazarda 75 gün, dış pazarda ortalama 45 gün vadeli olarak gerçekleşmekteyken (1987-1989), 1990'da iç pazarda vade süresi 90-120 güne kadar çıkmıştır.

TAT KONSERVE mamüllerinin satışında diğer promosyon, reklam vs. koşullar, fiyat belirlemede olduğu gibi Düzey Pazarlama ve TAT KONSERVE arasında koordineli olarak yürütülür. 1990 yılında TAT Konserve'nin yaptığı toplam reklam ve promosyon harcaması tutarı 3.5 milyar TL. dir. 1991 yılında bu rakamın 4 milyar TL. düzeyinde olacağı beklenmektedir.

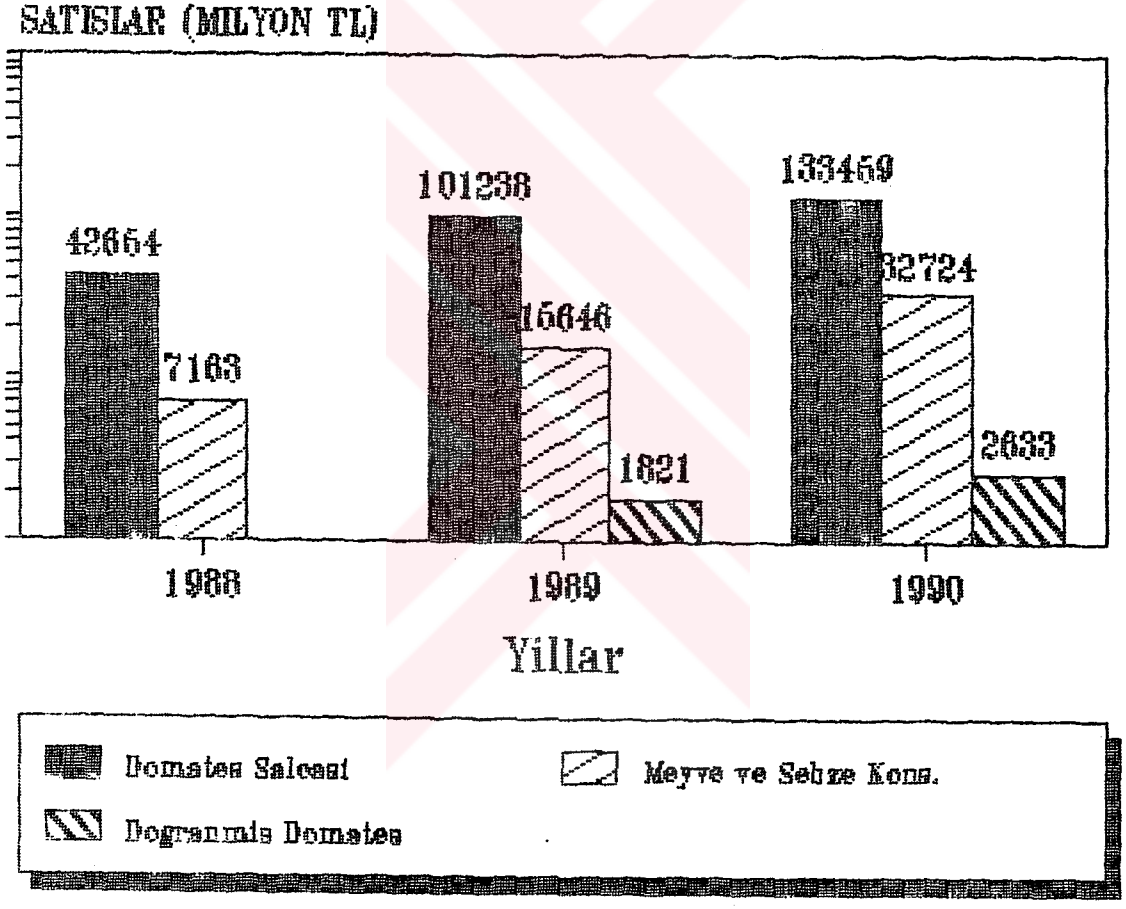
Düzey Pazarlama'nın satışlarının gelişimi, satışı yada pazarlaması yapılan mamülün üstün kalitede olması, çok iyi bir marka imajı taşıması bir yana, ister istemez bölgenin nüfus yapısına, bayilerin ve satış noktalarının bulunduğu bölgelere, bu bölgenin merkeze olan uzaklığına, bölge rekabet koşullarına bağlı olarak oluşmaktadır.

Aşağıda yıllar itibariyle iç piyasa satışlarının gelişimi görülmektedir :

TAT KONSERVE
İÇ PIYASA SATIŞLARI (TON)

	1987	1988	1989	1990
Salçalar	11.922	13.440	15.339	15.819
Sebze Konserve	5.753	5.722	7.479	9.105
Hazır Yemek	332	282	171	101
Reçel ve Marmelat	51	98	118	129
Meyve Suları, Komposto	538	391	532	375
Ketçaplar	738	1.034	1.381	1.799
Sair Konserve	50	77	44	122

TAT KONSERVE SAN. A.S. Satislari
BASLICA MAMULLER



Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı gibi TAT KONSERVE imalatının en büyük bölümünü oluşturan salçanın yıllar itibariyle satışlarının artan trend izlediği görülmektedir. 1988 yılında satışlar % 12, 1989'da % 14 artmış, iç piyasa da yaşanan olumsuzluklara paralel olarak satışların artış hızı 1990'da çok yavaşlamış ve ancak % 3 oranında artmıştır. Aynı türde artış trendi sebze konserve satışlarında da görülmektedir. 1988'de % 0.5 oranında azalan satışlar, 1989'un çok olumlu bir yıl olması nedeniyle % 31 oranında artmış ve bu artış 1990'da biraz azalmakla beraber % 21 oranında devam etmiştir. Hazır yemek, Reçel Marmelat, Meyve Suyu ve Komposto satışlarının genel olarak sabit bir yapı izlediği söylenebilir. Bu durum da büyük oranda toplumun Sosyo-kültürel niteliğinden kaynaklanmaktadır.

Diğer önemli bir ürün olan ketçapta da önemli satış artışları yaşanmıştır. Piyasa talebine bağlı olarak TAT KONSERVE fazla üretim yapmış, hammadde ve diğer maliyetlerin düşüklüğü avantajı ve TAT markasının kalite imajından faydalanarak piyasanın yaklaşık % 70'lik bölümünü ele geçirmiş ve istediği satış fiyatını piyasaya empoze edebilmiştir.

İç pazarda faaliyet gösteren diğer firmalar ile TAT KONSERVE A.Ş.'nin pazardaki payı ve diğer firmaların pazar payları değerlendirme açısından şu şekilde verilebilir.

Salça	1990 (%) Piyasa Payı
Tat	32
Akfa	18
Oba	9
Demko	9
Tukaş	9
Tamek	4
Diğer	19

Sebze	% Piyasa Payı
Tat	39
Tamek	18
Oba	6
Tukaş	12
Diğer	25

Bezelye	% Piyasa Payı
Tat	41
Tamek	18
Oba	7
Tukaş	8
Akfa	7
Diğer	19

Ketçap	% Piyasa Payı
Tat	77
Calve	16
Tamek	5
Diğer	2

Kaynak : Tat Konserve Sanayii A.Ş.

Rekabet ettiği başlıca ürünlerde TAT'ın en yüksek payı aldığı yukarıdaki tabloda görülmektedir.

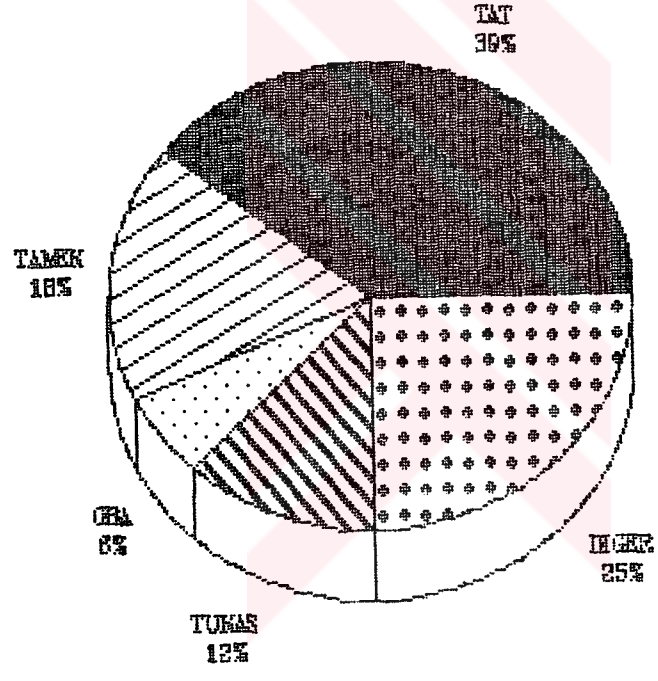
TAT KONSERVE A.Ş.

SEKTÖREL PAZAR PAYI

DOMATES SATIŞI

TAT KONSERVE A.S.

SEKTOREL PAZAR PAYI



SEBZE KONSERVE

TAT KONSERVE A.Ş.
SEKTÖREL PAZAR PAYI

KELCAP

TAT KONSERVE SAN. A.Ş. İHRACAT
(TON)
YILLAR
1990
1989
1988
1180
224
8804
89281
777
135
8178
89612
498
122
189
21887
DOMATES SALÇASI
SEBZE KONSERVE
KETCAP & DİĞER
REÇEL-MARMELAT SUYU

6.7. İhracat

TAT KONSEVE ve mamüllerinin ihracatına aracılık eden kuruluş, aynı zamanda TAT'ın bir bağlı ortaklığı olan RAM DIŞ TİCARET A.Ş.'dir. Aslında dış piyasalara mamul satışında tüm bağlantılar, TAT KONSERVE A.Ş. bünyesi içindeki Ticaret Müdürlüğü içinden yönetilmektedir. Dış piyasa müşteri isteklerinin tespiti, pazar analizinin yapılması, ihracatçı ülkelerin ihraç potansiyelinin tespit edilerek uygun bir ihraç mamul karmasının oluşturulması işleri ise Ram Dış Ticaret tarafından yönetilmektedir. Sonuç olarak dış piyasa satışlarının tümümünün TAT KONSERVE tarafından yürütüldüğü ancak prosedür itibariyle Ram Dış Ticaret üzerinden gösterildiği söylenilebir.

İhracatın takibinin Ram Dış Ticaret üstlendikten sonra ihracatın FOB bedeli üzerinden % 3 komisyon verilmektedir. Raporumuzun şirket faaliyetleri ile ilgili bölümünde, ihracat faaliyetleri sektörün ve pazarın yapısı ve pazar koşullarına yönelik açıklamalar yapılmıştı bu bölümde bu konular kısaca özetlenecektir. TAT KONSERVE A.Ş.'nin 1987-1990 yılları itibariyle ihracatının dağılımı aşağıda verilmektedir.

TAT KONSERVE A.Ş.'nin YILLAR İTİBARIYLE İHRACATI (TON)

Ürünler	1987	1988	1989	1990
Salçalar	25.032	21.337	36.620	39.231
Sebze Konserve	768	218	132	222
Ketçap	7	189	1.721	1.476
Hazır Yemek	--	4	3	3
Reçel	--	2	1	8
Meyve Suyu	--	7	26	3
Sair Konserve	--	0.2	1	1
$ olarak İhraç Toplamı (Bin Dolar)	14.132	16.755	33.857	40.461

TAT KONSERVE'nin 1991 yılına yönelik olarak yaptığı domates salçası ihracat projeksiyonu aşağıda verilmektedir. (Ton olarak miktar ve $ olarak fiyatlar).

TAT KONSERVE
1991 YILI SALÇA İHRACATI (TON)

Aylar	Miktar (Ton)	Tutar (000 $)	Satış Fiyatı ($ TON)
Ocak	5.201	5.381	1.035
Şubat	7.499	6.177	829
Mart	3.905	3.790	970
Nisan	3.314	3.196	910
Mayıs	3.324	3.340	1.005
Haziran	1.528	1.362	891
Temmuz	1.158	934	907
Ağustos	800	760	950
Eylül	3.068	2.187	713
Ekim	6.311	5.278	836
Kasım	6.589	6.113	928
Aralık	11.108	10.658	959
TOPLAM	53.955	48.776	

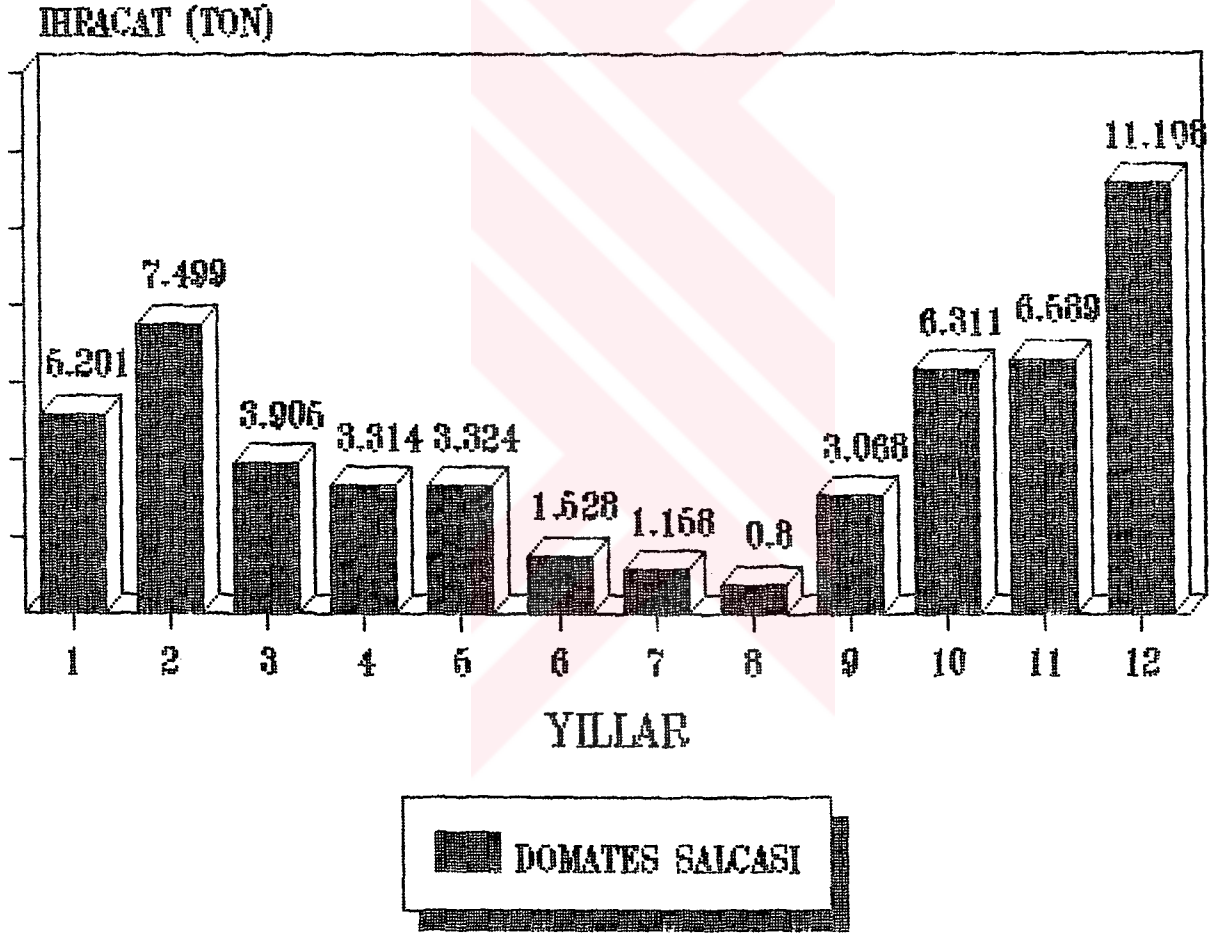
Ton başına verilen bu fiyatlara DFIF dahildir ve destekleme fiyat istikrar fonundan alınan fonlar ihracatın gerçekleşmesinden 6 ay sonra alınmakta ve ödemenin yapıldığı günkü kurdan ödeme yapılmaktadır.

TAT KONSERVE'nin ihracat bağlantıları genelde üretimin yapılacağı sezon dönemlerinde yapılmaktadır. Eldeki stoklar ile sezon döneminde üretilecek mamul miktarı bir arada düşünülerek, ihracatın genel prosedürü belirlenmektedir. Üretim sezonu bittiken sonra, alınan ihracat bağlantılarına yönelik sevkiyatlar, bir sonraki yılın Haziran ayına kadar yapılır.

Genel hatlarıyla olaya bakıldığında ihracatın başarısı açısından bir çok faktörün bir arada bulunması gerekmektedir. Bu aşamada pazara yönelik arz ve bu arzın fiyatıda çok önemlidir. Özellikle Güney Amerika kökenli, düşük kalite ve fiyatlı arz, dış piyasa rekabetini olumsuz yönde etkilemektedir. Salça ve konserve ihracatçısı ülkelerdeki tarımsal istihsal de dış piyasa ihracat potansiyelini direkt etkilemektedir. Örneğin 1989 yılının TAT KONSERVE açısından ihracat ve iç satılarda çok olumlu geçmesinin ana nedeni, diğer ihrcatçı ülkelerdeki tarımsal üretim azlığıdır.

Bunun yanında hükümetin ihracata yönelik olarak uyguladığı düşük kur politakaları ve buna karşılık iç piyasada enflasyonun döviz kurlarından daha hızlı artması, ihracatın karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir.

TAT KONSERVE SAN. A.S.
1991 YILI PROFORMA SALCA IHRACATI



Korfezbank

Mamul karmasının, genelde üretiminde çok uzmanlastığı mamul olan domates salçasını ana kalem olarak (% 95) içermesi, kaliteye olan bağlılık, üstün teknolojik üretim TAT KONSERVE'nin dış piyasalardaki ihracat başarısını ve pazar payını arttırmasına neden olmaktadır.

TAT KONSERVE'nin ihracat yaptığı ülkeler ve yapılan ihracatın bu ülkelere göre dağılımı aşağıda verilmektedir :

1990 YILI İTİBARIYLE
YURTİÇİ SATIŞLARIN ÜLKELERE DAĞILIMI (%)

Ülke	İhraç Oranı
Japonya	39,20
ABD	1,02
İngiltere	7,04
Kanada	7,03
İsviçre	6,05
İsveç	6,08
Polonya	1,05
Avusturya	2,69
Norveç	1,58
Malezya	2,53
Hollanda	0,27
K.K.T.C.	0,53
Cezayir	16,64
Filipinler	2,31
Singapur	0,41
Muhtelif	0,65
İtalya	0,37
Fransa	4,55

TAT KONSERVE şu anda üretiminin % 60'ını ihraç edebilmektedir. İhracat olanaklarının düzenli bir şekilde artması ile TAT'ın ihraç ürünlerindeki nispeten yüksek kar marjı (1990'da % 26, 1991 tahmini % 28), ihracatın karlılığını ve firma başarısını olumlu yönde etkilediği gibi, iç piyasadaki konumunuda koruma imkanı verecektir.

7. MUHASEBE SISTEMI VE RAPORLAMA

Muhasebe ve raporlama sisteminden bahsederken yalnızca TAT KONSERVE'nin değil Düzey Pazarlamanın'da sisteminden bahsetmek gerekir. Çünkü TAT KONSERVE'nin iç piyasada tüm mamul satışları bu şirket aracılığı ile yapılmaktadır.

7.1. Maliyet Muhasebesi ve Mali Tabloların Olusturulması

Düzey Pazarlama 1.ve 2. bölge satış koordinatörlüğü, pazarlama ana bölgelerinden siparişleri aldıktan sonra talimatını TAT KONSERVE'ye iletmektedir. Siparişler TAT KONSERVE genel merkezinden onaylanarak fabrikalara iletilmektedir. Fabrikalarda bulunan ambarlardan sipariş istek fişi ile mal çekilir, mal kamyonlara yüklenir ve irsaliye kesimi yapılır. TAT KONSERVE genel merkezi tarafından onaylanan irsaliye numaralandırılır, mamullerin cinsleri ve gidiş bölgesi Düzey Pazarlamaya bildirilir. TAT KONSERVE çekilen mal miktarı ve tutarına yönelik faturayı, sevkiyatın Düzey Pazarlamaya iletmesinden sonra 7 gün içinde keser ve Düzey Pazarlamaya gönderir. Faturanın aslı müştiye, diğer üç süreti bölge müdürlüğü muhasebesine, merkez muhasebeye ve bilgi işleme gönderilir.

Mal sevkiyatı ile birlikte Düzey Pazarlama mal faturasındaki mal bedelini müşteriye borç, kendine alacak olarak kaydeder. Düzey Pazarlamada her müşterinin pazarlama merkez muhasebisinde bir hesap kaydı bulunmaktadır. Müşteri ile tamamiyle çek sistemiyle çalışıldığından, faturaların tahsilatı banka çeki ile yapılmaktadır.

Tahsilat için müşteriden çek alındıktan sonra, bölgeler tarafından çek alındısı kesilen çekler bordro ile merkeze gönderilir. Merkezde çeklerin kontrolu ve giriş listeleri düzenlenir. Düzey Pazarlama Merkez Muhasebesi çalıştığı bankalarla her gün hesap mutabakatı yaparak ödemeleri takip etmektedir. Çeklerin tahsilatı yapıldıktan sonra Pazarlama ile müşteri hesapları ve TAT KONSERVE'nin hesapları karşılıklı olarak net-off edilir.

Düzey Pazarlama, TAT KONSERVE'ye yaptığı siparişin bedelini TAT KONSERVE ile yaptığı mutabakatla belirlenen vadede ödemektedir. Bu vade genelde 75 gün iken 1990 yılı ikinci yarısı ve 1991 ilk 6 aylık döneminde 90 gün ile 120 gün arasında değişmektedir.

Ürünlerin TAT KONSERVE bazında maliyetlendirmesi yapılırken standart maliyetlerindirme sistemi kullanılır. Bu sistemde ürünlere hammadde, GİM, Direkt işçilik ve Amortisman giderleri yüklenir.

Bu sistem esasları aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

i) **Hammadde Maliyeti** : (A).(B).(C)

A : Ürünün maliyete konu olan miktarı
B : Birim üründe kullanılan Hammadde miktarı
C : Birim hammadde maliyeti

ii) **G.İ.M. Maliyeti** : $\frac{(D)}{(E)}$ = GİM payı

D : Cari yıla ait GİM toplam tutarı
E : Cari yıla ait üretim miktarı

iii) **Amortisman Maliyeti** : $\frac{(F)}{(E)}$ = Amortisman Payı

F : Cari yıla ait Amortisman toplam tutarı

iv) **Direkt İşçilik Maliyeti** : $\frac{(G).(H)}{(E)}$ = D. İşçilik Payı

G : Yıllık olarak tesislerde çalışılan saat
H : Ortalama saat başına işçilik ücreti

Bu dört kalem maliyetin toplamı sınai maliyeti meydana getirir. Bu maliyet üzerine, birim üretim başına ortalama satış gideri, genel giderler finansman gideri gibi maliyetler de eklenerek Ticari Maliyet elde edilir. TAT KONSERVE Düzey Pazarlama'ya satışta bu ticari maliyet üzerine % 5 kar marjı ekleyerek liste fiyatını tespit eder.

7.2. Raporlama

Öncelikle, her ay yönetim kurulana sunulmak üzere aylık faaliyet raporu düzenlenmektedir. Bu raporda aylık kar/zararlar, iç piyasaya satış ve ihracat düzeyiyle ilintili olarak, ürün bazında maliyetler, stoklar, ton ve TL/kg bazında satışlar, fiili ve bütçe rakamlarıyla karşılaştırmalı tablolar yer almaktadır.

Ayrıca TAT KONSERVE Muhasebe departmanı her ay sonu itibariyle aylık mizan çıkarmaktadır. TAT KONSERVE üçer aylık dönemler itibariyle bilanço ve kar/zarar tabloları düzenlemektedir.

Düzey Pazarlama'da bölgeler kar merkezi olarak çalışmamakta, tüm bölgelerin gelir ve giderleri merkezde toplanmaktadır. Bölgelerin TAT KONSERVE'ye sipariş verme yetkisi olmaması, tahsilatların merkezden yapılması ve bölge giderlerinin merkezden karşılanmasından dolayı bütün maliyet hesaplamaları genel ve bölge bazında merkezden yapılmaktadır.

TAT KONSERVE her ay sonu itibariyle satış durumunu, stokları fiili gelir-gider tablolarını ve mukayeseli bilançolarını yönetim kuruluna sunulmak üzere aylık faaliyet raporu şeklinde düzenlemektedir.

7.3. Koç Holding ve Satış Organizasyonu ile İlgili Raporlama

TAT KONSERVE ve Düzey Pazarlama (faaliyetleri içinde Tat ürünlerinin de satışı olduğu için) her ay birbirlerine (yönetim kurullarına faaliyet raporlarının birer kopyasını gönderirler. Bu raporların tümü ayrıca her ayın 15'ine kadar Koç Holding'e iletilir.

TAT KONSERVE sene başında düzenlenen cari yıl bütçesini Koç Holding'e sunmaktadır.

TAT KONSERVE ile Düzey Pazarlama arasında çok düzenli bir bilgi akışı mevcuttur.

TAT KONSERVE ve Düzey Pazarlama arasında özellikle son yıllada gelişen ilişkiler sayesinde iki grup şirketi arasında her konudaki fiyat, satışlar, reklam ve promosyon vb. konularda mutabakata varılarak hareket edilmektedir.

8. Mali Durum Değerlendirmesi

8.1. Satışlar ve Karlılık

Çok çeşitli ürün yelpazesine sahip olan TAT KONSERVE'nin satışlarının % 80'ini salça ürünü oluşturmaktadır. Bunu sırasıyla sebze konserve ürünleri, ketchup ve diced tomato ile reçel ve marmelat ürünleri izlemektedir. Dolayısıyla satışlarının büyük kısmı salça olan TAT KONSERVE'nin satışlar dengesi iç ve yurtdışı piyasalardaki rekabetlerden direkt olarak etkilenmektedir. Toplam salça üretiminin % 70 - % 75'ini ihraç eden TAT KONSERVE özellikle dünyada mevcut salça piyasasındaki hareketlerden oldukça etkilenmektedir.

Nitekim 1988 ve 1989 yıllarında salça üretiminde yaşanan olumlu koşullar satışları 1988 yılında % 84, 1989 yılında da % 140 gibi bir oranda arttırmıştır. Ancak 1990 yılında dünya piyasasındaki salça fiyatlarının düşmesi, körfez krizi nedeniyle diğer üreticilerin iç piyasaya yönelmesi satışlardaki artışı % 57 seviyelerine düşürmüştür.

1989 ve 1990 yıllarında hükümetin uyguladığı düşük kur politikaları, iç piyasadaki enflasyonun döviz kurlarından daha hızlı artması, ihracatı olumsuz etkilenmesine rağmen özellikle 1989 yılında dünyadaki salça üretiminin azalması, salça talebinin ve dolayısıyla salça fiyatının dünya pazarında yükselmesi firmanın düşük kur politikalarına rağmen lehine gelişmiştir. Özellikle iç piyasada en büyük üretici olmanın verdiği avantajlada iç piyasada fiyatlarda enflasyon etkisini elimine eden firma 1989 yılında satışları büyük oranda arttırmıştır. 1990 yılında ise sistem tersine çalışmaya başlamış ve bu yıldada özellikle Amerikanın salça üretimini arttırması ve diğer dünya üreticilerinin arzı fiyatların düşmesine neden olmuş ve bu rekabetin TAT KONSERVE olumsuz yönde etkilenmiştir. Körfez krizi ve yurtiçindeki firmalarında iç piyasaya yönelmesi, döviz kurlarının enflasyonun gerisinde kalması, girdi fiyatlarının yüksek artışlar fiyatlara yansıyamamış ve 1990 yılında TAT KONSERVE'nin satışlarının % 54'e düşmesine neden olmuştur.

Bütün bu olumsuz gelişmeler 1990 yılında firmanın karlılığının önceki yıllara göre azalmasına sebeb olmuş, brüt kar marjı % 26'den % 14'e düşmüştür.

Son üç yıllık döneme baktığımızda ise satışların 1989 yılında % 140 artmasına karşılık, aynı yıl firmanın kar marjı bir önceki yıla göre % 39'dan % 26'ya düşmüştür. Bu dönemde kar marjının düşmesinin en büyük nedenlerinden biri hammadde fiyatlarının bir önceki döneme göre eflasyonun üzerinde bir artış göstermesindendir.

Aynı şekilde 1990 döneminde toplam satışların olumsuz gelişmesi, girdi fiyatlarındaki aşırı artışlar satılan malın maliyetinin % 73'lere ulaşmasına neden olmuştur. Ayrıca satış giderlerindeki artış ve ayrılan kıdem tazminatları karşılıkları 1990 yılı faaliyet karının bir önceki yıla göre % 45 azalmasına neden olmuş ve faaliyet karı % 14 olarak gerçekleşmiştir.

Aynı şekilde firmanın net kar/satışlar oranına baktığımızda TAT KONSERVE'nin ağırlıklı olarak sezonluk üretim yapmasından dolayı net işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak için kullanılan yabancı kaynakların yıllar itibariyle finansman giderlerini arttırması firmanın net karlılığını olumsuz yönde etkilemiştir.

Finansman giderlerinin yıllar itibariyle net satışlara oranına baktığımızda bu oranın 1988'de % 10, 1989'da % 9, 1990 yılında % 13 olarak gerçekleştiğini görürüz. Burda finansman giderlerinin net satışlara oranı yüsek olmasına rağmen, firmanın döviz cinsinden borçlanması kullanılan kredi hacmine göre ucuz kaynaklıdır. Bir mukayese getirmesi açısından firma için yaptığımız projeksiyonlarda TAT KONSERVE'nin 1991 yılındaki finansman giderlerinin 1991 yılı karını nasıl etkilediğini göstermek açısından firmanın 1991 yılındaki net işletme sermayesi ihtiyacı doğrultusunda finansman giderlerinin net satışlara oranı % 10 olarak alınmıştır. 1991 yılında finansman giderlerinin bir önceki yıla göre oran olarak azalacağı tahmini 1991 yılı içinde yapılacak olan 27.1 Milyar TL sermaye artışının firmanın net işletme sermayesi ihtiyacını belli oranda karşılayacağı varsayımıyla yapılmıştır.Bu sebeple 1991 yılı projeksiyonlarımızda net karımız olumlu yönde etkilemiştir.

1990 yılında faiz sonrası karın net satışlara oranı % 3 iken bu oran 1991'de % 6 olarak alınmıştır. Aynı şekilde 1990 yılında net karın net satışlara oranı % 2 olarak gerçekleşmiştir. 1991 yılında ise yapılan bu oran % 5 olarak tahmin edilmiştir. Ancak bu marjına dövizde devalüasyon oranında geçen yıla göre daha fazla artışın olumlu katkısı gözönüne alınmamıştır.

Son üç yıllık net kar oranlarına baktığımızda ise 1988'de % 21, 1989'da % 17, 1990 yılındada büyük bir düşüş kaydererek % 2'e düştüğünü görürüz.

Bütün bu olumsuz koşullara ve karlılık oranlarının düşmesine rağmen karlılık oranlarını sektör ortamaları ile karşılaştırdığımızda ortaya çıkan tablo pozitif gözükmektedir. Brüt kar marjı ve faaliyet karlılığı sektör ortamaları % 19 ve % 7'dir.

Genel idari giderlerin satışlara oranına baktığımızda ise bu oran 1988 yılında % 3 olmuş, 1989 yılında bir değişme göstermemiş ve 1990 yılında % 4 olarak gerçekleşmiştir.

Satış giderlerinin net satışlara oranı % 5 iken 1989'de % 4'e düşmüş 1990 yılında ise % 8'e çıkmıştır. Satış giderlerindeki bu artışın en büyük nedeni özellikle üretim sonrası ambarlama ve satış için kullanılan palet, karton ve benzeri ambalaj girdi malzemelerinin ve reklam giderlerinin bir önceki seneye göre artışından kaynaklanmaktadır.

Genel olarak karlılık oranlarına baktığımızda 1990 yılında gerçekleşen satış cirosu, dış piyasadaki olumsuz satış şartları iç piyasada körfez krizinin getirdiği rekabet, döviz ve enflasyon arasındaki dengenin sağlanmaması, personel giderlerinin ve kıdem tazminatı karşılıklarının bir önceki seneye göre 1990 yılında yapılan toplu sözleşmeye ile birlikte artması firmanın karlılığını olumsuz yönde etkilenmiş ve 1990 yılında karlılığına düşmesine neden olmuştur. Aynı şekilde yıllar itibariyle aktiflerin getirisine baktığımızda aynı trendi görürüz. 1989 yılında % 23 olan aktif getirisi 1990 yılında % 2'ye kadar düşmüştür.

8.2. Likidite Oranları

Şirketin geçmiş üç yıl bilançolarında mali yapının olumsuz yönde gelişerek cari oran ve likidite oranlarının 1989 yılında düşdüğünü 1990 yılındaki düzelmenin yetersiz kaldığını görürüz. Niketim cari oran ve likidite oranlarını sektör ortamaları ile karşılaştırdığımızda cari oran sektör ortalaması 1.78 iken TAT KONSERVE'nin cari oran 1.31 civarındadır. Aynı şekilde bir karşılaştırmayı likidite oranı için yaptığımızda likidite oranı 0.57 iken sektör ortalaması .77 civarındadır. Bu her iki oranın sektör ortalamalarından sapması % 35 civarındadır.

Alacak gün sayısına baktığımızda ise sektör ortalaması 60 gün iken, bu oran yıllar itibariyle artış göstererek 1990 yılında 127 güne ulaşmıştır. Bunun en büyük sebebide iç piyasadaki rekebatin artması normalde şirketin satış koşulları iç pazarda 75 gün dış pazarda 45 olarak gerçekleşmekteyken 1990 yılında iç pazarda vade süresi 127 güne ulaşmıştır.

Stok gün sayısına baktığımızda ise son üç yılda bu oranın 8 ay ile 11 ay arasında değiştiğini görürüz. Bunun en büyük nedeni TAT KONSERVE'nin yılın ikinci yarısında üretim yapmasıdır. Özellikle salça üretiminin Ağustos-Ekim aylarında olması ve buna ilaveten eldeki mevcut stokların buna eklenmesi mali yılın Aralık ayı olması, satışların özellikle yılın son üç ayında ve sonraki yılda gerçekleşmesi stok gün sayısının sektör ortalaması olan 73 günün çok üzerinde oluşmaktadır. Bunu büyük bir sapma olarak değil salça üretimi yapan sektörün tipik özelliği olarak ele almak gerekir.

Salça sektöründeki bu özellik ve alacak gün sayısının 4 aya çıkması firmanın ihtiyaç olan net işletme sermayesi ihtiyacını arttırdığı gibi ticari borçların vadesinin 144 güne çıkmasına neden olmuştur. Ancak ticari alacak ve borç dengesine baktığımızda ticari alacakların borçlardan daha fazla olduğunu görürüz. Buna sene içinde yapılan sermaye artışıda eklenince firmanın net işletme sermayesi ihtiyacının bir önceki seneye göre azaldığını görürüz. Nitekim Aralık dönemi itibariyle firmanın kısa vadeli borçları artmış ancak oran olarak önceki yıllara göre azalma göstermiştir.

8.3. Borç Özvarlık Kullanımı

Yukarıdada değindiğimiz gibi TAT KONSERVE sektördeki mevsimsellik özellikten dolayı hammadde ödemelerinin özellikle domates için ödemelerin % 50'lik kısmının peşin yapmakta üretimin satışını ise sonrasi 3-4 aylık dönemde gerçekleştirmektedir. Bu da firmanın net işletme sermayesi ihtiyacını arttırmakta olup yapılan nakit sermaye artışları bu ihtiyaçları karşılamadığından firma ağırlıklı olarak kısa vadeli kredi kullanımına gitmektedir.

Nitekim Banka borçlarının yapısına baktığımızda toplam banka borçlarının sadece % 8'inin uzun vadeli borçlardan oluştuğunu görürüz. Yıllar itibariyle banka borçlarının özkaynaklara göre oranına baktığımızda bu oranın 1988 ve 1989 yıllarında büyük artış gösterdiğini, 1990 yılında ise düşüş gösterdiğini görürüz. Bu düşüşün nedenini yukarıda özetlemiştik. Buna rağmen banka borçları/özkaynaklar oranının % 124 olması, tamamiyle firmanın yukarıdada değindiğimiz dönemsel net işleme sermayesi ihtiyacının yüsek olmasından kaynaklanmaktadır. TAT KONSERVE'nin toplam satışlarının % 65'ini ihraç etmesi, firmanın kredibilitesinin çok yüksek olması finansman ihtiyacının tümünü düşük faizli ihracat kredileri ile karşılama imkanı vermektedir.

BILANÇO (Milyon TL)	1987		1988		1989		1990	
CARI AKTIFLER	20,046	86%	42,272	87%	97,213	77%	211,225	84%
NAKIT	492	2%	4,210	9%	5,282	4%	6,426	3%
MENKUL KIYMETLER	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
ALACAKLAR	9,142	39%	9,119	19%	27,022	21%	62,968	25%
GRUP ICI MUSTERI.	0	0%	0	0%	0	0%	180	0%
STOKLAR	8,061	35%	21,371	46%	49,341	39%	118,938	47%
DIGER CARI AKTIF	2,351	10%	7,572	16%	15,568	12%	22,713	9%
PESIN VERGI	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
UZUN VADELI ALACAKLAR	69	0%	229	0%	425	0%	597	0%
ISTIRAKLER	584	3%	634	1%	1,150	1%	1,206	0%
YAP. OLAN YATIRIMLAR	7	0%	210	0%	0	0%	6	0%
NET SABIT KIYMET	2,559	11%	5,247	11%	28,131	22%	37,623	15%
BRUT SABIT KIYMET	12,663		24,100		79,920		143,297	
(BIRIKMIS AMORT)	(10,104)		(18,853)		(51,789)		(105,674)	
DIGER AKTIFLER	20	0%	0	0%	3	0%	194	0%
FON BIRIKIMI								
TOPLAM AKTIFLER	23,285	100%	48,592	100%	126,922	100%	250,851	100%
CARI PASIFLER	12,576	54%	34,733	72%	91,423	72%	163,233	65%
KISA VADELI KREDI	4,391	19%	12,970	27%	52,421	41%	89,794	36%
GRUP ICI BORCLAR	30	0%	9	0%	2,733	2%	201	0%
ORTA V. KRD TAKSIT	1,611	7%	1,224	3%	74	0%	70	0%
SATICIYA BORCLAR	1,894	8%	3,366	7%	8,415	7%	41,864	17%
SAIR BORCLAR	3,203	14%	460	1%	527	0%	1,397	1%
CARI YIL VERGISI	222	1%	3,141	6%	2,719	2%	1,036	0%
CARI YIL TEMETTU	919	4%	8,015	16%	11,064	9%	2,470	1%
GIDER TABAKKUKLARI	306	1%	5,568	11%	13,472	11%	26,401	11%
ORTA/UZUN VADE KREDI	2,615	11%	1,969	4%	1,630	1%	8,176	3%
KARSILIKLAR	0	0%	0	0%	2,005	2%	6,902	3%
OZKAYNAKLAR	8,093	35%	11,869	24%	31,861	25%	72,540	29%
ODENMIS SERMAYE	2,756	12%	2,756	6%	10,000	8%	31,913	13%
YEDEK AKCE	2,647	11%	3,767	8%	6,002	5%	16,748	7%
YENIDEN DEGERLEME	1,572	7%	3,109	6%	6,671	5%	22,162	9%
VERGI SON KAR	1,120	5%	2,237	5%	9,188	7%	1,717	1%
TOPLAM PASIFLER	23,286	100%	48,591	100%	126,921	100%	250,551	100%

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

(Milyon TL)

GELİR TABLOSU		1987			1988			1989			1990	
NET SATIŞLAR		26,063	100%		48,205	100%		115,903	100%		182,119	100%
SAT MALIN MALIYETI	16,927		65%	22,857		47%	55,057		48%	105,546		58%
AMORTISMAN	1,118		4%	2,615		5%	20,496		18%	24,127		13%
BRUT SATIŞ KARI		8,018	31%		22,733	47%		40,350	35%		52,446	29%
GEN. ID. GIDERLERI	715		3%	1,403		3%	3,384		3%	7,094		4%
SATIŞ GIDERLERI	1,476			2,545		5%	5,206		4%	14,751		8%
KIDEM TAZMINATI K.	0			0		0%	2,004		2%	4,897		3%
FAALIYET KARI		5,827	22%		18,785	39%		29,756	26%		25,704	14%
FINANSMAN GIDER	3,264		13%	4,793		10%	10,008		9%	23,462		13%
DIGER GELIR/GIDER	(302)		-1%	(599)		-1%	3,224		3%	2,981		2%
VERGI ONCESI KAR		2,261	9%		13,393	28%		22,972	20%		5,223	3%
VERGI+YASAL YUK.	222		1%	3,141		7%	2,720		2%	1,036		1%
VERGI SONRASI KAR		2,039	8%		10,252	21%		20,252	17%		4,187	2%

TAT KONSERVE PROJEKSIYON

BILANÇO (Milyon TL)	1990		1991	
CARI AKTIFLER	211,225	84%	275,192	83%
NAKIT	6,426	3%	2,851	1%
MENKUL KIYMETLER	0	0%	0	0%
ALACAKLAR	62,968	25%	89,058	27%
GRUP ICI MUSTERI.	180	0%	0	0%
STOKLAR	118,938	47%	146,214	44%
DIGER CARI AKTIF	22,713	9%	37,069	11%
PEŞIN VERGI	0	0%	0	0%
UZUN VADELI ALACAKLAR	597	0%	597	0%
IŞTIRAKLER	1,206	0%	1,206	0%
YAP. OLAN YATIRIMLAR	6	0%	0	0%
NET SABIT KIYMET	37,623	15%	46,594	14%
BRUT SABIT KIYMET	143,297		242,149	
(BIRIKMIŞ AMORT)	(105,674)		(195,554)	
DIGER AKTIFLER	194	0%	324	0%
FON BIRIKIMI			8,712	
TOPLAM AKTIFLER	250,851	100%	332,625	100%
CARI PASIFLER	163,233	65%	179,021	54%
KISA VADELI KREDI	89,794	36%	89,794	27%
GRUP ICI BORCLAR	201	0%	0	0%
ORTA V. KRD TAKSIT	70	0%	0	0%
SATICIYA BORCLAR	41,864	17%	51,915	16%
SAIR BORÇLAR	1,397	1%	0	0%
CARI YIL VERGISI	1,036	0%	3,094	1%
CARI YIL TEMETTU	2,470	1%	0	0%
GIDER TAHAKKUKLARI	26,401	11%	34,217	10%
ORTA/UZUN VADE KREDI	8,176	3%	8,176	2%
KARŞILIKLAR	6,902	3%	6,902	2%
OZKAYNAKLAR	72,540	29%	138,526	42%
ODENMIŞ SERMAYE	31,913	13%	75,000	23%
YEDEK AKÇE	16,748	7%	18,465	6%
YENIDEN DEGERLEME	22,162	9%	30,661	9%
VERGI SON KAR	1,717	1%	14,400	4%
TOPLAM PASIFLER	250,851	100%	332,625	100%

(Milyon TL) 26.4%

GELIR TABLOSU	1990		1991	
NET SATIŞLAR	182,119	100%	285,143	100%
SAT MALIN MALIYETI	105,546	58%	192,279	67%
AMORTISMAN	24,127	13%	21,192	7%
BRUT SATIŞ KARI	52,446	29%	71,671	25%
GEN. ID. GIDERLERI	7,094	4%	11,406	4%
SATIŞ GIDERLERI	14,751	8%	19,960	7%
KIDEM TAZMINATI K.	4,897	3%	0	0%
FAALIYET KARI	25,704	14%	40,305	14%
FINANSMAN GIDER	23,462	13%	28,514	0%
DIGER GELIR/GIDER	2,981	2%	5,703	2%
VERGI ONCESI KAR	5,223	3%	17,494	6%
VERGI+YASAL YUM.	1,036	1%	3,094	1%
VERGI SONRASI KAR	4,187	2%	14,400	5%

MALİ ORANLAR

Satışlar ve Karlılık	1988	1989	1990
Brüt Kar Marjı	% 47	% 35	% 29
Faaliyet Karlılığı	% 39	% 25,7	% 14,1
Net Karlılık	% 21,3	% 17,5	% 2,9
Aktiflerin Getirisi	% 11,7	% 23,1	% 2,2
Özkaynaklar Getirisi	% 102,7	% 92,6	% 8

Likidite/Nakit Akımı	1988	1989	1990
Cari Oran	1,79	1,25	1,31
Asit Test Oranı	0,60	0,52	0,57
Stok Gün Sayısı	306	238	335
Alacak Gün Sayası	64	85	127
Ticari Borç.Vadesi	54	55	144

Borçluluk Oranları	1988	1989	1990
Faiz Karşılama Oranı	3,79	32,9	1,22
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	% 75,6	% 73,3	% 68,3
Uzun Vad.Yab.Kay./Özkaynaklar	% 16,6	% 5,1	% 11,3
Banka Borçları/Özkaynaklar	% 10,9	% 164	% 124

9. SIRKET DEGERLEMESI

9.1. Net Aktif Deger

Bir şirketin net aktif değeri, tüm yükümlülükleri ödendikten sonra varlıkların elden çıkarılmasıyla elde edilecek nakit olarak ifade edilebilir. Net aktif değer için varlıkların tasfiye değeriyle borçların bugünkü değeri arasındaki fark da denebilir.

Varlıkların pazar değerlemeleri belirli bir zamanda belirleneceği için, bu değerlendirmenin yapıldığı an ile şirketin satış zamanı arasında meydana gelecek uzun zaman aralığı, özellikle enflasyonist ortamlarda şirketin değerinde önemli değişkiliğe neden olabilir. Değerlendirme işlemini, şirketin mevcut durumunu yansıtan gerçekçi bir bilançoya dayandırma ihtiyacı nedeniyle şirketin muhasebe kayıtları denetlenebilir. Denetleme ve teknik değerlendirme işlemleri beraber yürütülürse varlıkların ve yükümlülüklerinin bugünkü değerleri daha kesin bir şekilde belirlenebilir.

Net aktif değeri, bir şirketin pazar payına, markasının tanınmasına, personelinin uzmanlığına, yönetim kalitesine, bayi ve fon sağlayıcılarla iyi ilişkilerine, etkin dağıtım sistemine ve optimum tesis yerleşim yerlerine bağlı olan kazanç potansiyelini gözönüne almamaktadır. Tüm bu noktalar şirketin değerinin belirlenmesinde "goodwill" olarak alınabilir.

Belirlemek için herhangi bir objektif metot olmadığı için "goodwill"in değeri satıcı ve alıcı arasında pazarlıkta belirlenebilir.

Aktifler ve Yükümlülükler

TAT KONSERVE`nin net aktif değeri 31.03.1991 tarihi itibariyle hesaplanmıştır. Böylelikle varlıkların ve yükümlülüklerin piyasa değerleri ile şirketin bilançosu arasında hesaplama açısından zaman farkı en aza indirilmeye çalışılmıştır.

Alacakların piyasa değeri, potansiyel kayıpları karşılayabilmek amacıyla defter değerinin % 90`ına düşürülmüştür. Hammadde ve yarı mamül stokları bilançodaki maliyet değerleri ile alınmış, mamül stokların değeri ise % 15 brüt kar marjı eklenerek hesap edilmiştir.

TAT KONSERVE`nin faaliyette bulunan iştirakleri ve bunların piyasa değerleri aşağıda verilmiştir :

İştiraklerin Pisaya Değeri

(Milyon TL)

Şirket	İştirak Payı	Ödenmiş Sermaye
Ram Dış Ticaret	% 8	10.000
Besan Besin San.A.Ş.	% 15	1.750
Maret A.Ş.	% 03	35.000
Tat Tohumculuk A.Ş.	% 30	250

Şirket	1990 Net Kar	Şirket Piyasa Değeri (F/K= 8)	İştirak Piyasa Değeri
Ram Dış Ticaret	8.402	67.216	5.337
Besan Besin San.A.Ş.	1.907	15.256	2.288
Maret A.Ş.	4.647	113.750 *	341
Tat Tohumculuk A.Ş.	3	750	225

* İMKB'sında işlem gören fiyatı üzerinde hesaplanmıştır.

TAT KONSERVE'nin hissedarı olduğu dört şirketten Ram Dış Ticaret, Besan Besin ve Tat Tohumculuk şirketlerinin piyasa değeri fiyat/kazanç oranı 8 alınarak 1990 yılı karlarına göre hesaplanmıştır. Maret hisse senetleri ise IMKB'sında işlem görmekte olup 11.07.1991 tarihi itibariyle kapanış fiyatı alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır. Buna göre TAT KONSERVE iştiraklerinin toplam değeri 8.191 Milyon TL olarak hesap edilmiştir.

Sabit kıymetlerin rayiç bedelleri alınırken sigorta bedelleri alınmıştır. Ayrıca TAT KONSERVE'nin Mustafakemalpaşa (konserve ve kutu fabrikası), Karacabey, Yenişehir ve Gelibolu tesisleri toplam 915.107 m2'lik alanda faaliyet göstermektedir. Arsaların değeri için ise şirketin üretim faaliyetinde bulunduğu arazinin çevresinde arsaların TL/m2 satış bedelleri baz alınmıştır. Tesislerin yerleşim bölgelerindeki m2 fiyatları ile rayiç bedelleri aşağıda verilmiştir.

Bulunduğu Bölge	Toplam Alan (m2)	TL/m2	Rayiç Değer (Milyon TL)
Mustafakemalpaşa	484.299	30.000	14.529
Karacabey	143.504	20.000	2.870
Yenişehir	274.180	15.000	4.113
Gelibolu	13.118	10.000	131
			=======
			21.643

TAT KONSERVE`nin kullandığı ağırlıklı ortalama faizi % 43.3 olan orta vadeli krediler % 70`lık bir faiz oranı ile iskonto edilerek bu kredilerin Mart 1991 sonu itibariyle bugünkü değerleri hesap edilmiştir.

1990 yılsonu itibariyle 6.901 Milyar TL olarak bilançoda yer alan kıdem tazminatı karşılıklarına 1991 yılı ilk altı ayı için TAT KONSERVE tarafından 1.815 Milyon TL kıdem tazminatı miktarı belirlenmiştir. Kıdem tazminatı karşılıkları kurumlar vergisi matrahından düşülemediği için bu tutarlar için % 49.22 oranıda ertelenmiş vergi alacağı hesap edilerek aktiflere eklenmiştir.

Bu hesaplamaya göre 31 Mart 1991 tarihi itibariyle TAT KONSERVE`nin

net aktif değeri	257,7	Milyar TL
	58,7	Milyon USD
	105,6	Milyon DM

olarak bulunmaktadır. 75.000 Milyon TL ödenmiş sermayeye göre hisse başına değer 3.425 TL olmaktadır.

TAT KONSERVE A.Ş.
NET AKTİF DEĞER

31.03.1991

Aktifler (Milyon TL)	Defter Değeri	Rayiç Değeri
Nakit	1.707	1.707
Alacaklar (% 90)	53.379	48.041
Hammadde	24.599	24.599
Mamül (1.15)	47.257	54.346
Uzun Vadeli Alacaklar	780	780
Diğer Dönen Varlıklar	49.321	49.321
İştirakler	1.273	8.191
Sabit Kıymetler		
Arsa	518	21.643
Bina, Mak.ve Teç.	164.363	197.849
Birikmiş Amort.	(127.176)	
Ertelenmmiş Vergiler		4.290
TOPLAM AKTİFLER	216.021	410.767

Yükümlülükler (Milyon TL)	Defter Değeri	Rayiç Değeri
Banka Borçları		
Kısa Vadeli	83.007	83.007
Uzun Vadeli	8.034	16.803
Mal Alım Borçları	4.690	4.690
Alınan Avanslar	40	40
Sair Borçlar	38.517	38.517
Masraf Karşılıkları	312	312
Vergi Karşılıkları	1.036	1.036
Kıdem Tazminatı Karş.		8.716
TOPLAM YUKULULUKLER	135.636	153.121
NET AKTİF DEĞERİ	80.385	257.646

9.2. Yeniden Kurulma Değeri

Yeniden kurulma değeri, şirketin piyasa değerine bir baz teşkil etmemekle birlikte özellikle çoğunluk hisselerin blok olarak satılması durumunda, yatırımcının böyle bir tesise sahip olmak için katlanmak zorunda kalabileceği maliyetlerin gözönünde bulundurularak pazarlık payının belirlenmesi açısından bir fikir verebilir.

TAT KONSERVE'nin sahip olduğu tesislerin bugün kurulması ve işletmeye alınması durumunda ortaya çıkacak yeniden kurulma değeri aşağıda hesaplanmıştır.

Sabit kıymetlerin net tedarik maliyetleri alırken sigorta bedeli alınmıştır.

Ancak burada makine ve teçhizatın net tedarik maliyetini değerlendirirken geçmiş yıllarda yapılmış makina yatırımlarının bugünkü değerlerinin, teknolojik gelişme ile birlikte bugün daha yüksek teknolojiye sahip eşdeğer makinalara göre daha pahalı olabileceğini gözönünde bulundurmak gerekir.

YENİDEN KURULMA DEĞERİ

Net Tedarik Maliyeti	1991
(Milyon TL)	
Arsa	21.643
Binalar Makina ve Teçzihat	197.849
Toplam	219.492
Kuruluş Giderleri	4.388
Montaj Giderleri	32.923
İşletmeye Alma Giderleri	37.380
Net İşletme Sermayesi	88.536
Yeniden Kurulma Değeri (Milyon TL)	382.719
(Milyon $)	103.4
(Milyon DM)	175.4
Hisse Başına Fiyat (TL) (31.03.1991)	5.103

1 USD = 3700,58 TL
1 DM = 2181,90 TL

Hesaplamalarda şu varsayımlar yapılmıştır :

- Kuruluş giderleri toplam net tedarik maliyetinin % 2`si olarak hesaplanmıştır.

- Montaj giderleri makina ve teçhizat maliyetinin % 15`i oranında tahmin edilmiştir.

- İşletmeye alma giderlerini hesaplarken 2 aylık deneme üretimi öngörülmüştür. Bu giderler 1991 yılı ilk 3 ayında gerçekleşen satılan malın maliyeti ve genel idari giderleri toplamının 2/3`ü olarak hesap edilmiş ve deneme üretiminin yarısının aynı dönemdeki fiyatlardan satılacağı varsayılmıştır.

- Net işletme sermayesinin tahmininde 1990 yılına ait net işletme sermayesi/net satışlar oranı olan % 30 ile 1991 yılı planlanan satış tutarı olan 295.120 Milyon TL kullanılmıştır.

Bu hesaplamalar sonucunda bulunan yeniden kurulma değerinin net aktif değerine oranı 1.5 civarında olmaktadır.

9.3. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi

İskonto edilmiş nakit akımları metodunda, TAT KONSERVE`nin önümüzdeki yıllarda faaliyetleri sonucu yaratacağı serbet nakit akımları tahmin edilmiş ve bu nakit akımları hesaplanan iskonto oranı ile bugüne indirgenmiştir. Nakit akımları tahmin süresi 1991-1998 arasını kapsamaktadır. TAT KONSERVE`nin nihai değeri (tahmin süresinin bitimi olan 1998 yılı sonu değeri) 1991 yılı sonuna iskonto edilmiş nakit akımları toplamına eklenmiştir. TAT KONSERVE`nin 1991 yılı sonunda bankalara olan kısa ve orta/uzun vadeli borçlarının 1990 yılı sonundaki tahmini piyasa değeri bu toplamdan düşülerek şirket değerine ulaşılmıştır. Şirket değerinin, tahmin süresi içerisinde yaratılması beklenen serbest nakit akımları ve nihai değerinin bugünkü değerinden kısa/orta/uzun vadeli banka borçlarının piyasa değerinin çıkarılmasıyla bulunması denklemsel olarak şu şekilde gösterilir :

$$\text{Şirket Değeri} : \sum \frac{CF(n)}{(1+r)^n} + \frac{CF_8(1+g)}{(r-g)(1+r)} + - MVD$$

Burada

CF = Serbest nakit akımı
  n
r = İskonto oranı

CF = Tahmin süresinin sonundaki serbest nakit akımı
  8
g = Tahmin süresi sonundan itibaren serbest nakit akımı büyüme hızı
MVD = Kısa/orta/uzun vadeli banka borçlarının piyasa değeri

Serbest nakit akımı şu şekilde tanımlanmıştır :

+ Vergiden önceki kar
+ Karşılıklar
+ Amortisman
- Vergi Ödemeleri
+/- Net işletme sermayesi artış/azalış
- Yatırımlar
+/- İştiraklerdeki artış/azalış
+/- Diğer aktiflerdeki artış/azalış

Serbest Nakit Akımı

Tahmin süresinin bitimi olan 1998 yılı sonundaki şirket değeri nihai değer olarak adlandırılmıştır. Nihai değer iskonto edilmiş nakit akımları analizlerinde 3 değişik metotla hesaplanabilmektedir. Bunlar :

a) Süreklilik
b) Fiyat/kazanç (F/K)
c) Piyasa değeri /defter değeri (PD/DD) oranı

Tahmin süresinin sonunda, Türkiye hisse senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen F/K ve PD/DD oranları TAT KONSERVE'nin vergi sonrası kar ve özkaynaklar büyüklülükleri ile mukayese edilerek bir nihai değer tahmini yoluna gidilebilir.

Ancak tahmin süresinin uzunluğu ve Türkiye organize hisse senedi piyasasının nispi olarak kısa geçmişi gözönüne alındığında, bu iki borsa göstergesinin belirlenmesi zorlaşmaktadır. Bu nedenle nihai değer hesaplamsı süreklilik yöntemi ile yapılmıştır.

Süreklilik yönteminde, tahmin süresinin sonunda itibaren serbest nakit akımının sabit bir hızla büyüdüğü varsayılmıştır. Tahmin süresinin sonunda sonsuza kadar yatırımların marjinal getirisinin iskonto oranında yüsek olmayacağı bilindiğinden, bu büyüme hızı sıfır olarak kabul edilmiştir.

Parametrelerin Tanımındaki Varsayımlar

1) İskonto Oranı

Projeksiyonlar 1991 yılı satış fiyatlarına göre yapılmıştır. Projeksiyonlar sabit fiyatlarla yapıldığından iskonto oranı da reel bir oran olarak alınmıştır. İskonto oranı şirketin banka borçları -özsermaye dengesi, borçlanma maliyeti, piyasadaki sermaye getirisi ve sektörün yapısı gözönünde bulundurularak menkul kıymet fiyatlandırma tekniğine (capital asset pricing) göre % 12 olarak hesap edilmiştir.

2) Satışlar

Yapılan satış projeksiyonlarında TAT KONSERVE'nin satışları genel olarak 4 bölümde incelenmiştir. Bunlar salça, ketchup ve diced tomato, sebze konserve, reçel marmelat ve meyve sularıdır. Bu dört bölümde incelenen satışlar ayrıca iç piyasa ve ihracat olmak üzere iki ayrı kalemde incelenmiştir.

Ayrıca firma tarafından üretilmekte olan ürünler başlıca 3 ana gruba ayrılmış ve bunlar için ayrı ayrı satış projeksiyonu yapılmıştır.

1991 yılından başlayarak salça satışlarının yıllık ihracat ve iç piyasadaki satış artışlarının % 3 olacağı varsayılmıştır. Bu varsayım yapılırken salça satışların 1995 yılına kadar 70.000 ton olacağı varsayımıyla hareket edilmiş ve toplam satışların % 75'i ihracat olarak alınmıştır.

Ketchup ve diced tomato satışları ise iç piyasada ağırlıklı olarak ketchup olup ihracatın % 80'lik kısmı ise diced tomato'dur. Burada iç piyasada satışları sabit kalacağı ihracatın ise 1995 yılına kadar 1992'de % 20 sonraki üç yıl ise % 10 artacağı varsayılmıştır. Bu varsayım yapılırken diced tomato satışlarının 1995 yılına kadar 8.000 ton'a ulaşacağı varsayımıyla hareket edilmiştir.

Sebze konserve ile reçel marmelat ve meyve suları satışlarında da ise 1991 yılından itibaren satışların aynı seviyede kalacağı varsayılmıştır. Bunun en büyük nedeni, bu her iki mamüllerde özellikle sebze konserve ihracatının talebe bağlı olarak çok düşük seviyelerde olmasındandır.

Bütün bu projeksiyonlar TAT KONSERVE'nin hazırlanmış olduğu plan ve program hedefleri doğrultusunda yapılmış ve yetkililerle tartışılmıştır.

3) Satılan Malın Maliyeti

Satılan malın maliyeti satışların yüzdesi olarak tespit edilmiştir. Buna göre son yıllarda % 77'in üstüne çıkan ortalama ürün maliyetlerinin projeksiyonumuzda yıllar itibariyle % 75 ile, % 73 arasında değişeceği varsayılmıştır. Bu oranlar tespit edilirken, ürün bazında geçmiş yıllardaki satın malın maliyeti/satışlar oranları gözönüne alınmış ve yapılacak yeni iyileştirme yatırımlarıyla bu oranların 1991'den itibaren % 75 seviyelerinden % 73 seviyelerine düşeceği varsayılmıştır.

Ürün bazında maliyetlere baktığımızda ketchup ve diced tomato hariç maliyetleri iç piyasa ve ihraç ürünleri için aynıdır. Diced tomato ürün maliyetinin ketchup ürününe göre düşük olması ve ihracatta ağırlığının bu üründe olması sebebiyle maliyetler ağırlıklı ortalamalara göre hesaplandığından ihracat maliyeti iç piyasaya göre daha düşük olmaktadır.

Salça maliyetleri iç piyasada % 91 ihracatta ise % 72 olarak varsayılmıştır. Bu düşüklüğün sebebi ihraç fiyatının iç piyasadan yüksek olması ve döviz kuru farkından kaynaklanmaktadır.

4) Amortismanlar

Tahmin süresi içinde eski sabit kıymetleri için % 30 yeni sabit kıymetler için % 45 amortisman ayrılmıştır. Bu oranlar hesaplanırken 1990 yılındaki amortismanların ağırlıklı ortalaması alınmıştır.

5) Genel İdari ve Satış Giderleri

Genel idari giderler hesaplanırken 1990 yılında gerçekleşen satışlara oranı tahmin süresi için % 4 alınmıştır. 1987-1990 arasında satışların % 5 - % 8'ini oluşturan satış giderleri önümüzdeki yıllar için % 7 alınmıştır.

6) Gider Gelir/Gider

Projeksiyon süresince satışların % 2'sini teşkil edeceği varsayılmıştır. Bu oran son 2 yılda sırasıyla % 3 ve % 2 olarak gerçekleşmiştir.

7) Kurumlar Vergisi

Kurumlar vergisi oranı efektif olarak % 49.22, gelir vergisi tevkifat oranı ise % 10.5 olarak alınmıştır.

8) İşletme Sermayesi

a. Nakit

Firmanın günlük ihtiyaçlarının karşılanması açısından nakit tutarın toplam satışların % 1'i oranında alınmasının yeterli olacağı görüşündeyiz.

b. Alacaklar

TAT KONSERVE iç piyasadaki satışların tamamını Düzey Pazarlama üzerinden ihracatı ise TAT KONSERVE tarafından fakat Ram Dış Ticaret üzerinden geçirilmektedir.

1987-1990 yılları arasında alacak gün sayısı 69 ile 128 arasında değişmektedir. Tahmin süresi boyunca alacak gün sayısının 114 olacağını kabul edilmiştir.

c. Stoklar

1989 ve 1990 yıllarında stok-gün sayısı sırasıyla 238 ve 235 olmuştur. Tahmin döneminde stok gün sayısı 250 gün olarak alınmıştır.

d. Cari Aktifler

Cari aktiflerin net satışlara oranı 1987-1990 döneminde ortalama % 12 olarak gerçekleşmiştir. Tahmin süresi boyunca bu oran sabit olarak alınmıştır.

e. Diğer Aktifler

Diğer aktiflerin toplam aktiflere oranı son 3 yılda ortalama % 01 olarak gerçekleşmiştir. Tahmin süresi boyunca bu oranın devam edeceği varsayılmıştır.

f. Cari Borçlar

TAT KONSERVE'nin cari borçlarının satılan malın maliyetine oranı 1990 % 20 olarak gerçekleşmiştir. Tahmin süresi içinde bu oran % 27 olarak alınmıştır.

g. Diğer Cari Pasifler

Tahmin süresi boyunca son 3 yılın ortalaması gibi % 12 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

9. Yatırımlar

1991 yılında yapılacak olan idame yatırımlarının satışlara oranı % 2 olup bu oran gözönüne alınarak tahmin süresi içinde idame yatırımları için % 2'lik bir oran uygun görülmüştür.

10. Kısa Vadeli Krediler

1991 sonunda TAT KONSERVE'nin kısa vadeli banka kredilerinin 89.794 Milyon TL olacağı tahmin edilmektedir. Tahmin dönemindeki kısa vadeli krediler sabit bırakılmıştır. Kısa vadeli banka kredilerinin piyasa değeri şirket değeri hesaplanmasında nakit akımları artı nihai değerden düşülmektedir.

11. Orta/Uzun Vadeli Krediler

TAT KONSERVE'nin orta ve uzun vadeli kredi borcu 1990 sonu itibariyle 8176 Milyon TL'dir. Tahmin süresi boyunca 8.176 Milyon TL'lık kredi borcunun sabit kalacağı varsayılmıştır.

Duyarlılık Analizi

Yukarıda açıklanan varsayımlara göre ortaya çıkan nakit akımları % 12 iskonto oranı ile iskonto edildiğinde şirketin değeri 286.123 Milyon TL olarak bulunmaktadır. 75.000 Milyon TL ödenmiş sermayeye göre bir hisse değeri 3.815 TL olmaktadır.

Aynı iskonto oranında (% 12) çeşitli parametreler için yukarda belirlenen varsayımlar, diğer parametreler orjinal değerlerinde sabit kalmak üzere iyimser ve kötümser olmak üzere değiştirildiğinde aşağıda verilen hisse değerleri bulunmaktadır.

	Varsayım	Fiyat	Varsayım	Fiyat
Yatırımlar/Satışlar	% 1	4.045	% 3	3.777
Stok devir hızı(gün)	240	3.394	260	3.737
Alacak.Ort.vad.(gün)	100	3.965	125	3.666
Cari Bor./sat.malı.mal.	% 22	3.667	% 32	3.953
Dönem giderleri/satışlar	% 7	4.667	% 15	2.965
Diğer cari pas./satışlar	% 10	3.738	% 14	3.893

Yine iskonto oranı % 12 iken satış ve amortisman hariç satılan malın maliyeti tutarları % 1 oranında arttırılıp azaltıldığında bulunan hisse değerleri aşağıdaki şekildedir.

	Değişim	Fiyat
Satışlar	+ % 1	3.725
SMM	- % 1	3.990

Yukarıda da görüldüğü gibi, bulunduğumuz noktadan sonra satışlar arttırıldığında mevcut işletme sermayesi ihtiyacı şartlarında satış artışının getirdiği katma değer işletme sermayesi ihtiyacından daha az olduğu için nakit ihtiyacını attırmakta bu nedenle şirketin değeri azalmaktadır. Nitekim satışları % 1 arttırdığımızda hisse senedi değeri 3.725 TL düşmektedir.

Yine bütün parametreler sabit kalmak üzere satılan malın maliyetini % 1 düşürdüğümüzde hisse değeri 3.990 TL çıkmaktadır.

Parametreler orjinal değerinde iken iskoto oranı % 10'a düşürüldüğünde hisse değeri 4.787 TL % 14'ye çıkarıldığında 3.149 TL olmaktadır.

Duyarlılık analizi ile bulunan hisse değerleri gözönüne alındığında hisse değeri 2.965 TL ile 4.787 TL aralığında değişmektedir. Bize göre bu aralık içinde bulunan 3.800 TL rakamını iskonto edilmiş nakit akımları yöntemiyle bulunan hisse değeri olarak kabul etmek uygun olacaktır.

9.4. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/kazanç (F/K) oranı hisse senedi değerlendirmesinde en çok kullanılan göstergelerden biridir. F/K oranı, ilgili firmanın her bir hisse senedinin piyasa değerinin yıl içinde şirketin sağladığı hisse başına kazanca (vergi sonrası) olan oranıdır.

F/K oranı yatırımcıların, hem piyasanın genel durumu hem de ilgili firmanın performansı hakkında beklentileri mukayese etmesi için bir kaynak olmaktadır. Genelde olumlu ekonomik koşullar piyasadaki hisse senetlerinin F/K rasyonunun pozitif yönde artışına sebep olabilir. Eğer hisse senedinin kaynaklandığı firma ve firmanın bulunduğu sektör diğerlerine göre daha fazla büyüme ve karlılık arz ediyorsa, F/K rasyosu da diğerlerine göre daha fazla oranda artış gösterebilir. Bu ekonomik nedenlerin dışında şirket ele geçirme veya şirket birleşmesi gibi nedenlerle spekülasyon yapılması da F/K oranının suni bir şekilde artmasına neden olabilir.

F/K Oranının Belirlenmesi

IMKB'da işlem gören ve Gıda sektöründe faaliyet alanı TAT KONSERVE'ye benzer hiç bir şirket bulunmadığında gıda sektröünde faaliyet gösteren firmaların F/K oranları bir örnek teşkil etmiyecektir.

Yabancı borsalardaki ortalama F/K oranları ve Financial Times tarafından yayımlanan Gıda sektörü F/K oranları aşağıdaki gibidir.

	08.05.1991
Londra Borsası	13.3
New York Borsası	15.9
Frankfurt Borsası	17.0
Paris Borsası	11.8
Ortalama	14.5

Kaynak : Data Stream

Standart and Poor's (Ind)	18.7	(26.06.1991)
Financial Times (Food Ind)	12.7	(10.07.1991)

Yukarıdaki oranları değerlendirdiğimizde TAT KONSERVE'nin hisselerinin piyasada işlem görmeye başlayıp belli bir derinlik kazandıktan sonra bugünkü piyasa şartları ile 15 F/K oranına ulaşabileceğini söyleyebiliriz. Ancak hisselerin halka arzedilmesi aşamasında fiyat belirlerken tecrübelere göre halka arz fiyatının bu fiyata göre % 35 dolayında daha az olması gerektiğini düşünürsek F/K oranının 11 alınması uygun olacaktır.

Kazancın Belirlenmesi ve Hisse Başına Kazanç

Değerlendirmede kullanılacak net kar değerinin belirlenmesinde gözönüne alınması gereken bazı hususlar vardır.

- TAT KONSERVE her ne kadar direkt olarak körfez krizinden etkilenmemişse de bu olay TAT KONSERVE'yi belli oranda katma değer kaybına uğratmıştır.

- Dövizde, enflasyon oranına göre oldukça düşük devalüasyon oranı 90 yılı karını olumsuz etkilemiştir.

Bu hususlar gözönünde bulundurulursa şirketin önümüzdeki yıllardaki performansına baz olarak 1990 yılı karı yerine önceki yıllarda gerçekleşmiş olan net kar marjına paralel bir karın hesap edilerek bu karın hesaplamalara baz alınması görüşü ağırlık kazanmaktadır.

Bu durumda 1990 yılı "normalised" karını tespit ederken 1987-1989 yıllarında gerçekleşmiş olan % 8 ile % 21 arasındaki net kar marjlarını gözönünde bulundurduğumuzda % 10 net kar marjının yanıltıcı bir rakam olmayacağı görüşündeyiz. Bu durumda 1990 yılı net satışlarına göre "normalised" kar 18.212 Milyon TL olmaktadır.

Yukarıda belirtiğimiz 1990 yılı "normalised" karına ve 31.913 Milyon TL ödenmiş sermayeye göre 1990 yılı için hisse başına kar aşağıdaki şekilde olacaktır.

"Normalised" kar (MM TL)	18.212
Ödenmiş sermaye (MM TL)	75.000
Hisse adedi (1000)	75.000
Hisse başına kar (TL)	242,8

Yukarıda belirtilen 1990 yılı "normalised" karına ve daha önce tespit edilen F/K oranına göre şirketin değerini şu şekilde belirleyebiliriz.

F/K	Şirket Değeri	Hisse Değeri (TL)	
15	273.180	3.642	Blok Satış Fiyatı
11	200.332	2.670	Halka Arz Fiyatı

Blok satışta yatırımcı ile firma faaliyetleri arasında sinerji kurulabileceğinden F/K oranının 15 ve hisse fiyatının 3.642 TL olarak belirlenmesi görüşündeyiz.

9.5. Fiyat/Nakit Akımı Oranı

Şirketlerin uyguladıkları amortisman yöntemlerindeki farklılıklar ve yatırımlarındaki artışlar nedeniyle amortisman giderlerinde ortaya çıkan artışların etkisinin giderilmesi yönünden fiyat/nakit akımı (F/NA) oranının şirketlerin değerini karşılaştırmak için daha doğru bir yöntem olacağını düşünmekteyiz.

Fiyat/Nakit Akımı Oranını Seçimi

İMKB'de hisse senetleri işlem gören tüm şirketlerin yıllık amortisman giderlerine ait bilginin elde edilmesi zorluğu nedeniyle İMKB için ortalama F/NA oranını bulmak mümkün olamamaktadır.

Ancak yurtdışındaki borsalar için ortalama değerler şöyledir:

	F/NA	F/K / F/NA
Avusturya	5.9	2.9
Fransa	5.8	2.0
B.Almanya	5.1	2.6
İtalya	3.8	4.1
Hollanda	5.3	2.7
İspanya	4.9	3.0
İsveç	9.2	1.8
İsviçre	9.1	1.3
İngiltere	3.0	1.7
Kanada	7.3	1.7
A.B.D.	7.4	1.7

Kaynak : Data stream

İMKB'deki şirketler için bir F/NA oranı bulabilmek amacıyla F/K oranını F/NA oranını bölerek iki oran arasındaki genel ilişkiyi tespit etmeğe çalıştık. Genelde F/K oranının daha fazla değişim göstermesine karşılık F/NA oranı istikrarlı bir seviyede kalmaktadır. Nitekim yıl sonları itibariyle (1987 için 19 Ekim) 1983-1987 yılları oranlarının 5.3 ile 7.3 arasında değişmesine karşın F/K oranları 10.0 ile 21.0 arasında bir değişim göstermiştir.
Değişik ülke borsaları için bulunan F/K / F/NA oranlarına göre 2.3 rakamı ortak bir oran olarak gözükmektedir. Buna göre İMKB için F/NA oranı :

İMKB için F/K oranı : 16
İMKB için tahmin F/NA oranı : 16/2.3 = 7.0

Şirketin Değeri

Bu durumda hesaplamaya katacağımız nakit akımları :

"Normalised" kar(90) + amortisman = 18.212 + 24.127 = 42.339

P/CF	Şirket Değeri (Milyon TL)
7.0	296.373

Buna göre hisse senedinin değeri

296.373/75 = 3.952 TL

olmaktadır.

9.6. Temettü Verimi

Geleksel hisse senedi değreleme modellerini gözönünde bulundurursak, hisse senedi değerinin ana belirleyicisi temettü akışıdır. Çok hızlı büyüyen şirketleri hisse senetlerinde olduğu gibi temettü ödemeyen hisse senedi durumunda, sonsuzdan daha az getirisini, hisse senedini mevcut fiyattan daha yüksek bir fiyata satarak kazanmayı bekler. Yine, bu satış fiyatı, ileride bir zamanda ödenmesi tahmin edilen temettülerin bir fonksiyonudur. Böylece sonuçta, kısa veya uzun vadeli bakış açısı olan bir yatırımcı için şirketin değerini saptayan temettüdür. Bu yüzden bu hisse senetlerinin mevcut veya beklenen temettü verimi önemli bir kriter haline gelir.

Hisse senedinin temettü verimi beklenen hisse senedi temettü ödemesini bu menkul kıymetin mevcut piyasa fiyatı ile bölerek hesaplanabilir.

Biraz basitleştirilirse, temettü verimi sonsuz bir süre içinde, şirket için daimi sabit oranda büyüme öngören iskonto edilmiş temettü modelini tekrar düzenledikten sonra aşağıdaki formül ile gösterilebilir :

$$D/P = k-g$$

k = İstenen verim
g = Büyeme oranı

Hisse senetleri durumunda, temettü ödemelerinin beklenen bir büyüme hızı ile belirsiz bir süre devam edeceği farzedilmektedir. O zaman hisse senetlerinin geri ödeme süresi şu şekli alır :

$$\text{Geri ödeme süresi} = \frac{1}{k - g} = 1 \,/\, \text{temettü verimi}$$

Bu, düşük temettü verimli hisse senetlerinin uzun geri ödeme süresi olduğunu, ve iskonto oranı değişimlerine daha duyarlı olduğunu gösterir. Yüksek büyümeli hisse senetleri, göreceli olarak genelde düşük temettü getirisine sahiptirler, ve bu riske düşük-büyümeli hisse senetlerinden daha fazla açıktırlar. Bu riski karşılayabilmek için, yüksek-büyümeli hisse senetlerinden daha yüksek bir iskonto oranı taşıması beklenir.

Temettünün Belirlenmesi

Hisselerin fiyatının belirlenmesinde en son yılın temettü oranı veya içinde bulunan yıl için beklenen temettü miktarı kullanılabilir.

TAT KONSERVE son dört yılda sırasıyla net karının % 45, % 78, % 55, % 59'u oranlarında temettü dağıtmıştır. Son dört yılın ortalamasına baktığımızda yaklaşık % 60 gibi bir oran çıkmaktadır. Son yılın temettü oranının da % 59 olduğunu düşünürsek temettü oranı olarak % 60 almak uygun olacaktır.

Temettü Veriminin Belirlenmesi

Gelişmiş ülkelerde hisse senedi piyasalarındaki temettü verimleri aşağıdaki gibidir :

	31.07.89	05.05.91
Londra Borsası	4.3	4.68
New York Borsası	3.2	3.29
Tokyo Borsası	0.5	0.68
Frankfurt Borsası	3.2	1.97
Paris Borsası	2.8	3.40

Kaynak : Data Stream

Standart and Poors (Ind)	2.83	(20.06.1991)
Dow Jones (Ind)	3.16	(28.06.1991)
Financial Times (Food Ind)	4.18	(11.07.1991)

İMKB'deki tüm şirketlerin ortalama temettü verimi 05.07.1991 tarihi itibariyle % 5.2'dir.

Yabancı borsalardaki temettü verimleri İMKB'ye kıyasla biraz daha düşük olmakla birlikte oranlarda ve enflasyondaki büyük farklılıklar bunu haklı göstermektedir. Kanımızca TAT KONSERVE için İMKB ortalamasının çok az altında olan % 4.5 oranı uygun olacaktır.

Sirketin Değerinin Belirlenmesi

TAT KONSERVE'nin değeri belirlerken TAT KONSERVE için öngördüğüm temettü oranı, İMKB ortalaması, Financial Times Gıda sektörü ortalaması, Dow Jones (Endüstri) ortalaması için ayrı ayrı değerler hesaplanmıştır.

Burda da daha önce F/K oranının hesaplanmasında olduğu gibi net kar olarak normalised kar olarak kabul ettiğimiz vergi öncesi karı almaktayız.

Normalised kar (90) = 18.212 Temettü Oranı : % 60

	TV (%)	Şirketin Değeri (MM TL)
İMKB Ortalaması	5.2	18.212x0.60/0.052 = 210.138
TAT KONSERVE için Alınan Oran	4.5	18.212x0.60/0.045 = 242.826
Financial Times	4.2	18.212x0.60/0.042 = 260.171
Dow Jones	3.2	18.212x0.60/0.032 = 341.475

75 Milyar TL ödenmis sermayeye göre hisse senedi değeri

İMKB Ortalaması	2.802 TL
TAT KONSERVE için Alınan Oran	3.238 TL
Financial Times	3.469 TL
Dow Jones	4.553 TL

9.7. Piyasa/Defter Değeri Oranı

P/D oranı şirketin halihazırdaki hisse senedi fiyatının geçmiş yılsonu veya içinde bulunulan yılsonundaki hisse başına özsermaye tutarına bölünmesiyle bulunur. Diğer piyasa göstergelerinde olduğu gibi, şirketlerin değişik muhasebe metotları kullanmaları bu oranın karşılaştırma amacıyla kullanılmasında tutarsızlıklara neden olabilir.

Hisse senedi değerlendirmesi, geneleksel olarak hisse senedi fiyatları ve getirileriyle temettüler arasındaki ilişkiler üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Ancak enflasyon yaygınlaşmaya başladıkça yatırımcılar kazançlarının muhasebe olarak ölçümlerinin doğruluğundan ve temettülerin gerçek gelirlerinden mi ödendiği yoksa sadece gizli tasfiye olayından doğan sermaye veriminden mi kaynaklandığı konusunda şüphe duymaya başladılar. Bu kaygıları yansıtan, hisse senetleri ve aktif değerleri arasındaki ilişkileri de içeren değerlendirme tartışmaları artmaktadır. Bu aktiflerin piyasa fiyatlarının belirlenmesi kazanç getirme potansiyelleri için de bir ölçümdür.

Bu potansiyel, ekonomik ortam, şirket yöntemi ve üretim teknolojisinden de etkilenir.

Bir şirketin defter değeri, bilançosunda gösterilen aktiflerinden borç ve yükümlülüklerinin çıkarılmasıyla hesaplanır. Ancak stokları değerlendirme metoduyla kullanılan amortisman oranları aktiflerin değerini önemli ölçüde etkileyebilir.

Genelde ülkemizde halka açık olmayan şirketlerin kıdem tazminatı karşılıkları ayırmamasına karşın TAT KONSERVE'nin bilançosunda böyle bir karşılık ayrılmaktadır ve kullanacağımız özkaynaklar rakamı karşılıkları içermemektedir. Fakat özvarlıklar hesaplanırken ülkemizde genellikle vergi sonrası kar ele alındığından biz de vergi/temettü sonrası kar yerine vergi sonrası karı özvarlıklar içinde alacağız.

Piyasa/Defter Değeri Oranının Belirlenmesi

İMKB'de geçmiş yılların özkaynaklar toplamına göre ortalama P/D oranı şöyle gerçekleşmiştir :

	1987	1988	Ekim 1989	05.07.1991
P/D	1.9	0.74	3.4	3.0

İMKB'nda TAT KONSERVE'ye benzer faaliyette bulunan şirketlerin bulunmaması bize aynı sektörde faaliyet gösteren şirketin P/D değeri oranlarını kullanma imkanı vermemektedir.

Seçilmiş yabancı ülke borsaları için P/D oranları :

İngiltere	2.0
Kanada	1.7
Fransa	2.0
İtalya	1.8
Japonya	5.1
İspanya	1.3
İsveç	2.7
A.B.D.	2.1
B.Almanya	2.1

Kaynak : Data Stream

İMKB için 05.07.1991 tarihi itibariyle gerçekleşen fiyatlara göre bulunan P/D oranları gelişmiş ülkelerin borsalarındaki oranlara kıyaslanabilir durumdadır, hatta bunların üzerine çıkmıştır.

TAT KONSERVE'nin değerini tespit etmede kullanılacak P/D oranlarını belirlerken İMKB ortalaması olan 3.0 oranının alınmasının uygun olacağını düşünmekteyiz.

Şirketin defter değeri hesaplanırken ödenmiş sermaye, yeniden değerleme fonu, kanuni ihtiyatlar ve vergi ve temettü sonrası kar dikkate alınmıştır.

Buna göre 1990 yılında şirketin defter değeri 72.535 Milyon TL'sıdır.

Buna göre şirketin değeri

72.535 x 3 = 217.605 Milyon TL

olmaktadır.

Hisse senedi değeri ise,

217.605/75 = 2.901 TL

olarak bulunmaktadır.

9.8. Piyasa Değeri/Yeniden Kurulma Değeri

Pek sık rastalanmamakla beraber hisse senedi değerleme yöntemi olarak piyasa değeri/yeniden kurulma değeri (F/YKD) de kullanılabilmektedir. A.B.D.'de yapılan bir çalışmaya göre New York Borsasında 1983-1987 yıllarında bu oran istikrarlı bir seviyede seyrederek ortalama 0.65 düzeyinde kalmıştır.

Bu verilere göre TAT KONSERVE'nin değeri :

Yeniden kurulma değeri = 382.719 Milyon TL

TAT KONSERVE Piyasa Değeri = 0.65x382.719 = 248.767 TL
(Milyon TL)

Hisse Senedinin Değeri = 248.767/75 = 3.317 TL

9.9. Değerleme Sonuçlarının Özeti

Kullanılan çeşitli hisse senedi değerleme yöntemlerine göre TAT KONSERVE hisseleri için 31.9 Milyar TL ödemiş sermayeye göre bulunan hisse senedi değerleri aşağıda verilmiştir.

Yöntem	Hisse Değeri (TL)	
Net Aktif Değer	3.425	
Yeniden Kurulma Değeri	5.103	
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	3.800	
Fiyat/Kazanç Oranı	3.642	(2.670)
Fiyat/Nakit Akımı Oranı	3.952	
Temettü Verimi	3.238	
Fiyat/Defter Değeri Oranı	2.901	
Fiyat/Yeniden Kurulma Değeri	3.317	

Fiyat/kazanç oranı için parantez içinde belirtilen değer halka arz yöntemi için kullanılacak F/K oranına göre buluna değerdir.

Blok satış yöntemi ve halka arz yöntemi için iki ayrı hisse değeri bulunabilir. Bu değerleri bulurken gözönüne alınan yöntemler ve bunların ağırlıkları farklı olacaktır.

Blok satış yöntemine göre hisse değeri :

Yöntem	Ağırlık	Hisse Değeri (TL)
Net Aktif Değer	0.2	3.375
Yeniden Kurulma Değeri	0.1	
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	0.4	
Fiyat/Yeniden Kurulma Değeri	0.1	
Fiyat/Kazanç Oranı	0.2	

Halka arz yöntemine göre hisse değeri :

Yöntem	Ağırlık	Hisse Değeri (TL)
Net Aktif Değer	0.1	3.147
İskonto Edilmiş Nakit Akım.	0.1	
Fiyat/Kazanç Oranı	0.3	
Fiyat/Nakit Akımı	0.1	
Temettü Verimi	0.2	
Fiyat/Defter Değeri	0.2	

İSKONTO EDİLMİŞ NAKİT AKIMLARI TABLOLARI

TAT KONSERVE (Milyon TL)	1991	1992	1993	1994
NAKIT AKIMLARI	37,296	42,042	40,330	38,847
REEL ISKONTO ORANI	0.06	0.12	0.12	0.12
ISKONTO ORANI	0.06	0.12	0.12	0.12
NAKIT AKIMLARININ 1991 ORTASI DEGERI	35,184	37,537	32,151	27,650
MENKUL KIYMETLERIN 1991 ORTASI DEGERI	0			
BANKA BORÇLARININ 1991 ORTASI DEGERI	106,597			
SIRKETIN DEGERI	286,123			
SIRKETIN ODENMIS SERMAYESI	75,000			
HISSE SENEDININ DEGERI (TL)	3,815			

TAT KONSERVE (Milyon TL)	1995	1996	1997	1998	NIHAI DEGER
NAKIT AKIMLARI	42,087	50,046	43,884	43,302	43,302
REEL ISKONTO ORANI	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
ISKONTO ORANI	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
NAKIT AKIMLARININ 1991 ORTASI DEGERI	26,747	28,397	22,233	19,588	163,232

TAT KONSERVE (Milyon TL)

NAKIT AKIMI	1991	1992	1993	1994
+VERGI VE FAIZ ONCESI KAR (89 VUK)	46,008	47,476	49,094	50,815
+KARŞILIKLAR	0	0	0	0
+AMORTISMAN	21,192	16,631	13,488	11,344
KAR+AMORTISMAN	67,201	64,107	62,583	62,159
-KURUMLAR VERGISI ODEMESI	1,036	11,236	11,500	11,886
-ZORUNLU TEMETTU ODEMESI	2,470	0	0	0
-VERGI ISTISNASI				
-TAHVIL ITFA	0	0	0	0
-ORTA/UZUN VADELI KREDI ITFA	0	0	0	0
-NAKIT ARTIŞI(AZALIŞI)	(3,575)	95	87	91
-MENKUL KIYMET ARTIŞI(AZALIŞI)	0	0	0	0
-ALACAKLAR ARTIŞI(AZALIŞI)	25,910	2,982	2,729	2,844
-GRUP ICI ALACAKLAR ARTIŞI(AZALIŞI)	0	0	0	0
-STOKLAR ARTIŞI(AZALIŞI)	27,276	4,945	4,338	4,498
-DIGER CARI AKTIF ART(AZAL)	14,356	1,241	1,136	1,184
+KISA VADELI KREDI ART(AZAL)	0	0	0	0
+ORTAKLARA OLAN BORÇLAR ART(AZAL)	(201)	0	0	0
+CARI BORÇLAR ART(AZAL)	8,654	3,181	2,558	2,352
+DIGER CARI PASIF ART(AZAL)	7,816	1,146	1,049	1,093
-ISLETME SERMAYESI IHTIYACI ART(AZAL)	47,697	4,937	4,683	5,172
YATIRIMLARA SEVKEDILEBILIR FON	15,997	47,934	46,399	45,101
-YATIRIMLAR	5,703	5,894	6,069	6,251
-IDAME YATIRIMLARI				
-KAPASITE ARTTIRICI YATIRIMLAR				
-YAPILMAKTA OLAN YATIRIMLAR				
-SABIT KIYMET HARICI AYNI SERMAYE ART.				
-NAKIT ISTIRAK ARTIŞI	0	0	0	0
-DIGER AKTIFLER ARTIŞI(AZALIŞI)	130	(1)	1	4
NAKIT FAZLASI(IHTIYACI)	10,165	42,042	40,330	38,847
+ORTA/UZUN VADELI KREDI	0	0	0	0
-ORTA/UZUN VADELI ALACAKLAR	0	0	0	0
+NAKIT SERMAYE ARTTIRIMI	27,131	0	0	0
NAKIT AKIMI	37.296	42,042	40,330	38,[illegible]

TAT KONSERVE (Milyon TL)

NAKIT AKIMI	1995	1996	1997	1998
+VERGI VE FAIZ ONCESI KAR (89 VUK)	51,495	57,366	57,366	57,366
+KARŞILIKLAR	0	0	0	0
+AMORTISMAN	9,833	8,770	8,025	7,504
KAR+AMORTISMAN	61,328	66,136	65,392	64,871
-KURUMLAR VERGISI ODEMESI	12,303	12,532	15,422	15,422
-ZORUNLU TEMETTU ODEMESI	0	0	0	0
-VERGI ISTISNASI				
-TAHVIL ITFA	0	0	0	0
-ORTA/UZUN VADELI KREDI ITFA	0	0	0	0
-NAKIT ARTISI(AZALISI)	19	0	0	0
-MENKUL KIYMET ARTISI(AZALISI)	0	0	0	0
-ALACAKLAR ARTISI(AZALISI)	590	0	0	0
-GRUP ICI ALACAKLAR ARTISI(AZALISI)	0	0	0	0
-STOKLAR ARTISI(AZALISI)	711	(4,022)	0	0
-DIGER CARI AKTIF ART(AZAL)	245	0	0	0
+KISA VADELI KREDI ART(AZAL)	0	0	0	0
+ORTAKLARA OLAN BORÇLAR ART(AZAL)	0	0	0	0
+CARI BORÇLAR ART(AZAL)	688	(1,298)	201	141
+DIGER CARI PASIF ART(AZAL)	227	0	0	0
-ISLETME SERMAYESI IHTIYACI ART(AZAL)	650	(2,723)	(201)	(141)
YATIRIMLARA SEVKEDILEBILIR FON	48,374	56,328	50,171	49,590
-YATIRIMLAR	6,288	6,288	6,288	6,288
-IDAME YATIRIMLARI				
-KAPASITE ARTTIRICI YATIRIMLAR				
-YAPILMAKTA OLAN YATIRIMLAR				
-SABIT KIYMET HARICI AYNI SERMAYE ART.				
-NAKIT ISTIRAK ARTISI	0	0	0	0
-DIGER AKTIFLER ARTISI(AZALISI)	(2)	(7)	(2)	(1)
NAKIT FAZLASI(IHTIYACI)	42,087	50,046	43,884	43,302
+ORTA/UZUN VADELI KREDI	0	0	0	0
-ORTA/UZUN VADELI ALACAKLAR	0	0	0	0
+NAKIT SERMAYE ARTTIRIMI	0	0	0	0
NAKIT AKIMI	42,087	50,046	43,884	43,302

TAT KONSERVE — PROJEKSİYON — (Milyon TL)

BİLANÇO	1988		1989		1990		1991	1992	1993
CARI AKTIFLER	42,272	87%	97,213	77%	211,225	84%	275,192	284,456	292,746
NAKIT	4,210	9%	5,282	4%	6,426	3%	2,851	2,947	3,034
MENKUL KIYMETLER	0	0%	0	0%	0	0%	0	0	0
ALACAKLAR	9,119	19%	27,022	21%	62,968	25%	89,058	92,040	94,769
GRUP ICI MUSTERI.	0	0%	0	0%	180	0%	0	0	0
STOKLAR	21,371	44%	49,341	39%	118,938	47%	146,214	151,159	155,497
DIGER CARI AKTIF	7,572	16%	15,568	12%	22,713	9%	37,069	38,310	39,446
PEŞIN VERGI	0	0%	0	0%	0	0%	0	0	0
UZUN VADELI ALACAKLAR	229	0%	425	0%	597	0%	597	597	597
IŞTIRAKLER	634	1%	1,150	1%	1,206	0%	1,206	1,206	1,206
YAP. OLAN YATIRIMLAR	210	0%	0	0%	6	0%	0	0	0
NET SABIT KIYMET	5,247	11%	28,131	22%	37,623	15%	46,594	35,858	28,438
BRUT SABIT KIYMET	24,100		79,920		143,297		242,149	248,043	254,111
(BIRIKMIŞ AMORT)	(18,853)		(51,789)		(105,674)		(195,554)	(212,185)	(225,673)
DIGER AKTIFLER	0	0%	3	0%	194	0%	324	322	323
FON BIRIKIMI							37,226	79,267	119,597
TOPLAM AKTIFLER	48,592	100%	126,922	100%	250,851	100%	361,139	401,706	442,908
CARI PASIFLER	34,753	72%	91,425	72%	163,233	65%	187,162	191,753	195,746
KISA VADELI KREDI	12,970	27%	52,421	41%	89,794	36%	89,794	89,794	89,794
GRUP ICI BORCLAR	9	0%	2,733	2%	201	0%	0	0	0
ORTA V. KRD TAKSIT	1,224	3%	74	0%	70	0%	0	0	0
SATICIYA BORCLAR	3,366	7%	8,415	7%	41,864	17%	51,915	55,097	57,655
SAIR BORÇLAR	460	1%	527	0%	1,397	1%	0	0	0
CARI YIL VERGISI	3,141	6%	2,719	2%	1,036	0%	11,236	11,500	11,886
CARI YIL TEMETTU	8,015	16%	11,064	9%	2,470	1%	0	0	0
GIDER TAHAKKUKLARI	5,568	11%	13,472	11%	26,401	11%	34,217	35,363	36,411
ORTA/UZUN VADE KREDI	1,969	4%	1,630	1%	8,176	3%	8,176	8,176	8,176
KARŞILIKLAR	0	0%	2,005	2%	6,902	3%	6,902	6,902	6,902
ÖZKAYNAKLAR	11,869	24%	31,861	25%	72,540	29%	158,898	194,875	232,084
ODENMIŞ SERMAYE	2,756	6%	10,000	8%	31,913	13%	75,000	75,000	75,000
YEDEK AKÇE	3,767	8%	6,002	5%	16,748	7%	18,465	53,237	89,214
YENIDEN DEGERLEME	3,109	6%	6,671	5%	22,162	9%	30,661	30,661	30,661
VERGI SON KAR	2,237	5%	9,188	7%	1,717	1%	34,772	35,977	37,209
TOPLAM PASIFLER	48,591	100%	126,921	100%	250,851	100%	361,139	401,706	442,908

TAT KONSERVE (Milyon TL)

BILANÇO	1994	1995	1996	1997	1998
CARI AKTIFLER	301,363	302,928	298,907	298,907	298,907
NAKIT	3,125	3,144	3,144	3,144	3,144
MENKUL KIYMETLER	0	0	0	0	0
ALACAKLAR	97,614	98,203	98,203	98,203	98,203
GRUP ICI MUSTERI.	0	0	0	0	0
STOKLAR	159,994	160,706	156,684	156,684	156,684
DIGER CARI AKTIF	40,630	40,875	40,875	40,875	40,875
PEŞIN VERGI	0	0	0	0	0
UZUN VADELI ALACAKLAR	597	597	597	597	597
IŞTIRAKLER	1,206	1,206	1,206	1,206	1,206
YAP. OLAN YATIRIMLAR	0	0	0	0	0
NET SABIT KIYMET	23,345	19,800	17,319	15,582	14,366
BRUT SABIT KIYMET	260,362	266,650	272,939	279,227	285,516
(BIRIKMIŞ AMORT)	(237,017)	(246,851)	(255,620)	(263,646)	(271,150)
DIGER AKTIFLER	327	325	318	317	315
FON BIRIKIMI	158,444	200,532	250,578	294,462	337,764
TOPLAM AKTIFLER	485,282	525,388	568,924	611,070	653,155
CARI PASIFLER	199,608	200,752	202,343	202,544	202,685
KISA VADELI KREDI	89,794	89,794	89,794	89,794	89,794
GRUP ICI BORCLAR	0	0	0	0	0
ORTA V. KRD TAKSIT	0	0	0	0	0
SATICIYA BORCLAR	60,007	60,695	59,397	59,598	59,739
SAIR BORÇLAR	0	0	0	0	0
CARI YIL VERGISI	12,303	12,532	15,422	15,422	15,422
CARI YIL TEMETTU	0	0	0	0	0
GIDER TAHAKKUKLARI	37,504	37,731	37,731	37,731	37,731
ORTA/UZUN VADE KREDI	8,176	8,176	8,176	8,176	8,176
KARSILIKLAR	6,902	6,902	6,902	6,902	6,902
OZKAYNAKLAR	270,595	309,558	351,503	393,447	435,392
ODENMIŞ SERMAYE	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
YEDEK AKÇE	126,423	164,934	203,897	245,842	287,787
YENIDEN DEGERLEME	30,661	30,661	30,661	30,661	30,661
VERGI SON KAR	38,511	38,963	41,945	41,945	41,945
TOPLAM PASIFLER	485,282	525,388	568,924	611,070	653,155

TAT KONSERVE

(Milyon TL)

GELIR TABLOSU	1988		1989		1990		1991		1992		1993	
NET SATIŞLAR	48,205	100%	115,903	100%	182,119	100%	285,143	100%	294,691	100%	303,428	100%
SAT MALIN MALIYETI	22,857	47%	55,057	48%	105,546	58%	192,279	67%	204,061	69%	213,537	70%
AMORTISMAN	2,615	5%	20,496	18%	24,127	13%	21,192	7%	16,631	6%	13,488	4%
BRUT SATIŞ KARI	22,733	47%	40,350	35%	52,446	29%	71,671	25%	73,999	25%	76,403	25%
GEN. ID. GIDERLERI	1,403	3%	3,384	3%	7,094	4%	11,406	4%	11,788	4%	12,137	4%
SATIŞ GIDERLERI	2,545	5%	5,206	4%	14,751	8%	19,960	7%	20,628	7%	21,240	7%
KIDEM TAZMINATI K.	0	0%	2,004	2%	4,897	3%	0	0%	0	0%	0	0%
FAALIYET KARI	18,785	39%	29,756	26%	25,704	14%	40,305	14%	41,583	14%	43,026	14%
FINANSMAN GIDER	4,793	10%	10,008	9%	23,462	13%	0	0%	0	0%	0	0%
DIGER GELIR/GIDER	(599)	-1%	3,224	3%	2,981	2%	5,703	2%	5,894	2%	6,069	2%
VERGI ONCESI KAR	13,393	28%	22,972	20%	5,223	3%	46,008	16%	47,476	16%	49,094	16%
VERGI+YASAL YUK.	3,141	7%	2,720	2%	1,036	1%	11,236	4%	11,500	4%	11,886	4%
VERGI SONRASI KAR	10,252	21%	20,252	17%	4,187	2%	34,772	12%	35,977	12%	37,209	12%

TAT KONSERVE

GELIR TABLOSU	1994		1995		1996		1997		1998	
NET SATIŞLAR	312,535	100%	314,423	100%	314,423	100%	314,423	100%	314,423	100%
SAT MALIN MALIYETI	222,248	71%	224,797	71%	219,989	70%	220,734	70%	221,255	70%
AMORTISMAN	11,344	4%	9,833	3%	8,770	3%	8,025	3%	7,504	2%
BRUT SATIŞ KARI	78,943	25%	79,793	25%	85,664	27%	85,664	27%	85,664	27%
GEN. ID. GIDERLERI	12,501	4%	12,577	4%	12,577	4%	12,577	4%	12,577	4%
SATIŞ GIDERLERI	21,877	7%	22,010	7%	22,010	7%	22,010	7%	22,010	7%
KIDEM TAZMINATI K.	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
FAALIYET KARI	44,564	14%	45,206	14%	51,078	16%	51,078	16%	51,078	16%
FINANSMAN GIDER	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
DIGER GELIR/GIDER	6,251	2%	6,288	2%	6,288	2%	6,288	2%	6,288	2%
VERGI ONCESI KAR	50,815	16%	51,495	16%	57,366	18%	57,366	18%	57,366	18%
VERGI+YASAL YUK.	12,303	4%	12,532	4%	15,422	5%	15,422	5%	15,422	5%
VERGI SONRASI KAR	38,511	12%	38,963	12%	41,945	13%	41,945	13%	41,945	13%

MALİ RASYOLAR	1991	1992	1993	1994
CARİ ORAN	1.47	1.48	1.50	1.51
BORÇLANMA ORANI	1.27	1.06	0.91	0.79
KRİTİK ORAN	1.41	1.42	1.44	1.45

MALİ RASYOLAR	1995	1996	1997	1998
CARİ ORAN	1.51	1.48	1.48	1.47
BORÇLANMA ORANI	0.70	0.62	0.55	0.50
KRİTİK ORAN	1.45	1.42	1.42	1.42

POLITIKALAR	1991		1992		1993		1994	
SATIS PROJEKSIYONU: (Milyon TL)								
SALCA	233,257	82%	240,254	82%	247,462	82%	254,886	82%
KETCHUP+DICED TOMATO+SEBZE KONSERVE	47,226	17%	49,776	17%	51,306	17%	52,989	17%
RECEL+MEYVE SULARI	4,660	2%	4,660	2%	4,660	2%	4,660	1%
MALIYET PROJEKSIYONU:								
NET SATIŞLAR+IHRACAT TESVIKLERI	285,143		294,691		303,428		312,535	
SATILAN MALIN MALIYETI	213,472		220,692		227,025		233,592	
SATILAN MALIN MALIYETI/NET SATISLAR %		75%		75%		75%		75%
DONEM GIDERLERI								
YONETIM GIDERLERI/NET SATISLAR %	11,406	4%	11,788	4%	12,137	4%	12,501	4%
SATIŞ GIDERLERI/NET SATISLAR %	19,960	7%	20,628	7%	21,240	7%	21,877	7%
ARAŞTIRMA GIDERLERI/NET SATISLAR %	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
DIGER GELIR(GIDER)	5,703		5,894		6,069		6,251	
DIGER GELIR(GIDER)/NET SATISLAR %		2%		2%		2%		2%
ISLETME POLITIKALARI:								
NAKIT/NET SATISLAR	0	0.010	0	0.010	0	0.010	0	0.010
ALACAKLARIN ORTALAMA VADESI (GUN)		114		114		114		114
STOKLARIN SEVIYESI (GUN)		250		250		250		250
DIGER CARI AKTIFLER/NET SATISLAR		0.130		0.130		0.130		0.130
DIGER AKTIFLER/TOPLAM AKTIFLER		0.001		0.001		0.001		0.001
KISA VADELI KREDI/NET SATISLAR		0.000		0.000		0.000		0.000
CARI BORCLAR/SATILAN MALIN MALIYETI		0.270		0.270		0.270		0.270
DIGER CARI PASIFLER/NET SATIŞLAR		0.120		0.120		0.120		0.120

POLITIKALAR		1995		1996		1997		1998	
SATIS PROJEKSIYONU: (Milyon TL)									
SALCA		254,886	81%	254,886	81%	254,886	81%	254,886	81%
KETCHUP+DICED TOMATO+SEBZE KONSERVE		54,877	17%	54,877	17%	54,877	17%	54,877	17%
RECEL+MEYVE SULARI		4,660	1%	4,660	1%	4,660	1%	4,660	1%
MALIYET PROJEKSIYONU:									
NET SATIŞLAR+IHRACAT TESVIKLERI		314,423		314,423		314,423		314,423	
SATILAN MALIN MALIYETI		234,631		228,759		228,759		228,759	
SATILAN MALIN MALIYETI/NET SATISLAR %			75%		73%		73%		73%
DONEM GIDERLERI									
YONETIM GIDERLERI/NET SATISLAR %		12,577	4%	12,577	4%	12,577	4%	12,577	4%
SATIŞ GIDERLERI/NET SATISLAR %		22,010	7%	22,010	7%	22,010	7%	22,010	7%
ARAŞTIRMA GIDERLERI/NET SATISLAR %		0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
DIGER GELIR(GIDER)		6,288		6,288		6,288		6,288	
DIGER GELIR(GIDER)/NET SATISLAR %			2%		2%		2%		2%
ISLETME POLITIKALARI:									
NAKIT/NET SATISLAR		0	0.010	0	0.010	0	0.010	0	0.010
ALACAKLARIN ORTALAMA VADESI (GUN)			114		114		114		114
STOKLARIN SEVIYESI (GUN)			250		250		250		250
DIGER CARI AKTIFLER/NET SATISLAR			0.130		0.130		0.130		0.130
DIGER AKTIFLER/TOPLAM AKTIFLER			0.001		0.001		0.001		0.001
KISA VADELI KREDI/NET SATISLAR			0.000		0.000		0.000		0.000
CARI BORCLAR/SATILAN MALIN MALIYETI			0.270		0.270		0.270		0.270
DIGER CARI PASIFLER/NET SATIŞLAR			0.120		0.120		0.120		0.120

HESAPLAMALAR		1991		1992		1993		1994	
ESKI SABIT KIYMET AMORTISMANI		18,623	30%	13,978	30%	10,757	30%	8,531	30%
YENI SABIT KIYMET AMORTISMANI		2,569	45%	2,652	45%	2,731	45%	2,813	45%
AMORTISMAN MASRAFI		21,192		16,631		13,488		11,344	
SABIT KIYMET YENIDEN DEGER MATRAHI		37,623		46,594		35,858		28,438	
SABIT KIYMET YENI DEGERLEME		24,455		0		0		0	

HESAPLAMALAR		1995		1996		1997		1998	
ESKI SABIT KIYMET AMORTISMANI		7,003	30%	5,940	30%	5,196	30%	4,674	30%
YENI SABIT KIYMET AMORTISMANI		2,830	45%	2,830	45%	2,830	45%	2,830	45%
AMORTISMAN MASRAFI		9,833		8,770		8,025		7,504	
SABIT KIYMET YENIDEN DEGER MATRAHI		23,345		19,800		17,319		15,582	
SABIT KIYMET YENI DEGERLEME		0		0		0		0	

TAT KONSERVE 5B 286.123

POLITIKALAR		1991		1992		1993		1994	
YATIRIMLAR		5,703		5,894		6,069		6,251	
KAPASITE ARTTIRICI YATIRIMLAR		0		0		0		0	
IDAME YATIRIMLARI		5,703	2%	5,894	2%	6,069	2%	6,251	2%
TOPLAM YATIRIM TUTARI		5,703		5,894		6,069		6,251	

TAT KONSERVE 5B

POLITIKALAR		1995		1996		1997		1998	
YATIRIMLAR		6,288		6,288		6,288		6,288	
KAPASITE ARTTIRICI YATIRIMLAR		0		0		0		0	
IDAME YATIRIMLARI		6,288	2%	6,288	2%	6,288	2%	6,288	2%
TOPLAM YATIRIM TUTARI		6,288		6,288		6,288		6,288	

URUN BAZINDA SATIS/MALIYET PROJEKSIYONU		TOPLAM			SALCA			KETCHUP DICED TOMATO			SEBZE KONSERVE			RECEL+MARMELAT+MEYVA S +DONDURULMUS GIDA		
SATIŞ MIKTARI	1991	71,247			16,248	48,000	3%	2,000	5,000	5%	9,641	235	3%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	22%	5.2	2.6	48%	2.9	3.3	5%	4.2	3.3	0%
SATIŞ TUTARI		285,143		69%	48,939	184,318	75%	10,400	12,750	71%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIŞ		285,143	1	2.8	2.8	91%	2.6	1.4	49%	2.5	2.5	86%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			213,472	75%	44,682	131,999	72%	5,100	7,000	55%	24,104	588	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												
SATIŞ MIKTARI	1992	74,175			16,735	49,440	3%	2,000	6,000	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	3%	5.2	2.6	20%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIŞ TUTARI		294,691		3%	50,407	189,848	75%	10,400	15,300	75%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIŞ		294,691	0	2.8	2.8	91%	2.6	1.4	49%			86%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			220,692	75%	45,870	136,690	72%	5,096	8,400	55%	24,046	590	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												
SATIŞ MIKTARI	1993	76,760			17,237	50,923	3%	2,000	6,600	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	3%	5.2	2.6	10%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIŞ TUTARI		303,428		3%	51,919	195,543	75%	10,400	16,830	77%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIŞ		303,428	0	2.8	2.8	91%	2.6	1.4	49%			86%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			227,025	75%	47,246	140,791	72%	5,096	9,256	55%	24,046	590	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												
SATIŞ MIKTARI	1994	79,465			17,754	52,450	3%	2,000	7,260	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	3%	5.2	2.6	10%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIŞ TUTARI		312,535		3%	53,476	201,409	75%	10,400	18,512	78%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIŞ		312,535	0	2.8	2.8	91%			49%			86%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			233,592	75%	48,664	145,015	72%	5,096	10,182	55%	24,046	590	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												

URUN BAZINDA SATIS/MALIYET PROJEKSIYONU		TOPLAM			SALCA			KETCHUP DICED TOMATO			SEBZE KONSERVE			RECEL+MARMELAT+MEYVA S +DONDURULMUS GIDA		
SATIS MIKTARI	1995	80,205			17,754	52,450	0%	2,000	8,000	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	0%	5.2	2.6	10%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIS TUTARI		314,423		1%	53,476	201,409	75%	10,400	20,401	80%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIS		314,423	0	2.8	2.8	91%			49%			86%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			234,631	75%	48,664	145,015	72%	5,096	11,220	55%	24,046	590	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												
SATIS MIKTARI	1996	80,205			17,754	52,450	0%	2,000	8,000	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	0%	5.2	2.6	0%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIS TUTARI		314,423		0%	53,476	201,409	75%	10,400	20,401	80%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIS		314,423	0	2.8	2.8	91%			49%			65%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			228,759	73%	48,664	145,015	72%	5,096	11,220	55%	18,174	590	76%	3,068	1,391	114%*
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												
SATIS MIKTARI	1997	80,205			17,754	52,450	0%	2,000	8,000	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	0%	5.2	2.6	0%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIS TUTARI		314,423		0%	53,476	201,409	75%	10,400	20,401	80%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIS		314,423	0	2.8	2.8	91%			49%			65%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			228,759	73%	48,664	145,015	72%	5,096	11,220	55%	18,174	590	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												
SATIS MIKTARI	1998	80,205			17,754	52,450	0%	2,000	8,000	0%	9,641	235	0%	818	371	0%
x BIRIM FIYAT		NA			3.0	3.8	0%	5.2	2.6	0%	2.9	3.3	0%	4.2	3.3	0%
SATIS TUTARI		314,423		0%	53,476	201,409	75%	10,400	20,401	80%	27,960	776	2%	3,436	1,224	31%
VADE FARKLARI		0														
	NET SATIS		314,423	0	2.8	2.8	91%			49%			65%	3.8	3.8	89%
URETIM MALIYETI			228,759	73%	48,664	145,015	72%	5,096	11,220	55%	18,174	590	76%	3,068	1,391	114%
DIGER URETIM GIDERLERI			0	0%												

DIPNOT LISTESI

(1) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 51-53

(2) Bozkurt Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 55

(3) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 81-85

(4) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 90-96

(5) FRANCIS Clark J., "Investments: Analysis and Managemet", 2nd Edition, Mc. Graw Hill Book Co., 1980, Sf:103-108.

(6) FRANCIS Clark J., "Investments: Analysis and Managemet", 2nd Edition, Mc. Graw Hill Book Co., 1980, Sf:116-123.

(7) FRANCIS Clark J., "Investments: Analysis and Managemet", 2nd Edition, Mc. Graw Hill Book Co., 1980, Sf:125-134.

(8) FRANCIS Clark J., "Investments: Analysis and Managemet", 2nd Edition, Mc. Graw Hill Book Co., 1980, Sf:147-151.

(9) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 121-126.

(10) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 128-136.

(11) BEKÇIOĞLU Selim, "Sermaye Piyasası Analizi, Seminer Notları", 1986, Sf: 45-48

(12) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 151-158.

(13) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 160-167.

(14) FRANCIS Clark J., "Investments: Analysis and Managemet", 2nd Edition, Mc. Graw Hill Book Co., 1980, Sf:166-169.

(15) BEKÇIOĞLU Selim, "Sermaye Piyasası Analizi, Seminer Notları", 1986, Sf: 78-91.

(16) BEKÇIOĞLU Selim, "Sermaye Piyasası Analizi, Seminer Notları", 1986, Sf: 93-94.

(17) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 78-81.

(18) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 82-84.

(19) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 84.

(20) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 84.

(21) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 85.

(22) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 85.

(23) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 86.

(24) FRANCIS Clark J., "Investments: Analysis and Managemet", 2nd Edition, Mc. Graw Hill Book Co., 1980, Sf:67-69.

(25) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 205.

(26) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 205.

(27) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 206.

(28) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 207 .

(29) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf: 107.

(30) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf:108-112.

(31) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf:113-115.

(32) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 211.

(33) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 218.

(34) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 217-223.

(35) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 228-234.

(36) GÖNENLİ Atilla, "İşletmelerde Finansal Yönetim", 5.Baskı, İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayınları No:79, İstanbul, 1985, Sf:63-64.

(37) GÖNENLİ Atilla, "İşletmelerde Finansal Yönetim", 5.Baskı, İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayınları No:79, İstanbul, 1985, Sf:73-78.

(38) AKGÜÇ Öztin, "Mali Tablolar Analizi", 7. Baskı İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayını, No:51, İstanbul 1987, Sf: 14-19.

(39) GÖNENLİ Atilla, "İşletmelerde Finansal Yönetim", 5.Baskı, İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayınları No:79, İstanbul, 1985, Sf:112-145.

(40) AKGÜÇ Öztin, "Mali Tablolar Analizi", 7. Baskı İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayını, No:51, İstanbul 1987, Sf: 57-67.

(41) BOZKURT Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988 Sf:91-92.

(42) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 246-249.

(43) Curley Anthony J., BEAR Robert M., "Investment Analysis and Management", 3rd Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York, Sf: 251-256.

KAYNAKÇA

AKGÜÇ Öztin, Mali Tablolar Analizi, 7.Baskı İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayını, No:51, İstanbul 1987.

GÖNENLİ Atilla, İşletmelerde Finansal Yönetim, 5.Baskı, İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayınları No:79, İstanbul, 1985.

BEKÇİOĞLU Selim, Sermaye Piyasası Analizi Seminer Notları, T.C. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Sınai Eğitim ve Geliştirme Merkezi Genel Müdürlüğü

CURLEY Anthony J., BEAR Robert M., Investment Analysis and Management, 3rd. Edition, Harper & Row Publisher, Inc. New York

FRANCIS Clark J., Investment: Analysis and Management. 3rd Edition, Mc Graw Hill Book Co., 1980.

SARIKAMIŞ Cevat, Sermaye Pazarları, İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü No:50, İstanbul 1980.

BOZKURT Ünal, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, 1988