

**İLK HALKA ARZLARDA DEĞERLEME ETKİSİ: BORSA
İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora Tezi
İşletme Bölümü
Doktora Programı**

Orhan Emre ELMA

Danışman: Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN

**Nisan 2017
DENİZLİ**

DOKTORA TEZİ ONAY FORMU

İşletme Muhasebe-Finans Anabilim Dalı, Genel İşletme Doktora Programı öğrencisi Orhan Emre ELMA tarafından Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN yönetiminde hazırlanan **“İlk Halka Arzlarda Değerleme Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”** başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından **07/04/2017** tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.



Jüri Başkanı
Prof. Dr. Hakan SARITAŞ



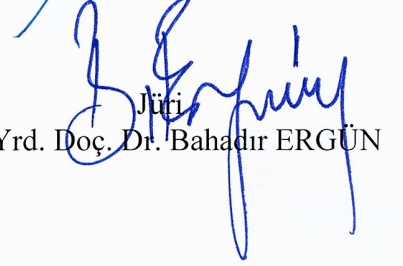
Jüri
Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK



Jüri
Doç. Dr. Dündar KÖK

Jüri-Danışman

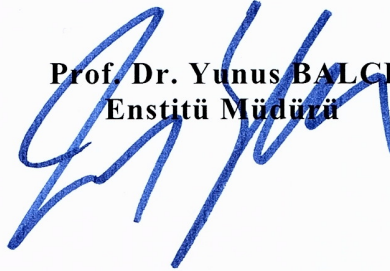
Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN



Jüri
Yrd. Doç. Dr. Bahadır ERGÜN

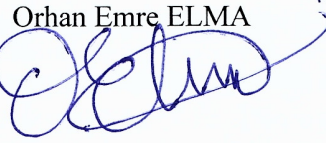
Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun **20/04/2017** tarih ve **...17/09...** sayılı kararıyla onaylanmıştır.

Prof. Dr. Yunus BALCI
Enstitü Müdürü



Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

İmza
Orhan Emre ELMA



ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde sürekli bana ilham veren, teori ve pratikteki engin tecrübelerini benimle paylaşıp, kıymetli vaktini benden hiçbir zaman esirgemeyen saygıdeğer danışman hocam Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çalışmanın evrilmesine, değerli görüş ve önerileri ile katkı sağlayan, analizlerde bana yardımcı olup değerli zamanını ayıran Doç. Dr. Dündar KÖK ve Adana'da bana çalışmalarında destek olup, Denizli yollarını benimle arşınlayan Yrd. Doç. Dr. Bahadır ERGÜN hocalarıma teşekkürlerimi sunarım.

Türkiye'deki değerlendirme çalışmalarına yeni bir sayfa açan ve benim çalışmam da dahil olmak üzere sürekli gelişmesine katkıda bulunan Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a, ayrıca uluslararası yazındaki araştırmaları ile çalışmama ilham veren ve çok uzaklarda olmasına rağmen daima bir e-posta yakınlığında olan Prof. Dr. Jay R. RITTER'a teşekkürlerimi sunarım.

Çalışma sürecinde desteklerini, iyi niyetlerini, kıymetli düşüncelerini daima yanımda hissettiğim değerli doktora arkadaşlarım Mustafa ZEYBEK ve Ayşe GENÇ'e teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak, bana doğruyu ve yanlışlı öğretip bugünlere hep yeni şeyler öğrenme azmiyle gelmemi sağlayan, desteklerini ve fedakarlıklarını benden hiçbir zaman esirgemeyen ANNEM'e, BABAM'a, KARDEŞ'ime ve ANNEANNE'me şükranlarımı sunarım.

ÖZET

İLK HALKA ARZLARDA DEĞERLEME ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

ELMA, Orhan Emre
Doktora Tezi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Genel İşletme Doktora Programı
Tez Yöneticisi: Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN

Nisan 2017, 197 Sayfa

Halka arzlarda düşük fiyatlama paradoksunun azaltılması yolunda etkin değerlendirme ve fiyatlamanın yapılması hayati önem taşımaktadır. Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da 2005-2015 yılları arasında gerçekleşen 76 ilk halka arz mercek altına alınmıştır. Örneklem periyodunda %4,33 düşük fiyatlamasının olduğu BİST'te, aracı kurumların uyguladıkları ortalama %22,86 iskonto oranı ile yaptıkları değerlemelerin denge piyasa fiyatlarını ne kadar yansıttığını gözlemleyebilmek adına, şirketin geçmiş performansını yansıtan tarihsel oranlar ışığında yapılan Tarihsel İNA yaklaşımı ile örneklemdeki tüm şirketlerin hisse senedi fiyatları yeniden tespit edilmiştir. Şirketlerin en çok kullandığı değerlendirme yaklaşımları, denge piyasa değerini açıklama gücü açısından birbiri ile karşılaştırılmış ve Göreceli Değerleme'nin %72, İNA'nın % 87,8, Gerçeğe Uygun Değer'in %92,2 ve Tarihsel İNA'nın ise %96,7 açıklama gücüne sahip olduğu bulunmuştur. Nihayetinde düşük fiyatlamaya yol açan, farklı değerlendirme yaklaşımlarının değerlendirme sapmaları regresyon analizleri ile Göreceli Değerleme yaklaşımı için %12,18, İNA için %41,17, Gerçeğe Uygun Değer için %27,81 ve Tarihsel İNA için %3,86 olarak tespit edilmiştir. Son olarak, farklı değerlendirme yaklaşımlarının değerlendirme sapmalarını anlamlı etkileyen değişkenleri tespit etmek üzere regresyon modeli oluşturulmuş ve her yaklaşımı etkileyen farklı değişkenler olmakla birlikte, değerlendirme yöntemlerini en çok etkileyen değişkenin aracı kurum sayısı olduğu görülmüştür. Aracı kurum sayısının artmasının, gelişmiş piyasaların aksine Türkiye'de, örneklemdeki halka arzların değerlendirme sapmasını artırdığı gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Değerleme, Düşük Fiyatlama, Değerlemede Sapma

ABSTRACT**THE EFFECT OF VALUATION ON INITIAL PUBLIC OFFERINGS: AN APPLICATION IN BORSA ISTANBUL**

ELMA, Orhan Emre
Doctoral Dissertation
Institute of Social Sciences
Business Administration Doctorate Programme
Adviser of Thesis: Associate Professor, İlhan KÜÇÜKKAPLAN

April 2017, 197 Pages

Efficient valuation and pricing is vital, in order to decrease underpricing paradox at initial public offerings (IPO). At this study, a sample of 76 newly listed firms at Borsa Istanbul between 2005 and 2015 period has been examined. At this period, the underpricing level is found 4,33% for BIST, but the underwriters claimed mean discount ratio for their final valuations is found 22,86%. In order to observe how underwriters valuations reflect the equilibrium market value of the issues, a historical discounted cash flow analysis (HDCF) has been implemented with the light of historical performances of the companies valued, and all IPO prices for the sample has been revalued. Primarily used valuation methods for underwriters has been compared with regard to their explainability of equilibrium market value, by means of univariate regression analysis. Comparable Firm Multiples (CFM) has 72%, DCF has 87,8%, Fair Value Estimate (FVE) has 92,2% while HDCF has 96,7% explanatory power. The valuation errors of different valuation methods, which incite underpricing after all, has been found 12,18% for CFM, 41,17% for DCF, 27,81% for FVE, and 3,86% for HDCF with regression analysis. Finally, in order to detect the statistically significant variables for different valuation errors, a regression model has been developed. While different variables are statistically significant for different valuation errors, the number of underwriters is the most significant of all. An increase in the number of underwriters, boosts valuation errors for the sample in Turkey, contrary to the developed markets.

Keywords: Initial Public Offering, Valuation, Underpricing, Valuation Error

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ	vi
TABLolar DİZİNİ	vii
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1 DEĞER KAVRAMI	4
1.2 VARLIK DEĞERİ İLE İLGİLİ KAVRAMLAR	5
1.2.1 Piyasa Değeri	5
1.2.2 Nominal Değer	5
1.2.3 İhraç Değeri	5
1.2.4 Defter Değeri	6
1.2.5 Aktif Değeri	6
1.2.6 Net Aktif Değeri.....	6
1.2.7 Tasfiye Değeri.....	6
1.2.8 İşleyen Teşebbüs Değeri	6
1.2.9 Gerçek Değer	7
1.2.10 Hurda Değeri.....	7
1.2.11 Parçalı Değer.....	7
1.3 FİRMA DEĞERİNİN YÖNETİMİ VE HİSSEDAR DEĞERİ	7
1.4 DEĞERLEMENİN TERCİH EDİLEBİLECEĞİ DURUMLAR	8
1.4.1 Şirket Alım Satım Operasyonlarında Değerleme.....	8
1.4.2 Sermaye Piyasalarına Kote Olan Şirketlerde Değerleme.....	9
1.4.3 İlk Halka Arzlarda Değerleme	9
1.4.4 Şirket Veraseti ve İntikali Durumlarında Değerleme.....	10
1.4.5 Değer Yaratıcı Unsurların Şirket İçerisinde Belirlenmesinde Değerleme	10
1.4.6 Portföy Yönetiminde Değerleme	10
1.5 DEĞERLEME İLE İLGİLİ SIK KARŞILAŞILAN HATALAR	10
1.6 SERMAYE MALİYETİNİN HESAPLANMASI	12
1.7 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	13
1.7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	13
1.7.1.1 İndirgenmiş Kar Payı Yöntemi	14
1.7.1.2 Şirkete Serbest Nakit Akışı ile Değerleme.....	15
1.7.1.3 Özkaynağa Serbest Nakit Akışı ile Değerleme	17
1.7.2 Normal Dışı Kar (Artık Kar) Modeli	17
1.7.3 Göreceli Değerleme Yöntemleri	18
1.7.3.1 Fiyat/Kazanç Oranı	18
1.7.3.2 Piyasa Değeri/Defter Değeri	18
1.7.3.3 Tobin'in q'su.....	19
1.7.4 Opsiyon Fiyatlama Yaklaşımı.....	19
1.7.5 Ekonomik Katma Değer (EVA).....	21
1.8 DEĞERLEMENİN ÖNEMİ	22

İKİNCİ BÖLÜM

İLK HALKA ARZ KAVRAMI VE DÜŞÜK FİYATLAMA

2.1. İLK HALKA ARZ KAVRAMI.....	24
2.1.1 Türkiye’de İlk Halka Arz Süreci.....	24
2.2 DÜŞÜK FİYATLAMAMIN TÜRKİYE’DEKİ KONUMU	28
2.3 İLK HALKA ARZLARDA FİYATLAMA SÜRECİ VE DÜŞÜK FİYATLAMA	29
2.4 DÜŞÜK FİYATLAMA İLE İLGİLİ LİTERATÜR	35
2.4.1 Şirket Yaşı İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki	37
2.4.2 Bilgi Asimetrisi ve Kültürel Uzaklık İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki	38
2.4.3 Sıcak İlk Halka Arz Piyasaları ve Yatırımcı Duygusu İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki	40
2.4.4 Halka Açılma Oranı İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki	42
2.4.5 Kamu İlk Halka Arzlarında Düşük Fiyatlama	43
2.4.6 Analist Yorumları ve İlk Halka Arz Fiyatı İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki ...	45
2.4.7 Halka Arz Öncesi Derecelendirme İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki	47
2.4.8 Halka Arz Öncesi Gelir Yönetimi İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki.....	48
2.4.9 Zorunlu Tutma Taahhütleri İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki.....	49
2.4.10 Yatırımcı Duygusu İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki.....	51
2.5. BİRİNCİL PAZAR VE İKİNCİL PAZAR DÜŞÜK FİYATLAMA TEORİLERİ İLE DEĞERLEMENİN İLİŞKİSİ	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İLK HALKA ARZ FİYATLARI ÜZERİNE UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	54
3.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE KISITLARI	54
3.3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ	55
3.3.1 Örnek Şirket Uygulaması (Anel Telekomünikasyon AŞ).....	56
3.3.1.1 Şirket Tarihçesi	56
3.3.1.2 Şirket Finansalları ve Tahmini Finansal Tablolar	57
3.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI.....	70
3.4.1 Tarihsel İNA ile Diğer Değerleme Yaklaşımlarının Karşılaştırılması.....	70
3.4.2 Değerlemede Sapma Analizi.....	77
SONUÇ	85
KAYNAKLAR	88
EKLER.....	101
ÖZGEÇMİŞ	197

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. İlk Halka Arzlarda Değerleme ve Fiyatlama Süreçleri.....	30
Şekil 2. Avrupa İlk Halka Arzlarının İlk Gün Getirileri	32

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. 52 Ülkenin Ortalama İlk Gün Getirileri	31
Tablo 2. Yıllara Göre Halka Arz Rakamları ve Örneklem Büyüklüğü.....	55
Tablo 3. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi TL Üzerinden Bilançoları	58
Tablo 4. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi TL Üzerinden Gelir Tabloları	59
Tablo 5. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi \$ Üzerinden Bilançoları	60
Tablo 6. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi \$ Üzerinden Gelir Tabloları	61
Tablo 7. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi Oranları	62
Tablo 8. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Geçmiş Yıllar Diğer Oranları.....	63
Tablo 9. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Şirket ve Sektör Beklentilerine Göre Tahmin Edilen Oranları.....	64
Tablo 10. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin Hesaplanması	65
Tablo 11. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Tahmini Bilançoları.....	65
Tablo 12. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Tahmini Gelir Tablosu	67
Tablo 13. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Tahmini Net Faaliyet Karı.....	67
Tablo 14. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Tahmini Yatırılan Sermayesi	68
Tablo 15. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Hisse Senedi Fiyatı.....	69
Tablo 16. Örneklemdeki Şirketlerin İlk Gün Kapanış, Düşük Fiyatlama, İskonto Oranı ve Şirket Yaşı İstatistikleri	70
Tablo 17. Şirketlerin Gerçeğe Uygun Değere Ulaşırken Tercih Ettikleri Yöntemler ve Oranları	72
Tablo 18. Halka Açılan Şirketlerin Gerçeğe Uygun Değer, Tarihsel İNA ve Arz Fiyatı İstatistikleri.....	74
Tablo 19. Değerleme Yaklaşımları ile Denge Piyasa Değeri Arasındaki Korelasyonlar	76
Tablo 20. Halka Arzlarda Değerleme Yaklaşımları ile İskonto ve Düşük Fiyatlama Oranları	77
Tablo 21. Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Değerleme Sapmaları.....	78
Tablo 22. Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Mutlak Değerleme Sapmaları	79
Tablo 23. Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Açıklama Güçleri	80
Tablo 24. Göreceli Değerlemede Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler.....	82
Tablo 25. İndirgenmiş Nakit Akımlarında Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler	82
Tablo 26. Gerçeğe Uygun Değerde Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler	83
Tablo 27. Tarihsel İNA Yaklaşımında Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler	83

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BIST	Borsa İstanbul
CAPM	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
CF	Nakit Akışları
CSOE	Merkezi Hükümet Mülkiyetli Halka Arz
DED	Devam Eden Değer
EPS	Hisse Başına Kazanç
EVA	Ekonomik Katma Değer
FCFE	Öz kaynağa Serbest Nakit Akışları
FCFF	Şirkete Serbest Nakit Akışları
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
HBT	Hisse Başına Temettü
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
LSOE	Mahalli Hükümet Mülkiyetli Halka Arz
ROE	Özsermaye Getirisi
TSE	Tokyo Borsası
YSG	Yeni Sermayenin Getiri Oranı
VSNFK	Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı

GİRİŞ

Halka arz, bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir “doğrudan finansman” yöntemidir (SPK, Halka Arz, 2012: 1). Şirketlerin finansman bulmalarına, likidite sağlamalarına, ulusal ve uluslararası çapta tanınmalarına, kurumsallaşmalarına, kredibilitelerini artırmalarına ve globalleşmelerine yardımcı olan önemli bir süreçtir. Sermaye piyasası araçları için genel bir çağrı yapılır ve sonrasında pay satışı gerçekleşir. İyi yönetildiği zaman şirketlerin prestijini artırır ve büyümesini hızlandırır.

Bir şirketi halka arza hazırlayan önemli aşamalar; şirketiçi çalışma grubunun oluşturulması, yatırım kuruluşu ve danışmanların seçimi, finansal tabloların hazırlanması ve bağımsız denetim şirketinin seçimi, genel kurul kararı ve esas sözleşme değişikliği, fiyat belirlenmesi ve başvuru için gerekli belgelerin hazırlanması şeklinde özetlenebilir (Borsa İstanbul, 2012: 2).

Halka arz fiyatı ile ilk gün kapanış fiyatı arasında gerçekleşen pozitif fark, literatürde ilk gün getirisi veya düşük fiyatlama olarak nitelendirilmektedir. Ulusal ve uluslararası halka arz yazını, daha çok arz sonrası düşük fiyatlama çalışmalarına odaklanmıştır. Düşük fiyatlama ile sonuçlanan halka arz sürecinin ön aşamalarına gidildiğinde, bu sorunsalın izleri değerlendirme sürecine kadar sürülebilmektedir. Bu sebeple, bu çalışmada halka arz sürecinin belki de en önemli adımını teşkil eden değerlendirme süreci mercek altına alınmıştır.

Değerlemede sapma literatürde, ilk gün kapanış fiyatı ile karşılaştırıldığında, aracı kurumların belirlemiş olduğu değerlerin etkin olup olmadığını göstermektedir. Türkiye’deki aracı kurumların fiyat tespit raporları incelendiğinde, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve göreceli değerlendirme yöntemi en çok kullanılan değerlendirme yöntemleri olarak göze çarpmaktadır. Bu çalışmadaki şirketlerin %96’sı göreceli değerlendirme, %98’i ise indirgenmiş nakit akımları analizini izahnamelerinde kullanmıştır. Değerlemenin yapılması ve fiyat tespiti ile değerlendirme sapma konuları, Türkiye’de bu değerlendirme yöntemleri üzerinden tespit edilerek Borsa İstanbul’da gerçekleşen halka arzların ne kadar etkin değerlendirildiği test edilmiştir. Bu çalışma, bu konuda literatüre katkı sağlamayı hedeflemektedir.

Çalışmada, düşük fiyatlama olgusu Borsa İstanbul üzerinde, 2005 – 2015 seneleri arasında gerçekleşen 76 ilk halka arz üzerinden incelenmiştir. Bu çalışmadaki indirgenmiş nakit akımları analizinin yapılmasında Aykan Üreten ve M. Kamil Ercan'ın 'Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi (2000)' adlı kitaplarındaki uygulamalar kullanılmıştır. Aracı kurumların kullandığı farklı değerlendirme yaklaşımlarına alternatif olarak bu çalışmada şirketlerin tarihsel oranlarından ilham alınarak yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi gerçekleştirilmiş ve tüm değerlendirme sonuçları yapılan regresyon analizleri ile desteklenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde; değer kavramı, varlık değeri ile ilgili kavramlar, değerlendirme ve firma değerinin yönetimi, hissedar değeri, değerlemenin tercih edildiği senaryolar, değerlendirme ile ilgili sık karşılaşılan hatalar, sermaye maliyetinin hesaplanması, değerlendirme yöntemleri ve değerlemenin önemi konuları işlenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, ilk halka arz kavramı ve süreci, düşük fiyatlama ile ilgili yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalar, düşük fiyatlamanın genç ve yaşlı şirketlerdeki durumu, yatırımcı duygusunun ilk halka arz fiyatlarının oluşmasındaki rolü, sıcak ve soğuk piyasalarda çıkarılan ilk halka arzların karakteristikleri, kamu ilk halka arzlarının özel sektör halka arzları ile karşılaştırılması, yasal sistemin ilk halka arzlara etkisi, analist yorumlarının ilk halka arzlardaki düşük fiyatlamaya olan etkisi, bilgi asimetrisinin ilk halka arzlarla olan potansiyel ilişkisi, zorunlu tutma ve düşük fiyatlama arasındaki organik bağ, birincil pazar düşük fiyatlama teorisi ve ikincil pazar düşük fiyatlama teorisi, ilk halka arz sürecinde aracı kurum sendikasyonlarının ilk halka arz fiyatı üzerindeki olası etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, 2005 – 2015 senelerini kapsayan dönemde meydana gelen ilk halka arzlarla ilgili Sermaye Piyasası Kurulu'ndan temin edilen izahnamelerden alınan verilerle şirket ve sektör beklentileri göz önüne alınarak ve şirketlerin tarihi oranları ışığında yapılan indirgenmiş nakit akımları yöntemi (Tarihsel İNA) vasıtasıyla firma değerleri üzerinden ilk halka arz fiyatları hesaplanmış ve Borsa İstanbul'da değerlemede sapma ve düşük fiyatlama olup olmadığı test edilmiştir. Gerçekleşen denge piyasa değerleri ile farklı değerlendirme yaklaşımları tahminleri arasında yapılan regresyon analizleri ile değerde sapma oranları hesaplanmıştır. Son olarak değerde sapmayı etkileyen değişkenler tespit edilerek çalışma tamamlanmıştır. Değerleme yaklaşımlarını genel olarak etkileyen değişkenin aracı kurum sayısı olduğu

bulunmuştur. Gelişmiş sermaye piyasalarının aksine, Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arzlarda aracı kurum sayısının artması değerde sapmayı artırmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1 DEĞER KAVRAMI

Finansal varlıkların fiyatı, piyasa koşullarına göre devamlı bir dalgalanma içerisinde. Bu durum da piyasadaki tüm oyuncular için gerçek değer sürekli arandığı anlamına gelmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 1). Ercan, Öztürk ve Demirgüneş'e göre bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek tutar olarak tanımlanabilecek olan değer kavramı, geleneksel ve modern finansta sürekli araştırılan önemli konulardan biri olmuştur (Ercan vd., 2006: 1).

20. yüzyılın başlarında firma amacı şirket karını maksimum kılmak olarak değerlendirilmekteyken, bu yüzyılın ikinci yarısında süreç farklı bir yola girmiştir. Firmanın karını maksimize etme faktörünün farklı yorumlara ve tartışmalara sebebiyet vermesinden dolayı amaç, firmanın net bugünkü değerini hissedarlar açısından maksimum kılmak olarak nitelendirilmeye başlamıştır (Ercan ve Üreten, 2001: 1). Hissedar değerinin artırılması yoluyla, daha sağlıklı ve güçlü şirketlerin meydana geleceği ve bunun da ekonomiye katkısının daha fazla olacağı, bu süreç değişiminin sebepleri arasında gösterilebilir.

Firma değeri, özellikle sermaye piyasalarına ilk defa açılacak olan şirketlerde gerçek hisse senedi fiyatının bulunması hususunda önemini göstermektedir. Sermaye sahipleri, şirketlerin öz kaynakları yerine hisse fiyatının gerçek değeriyle ilgilenmekte ve ona göre doğru bir yatırım kararı almak istemektedirler (Küçükkaplan, 2008: 1). Örneğin bir hisse senedinin piyasa değeri gerçek değerinden fazla ise pahalı, düşükse ucuz olarak nitelendirilir ve yatırımcılardan belirtilen senaryolara göre pozisyon alırlar.

Finans literatüründe değer kavramı, değerlendirme konseptini doğurmakta ve dolayısıyla bu iki kavram birlikte kullanılmaktadır. Değerleme, varlıkların değerinin finansal olarak belirlenmesidir. Şirket açısından bakıldığında ise değerlendirme, şirketin varlık ve kaynaklarının şimdiki değerinin tespit edilmesi süreci olarak tanımlanmaktadır (Ercan vd., 2006: 2). Etkin piyasalarda fiyatlar gerçek değeri yansıtırken, etkin olmayan piyasalarda ise fiyatlar gerçek değerinden farklı bir grafik sergilemektedir. Bu sebeple

sermaye piyasalarına ilk defa adım atacak şirketlerde fiyatın etkin bir şekilde belirlenmesi hayati derecede önem arz etmektedir.

1.2 VARLIK DEĞERİ İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

Değerleme sürecinin tam olarak kavranabilmesi için bazı kavramların açıklanması faydalı olacaktır.

1.2.1 Piyasa Değeri

Piyasa değeri, bir varlığın piyasa şartlarında oluşan değeridir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 7). Bir şirket halka arz yaptığında, o şirketin hisseleri yatırımcıların reaksiyonlarına göre belirli bir fiyat seviyesine çıkmakta ya da düşmektedir. Hisse senedinin gerçek değeri ile piyasada oluşan değeri farklı yöntemler vasıtasıyla test edilebilir. Bir yatırımcı, piyasa değerinin gerçek değeri yansıttığına inanıyorsa pozisyonunu korumayı tercih etmektedir. Piyasa değerinin gerçek değerden fazla olduğunu düşündüğünde; hisse senedini elinde bulunduruyorsa satmakta, bulundurmuyorsa fiyatı pahalı bulduğundan dolayı almamaktadır. Piyasa değerinin gerçek değerden düşük olduğunu düşündüğünde; hisse senedi elinde bulunduruyorsa zarar edeceği için satmamakta, bulundurmuyorsa ileride kar edeceği beklentisi ile satın almaktadır. Piyasa değerini, piyasadaki oyuncuların arz ve talepleri şekillendirmektedir.

1.2.2 Nominal Değer

Hisse senedi gibi varlıkların, kağıt üstünde yazan (itibari) değerleridir. Türk Ticaret Kanunu'nun 479. Maddesine göre şirketlerin çıkaracağı payların asgari itibari değerleri 1 Kuruştur. Ama Türkiye uygulamasında hisse senetlerinin genellikle 1 Lira nominal değer üzerinden halka açıldıkları görülmektedir. Şirketler, muhasebe hesaplarını yaparken, halka açılmalarda sermaye miktarını belirlerken ve pay başına düşen karı hesaplarırken nominal değeri kullanmaktadırlar (Ercan vd., 2006: 5).

1.2.3 İhraç Değeri

Hisse senetlerinin satışa çıkarıldıkları değeri ifade etmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 13). Hisse senetleri nominal değerden satılmakla birlikte, organize ve organize olmamış piyasalarda daha yüksek değerden işlem gören şirketler, nominal değer üstünde ihraç fiyatı belirleme hakkına sahiptirler. Nominal değer ile ihraç değeri arasındaki fark ise ihraç primi olarak adlandırılır.

1.2.4 Defter Değeri

Hisse senedini çıkararak Őirketin bilançosundaki zsermaye değeridir. Toplam varlıklardan, borçların çıkarılması suretiyle zsermaye bulunur. Özsermayenin, hisse senedi sayısına bölünmesi yoluyla da hisse başına dűŐen defter değerine ulaŐılır (Ercan vd., 2006: 5). Piyasadaki oyuncuların alacakları yatırım kararlarında yol göstermesi ve benchmark oluŐturması açısından defter değeri önemlidir.

1.2.5 Aktif Değeri

Aktif değeri, bir firmanın varlıklarının değerini gösterir. Varlıkların değerinin, hisse senedi sayısına bölünmesiyle de hisse başına aktif değeri hesaplanmış olur (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14).

1.2.6 Net Aktif Değeri

Bir Şirketin hesaplanan aktiflerinin piyasa değerinden, borçların çıkarılması suretiyle elde edilen tutar net aktif değeri gösterir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14). Aktiflerin piyasa değeri ne kadar doğru tahmin edilmiŐse, net aktif değeri o kadar doğru hesaplanabilmiŐ olur.

1.2.7 Tasfiye Değeri

Tasfiye değerinde, firmanın parçalara bölünerek zorunlu satıŐından elde edilecek gelirden, Şirket borçları çıkarıldıktan sonra elde edilecek tutar baz alınır. Tasfiye değeri, hisse senedi sayısına bölünerek, hisse başına tasfiye değeri elde edilir. Şirketin parçalar ayrılması ve bu parçaların birbirinden bağımsız hesaplanması durumu, tasfiye değerinin hesaplanmasını zorlaŐtıran faktörlerdir. Hisse senetlerinin piyasa değerleri ile tasfiye değerleri farklıdır. Şirketin varlıklarında zaman içinde meydana gelen deęiŐimler, bu iki değerin arasındaki farkı oluŐturan temel sebeptir. Hisse senedinin piyasa değerinin, tasfiye değerinin altında olmaması gerekmektedir. Buradan hareketle, tasfiye değerinin hisse senetleri için alt sınırı oluşturduğu söylenebilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 15).

1.2.8 İŞleyen Teşebbüs Değeri

İŞleyen teşebbüs değeri, bir varlığın çalıŐır haldeki değeridir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14). Bir Şirketin gayrimenkulleri, menkulleri, teknolojik altyapısı ve çalıŐanlarının kalifiyesi gibi tüm unsurlar hesaba katılmak suretiyle başka bir firmaya

devredilmesi ihtimalinde tespit edilmesi gereken tutarı ifade eder. Tasfiye değerinden farkı ise, tasfiye durumunda zorunlu satıştan elde edilecek gelirler hesaba katılırken, işleyen teşebbüs değerinde hiçbir zorunlu durumun yaratacağı ek maliyete katlanılmayacağı için, cari değerlerle hesaplama yapılır. Ayrıca tasfiye değerinde hesaplama genelde parçalar halinde yapılırken, işleyen teşebbüs değerinde fiyat tespiti bir bütün halinde yapılır. En temel haliyle işleyen teşebbüs değeri, bir yatırımcının şirket için göze alabileceği en yüksek fiyatı belirtir.

1.2.9 Gerçek Değer

Piyasadaki tüm bilgiler kullanılarak ulaşılan değere gerçek değer denir. Bir firmanın geçmiş dönemlerdeki performansı ile gelecekte dönemlerde ulusal ve uluslararası konjoktüre göre belirleyeceği hedefler, gerçekleştirmeyi düşündüğü projeler ve elde etmeyi beklediği kazançlar bu değer belirlenmesinde önemli paya sahiptir. Etkin olan piyasalarda, şirket ile ilgili tüm bilgilere ulaşılabildiği için piyasa değeri ile gerçek değer birbiri ile eşdeğerdir denilebilir (Ercan vd., 2006: 6). Ama etkin olmayan piyasalarda tüm bilgilere ulaşılamadığından dolayı, projeksiyonların çok dikkatli yapılması gerekmektedir.

1.2.10 Hurda Değeri

Bir varlığın ekonomik yaşamı sonrasında, net defter değerinin üzerinde olacak şekilde elden çıkarıldığında elde edilen değerdir (Ercan vd., 2006: 7). Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde bu değer hesaba katılır.

1.2.11 Parçalı Değer

Bir firmanın varlıklarının, parçalara ayrılarak, ayrı ayrı satılması halinde söz konusu olan değerdir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 15).

1.3 FİRMA DEĞERİNİN YÖNETİMİ VE HİSSEDAR DEĞERİ

Gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin hemen hemen hepsi, hissedar değerini maksimize ederek şirket değerini artırma amacına yönelik kurumsal finansman politikaları uygulamaktadır. 1960'lardan itibaren Amerika'dan tüm dünyaya yayılan değere dayalı yönetim anlayışı, 1980'lerde yine Amerika'da hissedar değeri temelli finansman politikasını harekete geçirmiş, firma yatırımcı ve yöneticilerinin hissedar değerine odaklanmalarına sebep olmuştur (Küçükkaplan, 2008: 5). Globalizasyon,

deregülasyon, sermaye piyasalarındaki yeni davranış biçimleri, kurumsal yatırımcıların artması gibi faktörler bu anlayışa geçilmesinde önemli etkenlerdir (Ercan vd., 2006: 7). Amerika'daki 186 üst düzey şirket yöneticisi ile yapılan bir çalışmada, deneklerin %87'si değere dayalı yönetim anlayışına aşına olduklarını söylemişlerdir (Ryan ve Trahan, 1999: 46). Bu politikanın uygulamasında, firma içerisindeki değer yaratan unsurlar açık bir şekilde belirlenmeli ve uzun dönemli projeksiyonlar buna göre yapılmalıdır.

Hissedar değerini temel alan yönetim anlayışına getirilen eleştiriler de vardır. Eğer firmalar sadece hissedar değerine odaklanır, sosyal, çevresel, etik konular ve istihdam durumuna önem vermezlerse, orta ve uzun vadede bu senaryo ülke ekonomisi için iyi bir grafik meydana getiremeyecektir. Ayrıca hissedar değeri artırılırken, müşteri memnuniyeti göz ardı edilmemelidir. Son olarak ise, kısa dönemli hissedar değeri üzerine yoğunlaşmış olan bir yönetim politikası da, uzun dönemli yatırım yapan oyuncular için tehlikeli sonuçlar doğurabilir (Masouros, 2012: 6). Bu sebeplerden dolayı, hissedar değeri temelli yönetim anlayışının, uzun dönemde getireceği faydalar düşünülerek planlanması yerinde olacaktır.

1.4 DEĞERLEMENİN TERCİH EDİLEBİLECEĞİ DURUMLAR

Firma değerlemesi, bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından şirket birleşmesi, devralması, tasfiyesi, kredi değerliliğinin belirlenmesi, ilk halka arzlarda hisse senedi fiyatının belirlenmesi ve yatırımcıların portföy yönetimi kararları için bir referans noktası oluşturur.

1.4.1 Şirket Alım Satım Operasyonlarında Değerleme

Firmalar, faaliyet hayatları boyunca, finansal performanslarına göre büyümek ya da küçülmek isteyebilirler. Şirketler, teknolojik altyapılarını, araştırma ve geliştirme faaliyetlerini, kalifiye insan gücü sayısını ve marka prestijlerini geliştirmek için başka şirketleri bünyelerine katabilirler. Bu durumlarda yatırım kararı almak isteyen alıcı şirket, satın alacağı firmanın gerçek değerini bilmek ister (Ercan vd., 2006: 10). Alıcı şirket, satın alacağı şirkete gerçek değerinden fazla bir ücret ödemek istemez. Satın alınan şirket de, alıcı şirkete, firmasını gerçek değerinden daha az bir fiyata satmak istemez.

1.4.2 Sermaye Piyasalarına Kote Olan Şirketlerde Değerleme

Sermaye piyasalarında hali hazırda işlem göre şirketler birbirleriyle kıyasıya bir rekabet içerisindedirler. Şirketin hissedarları, ortakları oldukları şirketin performansının ve gelecekteki beklentilerini gerçekleştirme gücünün ne durumda olduğunu bilmek suretiyle pozisyonlarını koruyup korumama kararı almak isterler. Şirketi yatırım portföylerine almayı düşünen yeni oyuncular da, yatırım yapmayı düşündükleri şirketin tarihsel olarak nasıl bir grafik izlediğini, yatırım projelerinde başarılı olup olmadıklarını ve gerçek değerine göre nasıl bir fiyat düzeyinde olduğunu bilmek isterler (Ercan ve Üreten, 2000: 9). Piyasa değeri gerçek değerinden düşük olan hisse senetlerini pahalı bulacakları için satın almazlar. Gerçek değeri, piyasa değerinden yüksek olan şirketleri ise ucuz bulduklarından dolayı satın alırlar.

1.4.3 İlk Halka Arzlarda Değerleme

Hisse senetlerinin birçok yatırımcıya, çağrı ve ilan yoluyla ilk defa satışa çıkmasına ilk halka arz denir. Firmalar çeşitli sebeplerle ilk halka arz gerçekleştirebilirler. Riskli firmalar (Pagano, 1993: 1101), hızlı büyüme eğiliminde olan firmalar (Holmström ve Tirole, 1993: 680), yüksek faizli borçları olan şirketler (Rajan, 1992: 1367) genelde halka açılma potansiyelindedirler. Şirketler prestijlerini ve tanınırlıklarını artırmak, likidite yaratmak, daha kurumsal bir yapıya sahip olmak, ileride başka firmaları satın alarak büyümek için ortam hazırlamak ve firma değerini maksimize etmek gibi avantajlardan yararlanmak için ilk halka arz yoluyla sermaye piyasalarına girmek isterler (Borsa İstanbul, 2012: 3).

Sermaye piyasalarına girişte, şirketler öncelikle satışa aracılık edecek bir aracı kurumla anlaşır, sonrasında Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) başvururlar. SPK, Borsa İstanbul'un görüşünü ister. Borsa İstanbul, şirketle ilgili gerekli incelemeleri yaptıktan sonra, halka açılacak firma bir ön izahname hazırlayarak ön talep toplar. Borsa İstanbul, yaptığı incelemeler sonrası aldığı kararı SPK'ya bildirir. SPK'nın onaylaması sonrası kurul kaydına alınan hisse senetleri, kayıt tarihinden itibaren 15 gün içerisinde halka arz edilir. SPK'nın onayladığı izahname, teslim alındığı tarihten itibaren yine en geç 15 gün içerisinde ihraççının internet sitesi veya Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanmalıdır. Halka arza en erken, onaylanmış izahnamenin ve fiyat tespit raporunun, ihraççı tarafından yayımlanmasından sonraki üçüncü gün başlanır.

İzahname ve fiyat tespit raporundaki bilgiler yatırımcılara yol göstermesi açısından çok önemlidir. Bu bilgiler ışığında, yatırımcılar belirlenen hisse senedi fiyatını ucuz buluyorlarsa ve firmanın gelecekteki performansından ümitli iseler hisse senedini satın alırlar. Tam tersine, fiyat tespit raporunda belirlenmiş olan hisse senedi fiyatını pahalı buluyorlarsa, kendileri için uygun gördüğü fiyata düşene kadar beklerler.

1.4.4 Şirket Veraseti ve İntikali Durumlarında Değerleme

Şirket sahibinin vefatı durumunda varisler, şirketi ellerinden çıkararak nakite çevirmek isteyebilirler (Fernandez, 2015: 3). Bu durumda şirketin sağlıklı bir fiyattan satılabilmesi için satıcının gerçekçi bir fikre sahip olması gerekir. Zaten değerlemeyi tamamen bilimsel ve herkes için geçerli olan su götürmez bir gerçek olarak görmek yanlış olacaktır. Değerleme, fikir vermek için yapılır. Satıcı, şirketinin değerlemesini yaptırdıktan sonra edindiği fikre göre satış fiyatını belirler.

1.4.5 Değer Yaratıcı Unsurların Şirket İçerisinde Belirlenmesinde Değerleme

Değerleme yapılması sürecinde, şirket bir bütün olarak ele alınacak ve şirketin gelecekteki nakit akışlarını ve karlılığını artırabilecek unsurlar daha net gözükülebilecektir. Şirketin değerini yükseltebilecek olan unsurların önceden bilinmesi, firmanın bu unsurları daha da geliştirerek ilerdeki potansiyel değerini artırmaya imkan sağlayabilir (Fernandez, 2015: 3).

1.4.6 Portföy Yönetiminde Değerleme

Yatırımcılar, portföylerini oluştururken daha verimli sonuçlara ulaşabilmek adına değerlemeden faydalanırlar. Piyasadaki bilinçli oyuncular, almayı düşündükleri hisse senetlerini, ellerinde tutmak istedikleri süreye göre değerlendirir ve yatırımlarını buna göre yapmayı tercih ederler (Ercan vd., 2006: 9).

1.5 DEĞERLEME İLE İLGİLİ SIK KARŞILAŞILAN HATALAR

Değerleme sürecinin doğru ve etkin tamamlanabilmesi birçok değişkene bağlıdır. Ayrıca ortaya çıkan değerlendirme sonucu her yatırımcı ve kurumsal şirket için aynı şekilde yorumlanamaz. Aşağıda değerlendirme süreci ile ilgili yapılan yanlış genellemeler ve hatalar özetlenmiştir (Fernandez, 2015: 17).

- a. İskonto oranının ve firmanın riskliliğinin hesaplanmasında yapılan hatalar:

- Hatalı risksiz faiz oranı kullanımı,
- Hatalı beta kullanımı,
- Hatalı pazar risk primi kullanımı,
- Hatalı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanımı,
- Hatalı vergi kalkanı kullanımı,

b. Beklenen nakit akışlarının hatalı tahmin edilmesi ve hesaplanması:

- Nakit akışlarının net belirlenmemesi,
- Mevsimsel şirketleri nakit akışlarının hatalı tahmini,
- Bilançoların doğru projeksiyonunun yapılamaması,
- Nakit akışları tahmin edilirken gösterilen gereğinden fazla iyimser tavır,

c. Devam eden değer hesaplanmasında yapılan hatalar:

- Ömür boyu gelirin hesaplanmasında tutarsız nakit akışlarının kullanılması,
- Ekonomik karşılığı olmayan denklemlerin değerlemede kullanılması,
- Büyüme oranı hesaplanırken geometrik ortalama yerine, aritmetik ortalamanın kullanılması,
- Ömür boyu gelirin hesaplanacağı yılın hatalı seçilmesi,

ç. Konsept hataları ve diğer tutarsızlıklar:

- Firmaya ve özsermayeye giden serbest nakit akımlarının tanımlanmasındaki hatalar,
- Çarpan kullanımında yapılan hatalar,
- Denklemlerdeki zamansal tutarsızlıklar,

d. Değer açıklanmasında yapılan hatalar:

- Değeri, fiyat ile karıştırma hatası,
- Değerlemenin herkes için tutarlı olduğunun düşünülmesi,
- Değerlemenin bir fikir değil de bilimin bir sonucu olduğunun düşünülmesi,
- Bir şirketin her alıcı için aynı değere sahip olduğunun düşünülmesi,
- Bir alıcı için geçerli olan stratejik değer, makul değer ile karıştırılması,
- Şerefiyenin marka değeri ve entelektüel sermayeyi içerdiğinin düşünülmesi,

- Değerlemenin nakit akımları ve risk ile ilgili beklentilere göre şekillendiğinin unutulması,

e. Örgütsel hatalar:

- Şirketin projeksiyonlarının göz ardı edilmesi,
- Şirketin, daha önceden hiçbir ilişki içinde olmadığı bir yatırım bankasından değerlendirme yapmasını istemesi,
- Hedef şirketin değerlemesi sürecinde sadece finans departmanının çalışması.

1.6 SERMAYE MALİYETİNİN HESAPLANMASI

Şirket değerinin belirlenmesinde sermaye maliyetinin doğru hesaplanması önemli bir yer tutmaktadır. Yanlış hesaplanan sermaye maliyeti şirket değerinin de yanlış bulunmasına yol açacaktır (Ercan vd., 2006: 14). Bu yüzden şirket değerlemesinde yola çıkarken ilk yapılacak hesap, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesidir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin unsurlarından birisi olan özsermaye maliyeti Gordon modeline göre ya da sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeline (CAPM) göre hesaplanabilir. Gordon modeli, temettü ve büyüme oranı üzerinden aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (1)$$

Burada; 'k_e' hissedarların beklediği getiri oranını, 'D₁' birinci sene sonunda ödemesi planlanan temettüyü, 'P₀' hisse senedinin bugünkü fiyatını, 'g' ise büyüme oranını ifade etmektedir.

CAPM'de ise; risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve beta üzerinden özsermaye maliyeti aşağıdaki şekilde bulunur:

$$k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf}) \quad (2)$$

Burada; 'k_e' özsermaye maliyetini, 'k_{rf}' risksiz faiz oranını, 'β' hisse senedi betasını, 'k_m' beklenen pazar getirisini göstermektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ise, özsermaye ve uzun dönemli borçların maliyeti ile ulaşılır:

$$k_{WACC} = [W_d \times k_d \times (1-T)] + [W_e \times k_e] \quad (3)$$

Burada; 'W_d' uzun vadeli borçların yüzdesini, 'W_e' ise özsermayenin yüzdesini göstermektedir. 'k_d' uzun vadeli borçların vergi öncesi faiz oranını belirtirken, 'k_e' ise özsermayenin maliyetini ifade etmektedir. Bazı şirketler, sermaye yapılarına göre, uzun dönemli borçlar yerine, kısa dönemli borçları da tercih edebilmektedir.

1.7 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirketlere ve yatırımcılara, alacakları kararlarda yardımcı olması ve onlara gelecek hakkında fikir vermesi için kullanılan değerlemenin, tek ve üzerinde konsensüse varılmış bir çeşidi yoktur. Farklı sektörlerdeki firmalar, başka tipteki yatırımcılar, değişik yönetim anlayışını benimseyen yöneticiler kendilerine en uygun olan değerlendirme yöntemini kullanmaktadırlar (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 87). Değerleme yöntemleri metodolojilerine göre; nakit akımlarını baz alan modeller, çarpanları baz alan modeller, opsiyonları baz alan modeller ve değer yaratmayı baz alan modeller olarak dörde ayrılabilir (Fernandez, 2015: 2). Aşağıda değerlemenin en çok kullanılan yöntemleri anlatılmaktadır.

1.7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Değerleme yöntemleri içerisinde üzerinde en çok konsensüse varılmış olan model indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemidir. Şirketin gelecekte beklediği nakit akımlarının bugüne indirgenmesi suretiyle, şirket değeri hesaplanır. Bu yöntem 1930'lu yıllarda Irving Fisher tarafından ortaya koyulmuştur (Önal vd., 2005: 370). 1980'li yıllardan itibaren popülaritesi artmıştır. Tüm modeller içerisinde, konsept olarak en doğru kabul edilenidir (Fernandez, 2015: 8).

İNA yaklaşımında, değerlemenin yapılabilmesi için; varlığın oluşturduğu nakit akımları, nakit akımlarının meydana geldiği zaman, bu nakit akımlarının indirgeme oranı ve beklenen büyüme oranı bilinmelidir (Damodaran, 2010: 43).

Gerçekleşmesi düşünülen gelecekteki nakit akımlarının bugüne indirgenmesi suretiyle şirket değerine ulaşılır. Nakit akımlarının ve bunların gerçekleşeceği

zamanların doğru tahmin edilmesi, gerçeğe uygun değeri bulma noktasında çok önem arz etmektedir. İNA yöntemi için genel formül aşağıdaki gibidir.

$$\text{Varlık Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

Burada; 'n' varlık için öngörülen ömrü, 'CF' her bir dönem için beklenen nakit akımını, 'r' ise indirgeme oranını temsil etmektedir.

İNA yönteminde firmaların ömrü sonsuz kabul edilir. Fakat her sene için ayrı ayrı hesaplama yapmak mümkün olmayacağı için gelecek döneme ilişkin projeksiyonlar genelde 3, 5 ya da 10 yıla tekabül edecek şekilde yapılır. Bu belirlenen süreden sonraki nakit akımlarına devam eden değer (DED) denilir. DED, belli bir iskonto oranıyla indirgenerek, önceki senelerin projeksiyon sonuçlarına eklenir ve böylelikle firma değerine ulaşılır.

İndirgenmiş kar payı yöntemi, şirkete serbest nakit akımı ile değerlendirme ve özkaynağa serbest nakit akımı ile değerlendirme şeklinde üç ana İNA yöntemi vardır.

1.7.1.1 İndirgenmiş Kar Payı Yöntemi

Bu yöntem, bir yatırımcının elinde tuttuğu hisse senedinden elde edeceği tüm kar paylarının bugüne indirgenmiş değeri olarak tanımlanabilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 111).

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{HBT_t}{(1+r)^t} \quad (5)$$

Burada; 'HBT' hisse başına temettüyü, 'r' ise özsermaye maliyetini göstermektedir.

Temettüden, hisse değerine ulaşma üzerine yapılan çalışmalar, Myron Gordon'un geliştirdiği kar payı yaklaşımına kadar uzanmaktadır (Demir, 2001: 64). Hisse senetleri her zaman aynı seviyede kar payı dağıtmazlar. Yüksek büyüme hızına sahip bir hisse senedi belli bir süre sonrasında istikrarlı büyümeye geçebilir. Büyümenin değişmesi kar payı dağıtımlarını da etkiler. İşte bu tür iki dönemli farklı büyümelerin yaşandığı süreçlerde, hisse senedinin 'n' süre sonundaki fiyatına, bir dönem sonrası

hisse başına temettünün, özsermaye maliyeti ile kar payı büyüme oranı arasındaki farka bölünmesi ile ulaşılır.

$$P_n = \frac{HBT_{n+1}}{(r_n - g_n)} \quad (6)$$

Burada; 'HBT_{n+1}' ilk istikrarlı büyümenin yaşandığı senenin kar payı, 'r_n' istikrarlı büyüme evresindeki özsermaye maliyeti, 'g_n' ise istikrarlı büyüme döneminin sonsuza kadar devam edecek kar payı büyüme oranını ifade eder. Hisse senedini elde tutarak kazanacağımız getirilere, 'n' süre sonunda 'P_n' fiyatı üzerinden sattığımızda elimize geçecek olan meblağı da ekleyerek hisse senedinin bugünkü değerini buluruz. Böylelikle formül, aşağıdaki şekle dönüşmüş olur.

$$V = \frac{HBT_1}{(1+r)^1} + \frac{HBT_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{HBT_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (7)$$

Bu formülü kısaca aşağıdaki gibi de gösterebiliriz:

$$\text{Hisse Senedinin Bugünkü Değeri} = \sum_{t=1}^n \left[\frac{HBT_t}{(1+r)^t} \right] + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (8)$$

İndirgenmiş kar payı ile değerlendirme yönteminde, yöneticilerin sermaye karlılığı, borç/özsermaye oranı gibi parametrelerde yapacağı değişiklikler şirketin büyüme oranını etkilemektedir. Kar paylarının dağıtılmayıp alıkonması ile yapılabilecek yeni projelerin getireceği nakit akışları ile yeni hissedarlar oluşturulabileceği gibi, daha yüksek bir kar payı politikası izleyerek de yatırımcılar sürekli ilgili tutulabilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 128).

1.7.1.2 Şirkete Serbest Nakit Akışı ile Değerleme

En çok kullanılan İNA yöntemidir. Genellikle imalat sektöründe olan firmalar, şirket değerlemesi için bu yöntemi tercih ederler (Ercan vd., 2006:21). Şirkete olan serbest nakit akımları aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$FCFF = FVÖK (1-T) + \text{Amortismanlar} - \text{Sermaye Harcamaları} - \Delta \text{İşletme Sermayesi}$$

Burada; 'FVÖK' şirketin faiz ve vergi öncesi karını, 'T' şirketin kurumlar vergisi oranını, 'Δİşletme Sermayesi' ise şirketin net işletme sermayesindeki değişimi göstermektedir.

Şirkete olan nakit akımlarından, şirket değerine ulaşırken birinci formüldeki nakit akımını gösteren 'CF' yerine, şirkete özgü nakit akımlarını gösteren 'FCFF'nin; indirgeme oranını işaret eden 'r' yerine de, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirten 'k_{WACC}'nin konulmasıyla, firma değeri formülüne ulaşılır:

$$Firma\ Değeri = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+k_{WACC})^t} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+k_{WACC})^n} \quad (9)$$

Firma sonsuza kadar sabit bir büyüme oranı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine sahipse, firmanın değeri aşağıdaki formülle hesaplanacaktır:

$$Firma\ Değeri = \frac{FCFF_1}{(k_{WACC} - g)} \quad (10)$$

Firmanın belli bir büyüme hızı varken, 'n' yılından sonra başka bir oranda sabit büyümeye geçiyor ise formül aşağıdaki şekle dönüşecektir:

$$Firma\ Değeri = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+k_{WACC_y})^t} + \dots + \frac{FCFF_{n+1}}{(k_{WACC_s} - g_n)} \times \frac{1}{(1+k_{WACC_y})^n} \quad (11)$$

Burada; 'g_n' sabit büyüme oranını, 'k_{WACC_y}' yüksek büyüme zamanındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, 'k_{WACC_s}' sabit büyüme zamanındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir.

$$Devam\ Eden\ Değer = \frac{NOPLAT_{t+1} \times (1 - (g_p / YSG))}{(k_{WACC} - g_p)} \quad (12)$$

Burada; 'k_{WACC_y}' yüksek büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, 'k_{WACC_s}' ise sabit büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, 'YSG' ise yeni yatırılan sermayenin getiri oranını göstermektedir. Bu değerlendirme türünde devam eden değeri hesaplamada, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile birlikte YSG'de (Yeni yatırılan sermayenin getiri oranı) önemlidir. YSG, İNA temelli yöntemlerde aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Önal vd., 2005: 373):

$$YSG = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı} / \text{Yatırılan Sermaye}$$

1.7.1.3 Özkaynağa Serbest Nakit Akışı ile Değerleme

Bu yöntem firmaya serbest nakit akımlarında olduğu gibi, hem borç hem de özsermaye sahiplerine olan nakit akışını değil, sadece özsermaye sahiplerine olan nakit akımını hesaba katmaktadır. Daha çok bankacılık ve finans şirketlerinde kullanılır (Küçükkaplan, 2008:26). Özsermayeye olan nakit akımlarının hesaplanması aşağıdaki gibidir:

$$FCFE = \text{Net Kar} + \text{Amortisman} - \text{Duran Varlıklar İçin Yapılan Harcamalar} - \text{Alışletme Sermayesi} - \text{Borç Anapara Ödemeleri} + \text{Yeni Borçlanmalar}$$

Eğer bankacılık sektöründeki bir hisse senedinin değerinden bahsediliyorsa, ve söz konusu şirket olağandışı büyüme evresinin ardından, istikrarlı büyüme evresine giriyorsa, bir hisse senedinin değeri aşağıdaki gibi hesaplanacaktır:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(r-g_n)} \quad (13)$$

1.7.2 Normal Dışı Kar (Artık Kar) Modeli

Normal dışı kar modelinde, geçmiş döneme ait gerçekleşmemiş kar ve zararların gelir tablosunda gösterilmesi tekniğinden hareketle ortaya çıkartılmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 157). Bu teknikte de, indirgenmiş nakit akımları modellerinde olduğu gibi projeksiyon, belli bir dönem boyunca yapılır. Bu dönem sonrasında, sonsuza kadar uzanacak olan tek bir kar oranı belirlenir ve devam eden değer bu şekilde bulunmuş olur.

$$\text{Artık Kar} = \text{Net Kar} - \text{Özsermaye Maliyeti} \times \text{Başlangıç Dönemindeki Özsermaye Defter Değeri}$$

Özsermaye verimliliği (ROE) üzerinden ise hisse değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$E_t = ROE_t \times B_{t-1} \text{ iken } P_0 = B_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{(ROE_j - r)B_{j-1}}{(1+r)^j} \quad (14)$$

Burada; 'E_t' net kar rakamını, 'B_{t-1}' ise bir önceki dönemdeki defter değerini göstermektedir.

Normal dışı kar modeli, indirgenmiş kar payı yöntemine nazaran daha çok kullanılmakla birlikte, indirgenmiş nakit akımları modelleri kadar rağbet görmemektedir. Bu modelin doğru tahmin üretebilmesi için; defter değeri, sermaye maliyeti, kar payı dağıtım oranı, karlarda uzun dönem büyüme oranı, ve kar tahminlerinin doğru yapılması gerekmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 169).

1.7.3 Göreceli Değerleme Yöntemleri

Göreceli değerlemede amaç, şirketin kendine benzer şirketlerle karşılaştırılarak büyük resimde nerede durduğunun tespit edilmesidir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 172). Bu aşamada hedef şirketin değerinin doğru hesaplanabilmesi adına karşılaştırma grubu şirketlerinin doğru seçilmesi çok önemlidir. Etkin bir karşılaştırma grubu oluşturulduktan sonra hangi oranların kullanılması gerektiğine karar verilmelidir. Aşağıda göreceli değerlendirme yöntemlerinden en popüler olan fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri ve Tobin'in q'su ele alınmıştır. Bunun dışındaki diğer göreceli değerlendirme oranları arasında; fiyat/kazanç beklenen büyüme oranı, göreceli fiyat/kazanç oranı, fiyat/gelecekteki kazanç oranı, fiyat/ar-ge öncesi kazanç oranı, fiyat/ar-ge öncesi kazanç oranı, değer/borç ödemeli faaliyet nakit akımı oranı, fiyat/satışlar oranı, firma değeri/satışlar oranı, birim ürün başına değer oranı, abone başına değer oranı, müşteri başına değer oranı, site ziyaretçisi başına değer oranı gösterilebilir (Ercan vd., 2006: 75).

1.7.3.1 Fiyat/Kazanç Oranı

Piyasadaki oyuncular, bir varlığa yatırım yaparken, o yatırımdan elde edecekleri kazancın ne ölçüde olacağını merak ederler (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 172). Göreceli değerlendirme yöntemleri içinde en kolay hesaplanana olduğu için en çok fiyat/kazanç oranı tercih edilir . Hisse senedinin fiyatı, fiyat/kazanç oranı üzerinden aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$\text{Hisse Senedinin Fiyatı} = (P/E) \times EPS \quad (15)$$

1.7.3.2 Piyasa Değeri/Defter Değeri

Muhasebe verilerine bakılarak hesaplanır. Genelde piyasada henüz işlem görmeyen hisse senetlerinin olması gereken fiyatları tespit edilirken kullanılır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 175). Piyasa değeri/defter değeri oranı özsermaye getirisine,

beklenen kar payı dağıtım oranına ve büyüme oranına bağlıdır. Piyasa değeri/defter değeri oranı, özsermaye getirisi üzerinden aşağıdaki şekilde formülize edilebilir:

ROE (Özsermaye Getirisi) = $Hisse\ Başı\ Kar_1 / Özsermayenin\ Defter\ Değeri_0$ ise,

$$\frac{PD}{DD} = \frac{ROE_1 - g_n}{k_e - g_n} \quad (16)$$

1.7.3.3 Tobin'in q Oranı

Genellikle piyasa değeri/defter değeri oranını tercih etmeyen şirketler, Tobin'in q oranını kullanırlar. Piyasa değeri/defter değeri oranına benzemesine karşılık, bu orandan ayrılan tarafları da vardır. Varlıkları yerine koyma maliyeti, bu yaklaşımda öne çıkmaktadır.

$$Tobin\ 'in\ q\ Oranı = Varlıkların\ Piyasa\ Değeri / Yeniden\ Kurma\ Maliyeti \quad (17)$$

Enflasyonist zamanlarda yenileme maliyetleri artarken, teknolojik gelişmelerin olduğu zamanlarda, artan ar-ge çalışmalarının etkisiyle yenileme maliyetleri azalır. Yenileme maliyetinin farklılaştığı bu zaman dilimlerinde Tobin'in q oranı, piyasa değeri/defter değeri oranına göre daha etkin ve geçerli sonuçlar vermektedir (Ercan vd., 2006: 67).

1.7.4 Opsiyon Fiyatlama Yaklaşımı

İndirgenmiş nakit akımları ve göreceli modeller hatalı sonuçlar verdiği zaman kullanılan bir yaklaşımdır. Doğal kaynak üzerine çalışan şirketler, zor durumda olan firmalar ve ürün patentlerini değerlemek isteyen şirketler tercih ederler. Petrol gibi fiyatı sürekli değişen doğal kaynakları işleten şirketler, fiyat dalgalanmasını azaltıp belirsizliği minimuma indirmek için opsiyon değerlendirme yöntemlerini kullanırlar.

Bu model, özellikle belirsizlik ve riskin yüksek ve yoğun olarak yaşandığı sektörlerde bulunan şirketlerde, indirgenmiş nakit akımları yönteminden daha sağlıklı sonuçlar verdiği için tercih edilmektedir. Bunun temel sebebi, ARGE projelerini yoğunlukla kullanan firmaların, bu projelerden gelecek nakit akışlarını belirlemede zorlanmalarıdır (Uysal, 2001: 136). Myers (1984), bu türdeki projelerin gelecekte sağlayacakları nakit akışı potansiyellerinden dolayı birer opsiyon olarak değerlendirilebileceğini öne sürmüştür.

Opsiyonlar değeri bir başka varlığın değerine göre değişen türev ürünleridir. Genel olarak alım ve satım opsiyonu olarak ikiye ayrılmaktadır. Alım opsiyonu, opsiyona dayanak olan varlığı belli bir vade sonunda alma hakkını sahibine verir. Satım opsiyonu ise, opsiyona dayanak olan varlığı belli bir vade sonunda sahibine satma hakkı verir.

Vadesinden önce opsiyonu kullanma durumuna göre ise iki tip opsiyon vardır. Bunlar Avrupa tipi opsiyonlar ve Amerika tipi opsiyonlardır. Avrupa tipi opsiyonlar sadece vadesi bitiminde kullanılabilirken, Amerika tipi opsiyonlar vadesi bitmeden de kullanılabilirler. Türkiye’de, Avrupa tipi opsiyonlar kullanılmaktadır. Dünyada genel kabul görmüş olan Black-Scholes opsiyon fiyatlama modeli, Avrupa tipi opsiyonlar üzerinden aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir (Black ve Scholes, 1973: 644).

$$d_1 = \frac{1}{\sigma\sqrt{T-t}} \left[\ln\left(\frac{S_t}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t) \right]$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T-t}$$

$$C(S_t, t) = N(d_1)S_t - N(d_2)Ke^{-r(T-t)} \quad (18)$$

Burada, “C(S_t, t)” Avrupa alım opsiyonunun fiyatını, “N” standart normal dağılımın kümülatif normal dağılımını, “S” alım opsiyonunun fiyatını, “K” alım opsiyonunun kullanım fiyatını, “r” yıllık bileşik risksiz faiz oranını, “T” vadeyi ve “t” ise opsiyonun yılını ifade etmektedir.

Finansal açıdan zor durumda olan ve ciddi oranda borçlanmış firmalar, gelecekte gerçekleşmesi muhtemel pozitif nakit akışları ile stabil bir hale geçebilirler. Bu sebepten dolayı şirketin varlıklarını nakde çevrilecekmiş gibi opsiyon değerlendirilmesi daha yerinde olacaktır. Şirketler, kendileri için maliyetlerini kapatıp, kara geçebilecekleri bir senaryo mümkünse ürün patentlerini çıkarırlar. Patentlerin maliyetlerinin yüksek volatiliteye sahip olması ve patentlerin gelecekte getirmesi muhtemel nakit akışlarının kararsız olmasından dolayı, ürün patenti geliştiren şirketler opsiyon değerlemeyi tercih ederler.

Opsiyon değerlemesinde özsermayeyi etkin bir şekilde değerleyebilmek için doğru tespit edilmesi gereken 5 parametre vardır. Bunlar, şirket varlıklarının tasfiye

değeri, şirket değerindeki değişim, borcun vadesi, borcun nominal değeri ve risksiz faiz oranıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 190-192).

1.7.5 Ekonomik Katma Değer (EVA)

Bu değerlendirme ölçütü, artık kar kavramı üzerine kuruludur (Ercan vd., 2006: 81). Performans değerlendirme işlevi görür. Hem borç hem de özsermayenin maliyetini dikkate alır. Vergiden sonraki net faaliyet karından finansman giderlerinin düşülmediği düşünülürse, ekonomik katma değer aşağıdaki şekilde bulunabilir:

$$EVA = VSNFK - (Yatırılan Sermaye \times Sermaye Maliyeti) \quad (19)$$

Burada, 'VSNFK' vergi sonrası net faaliyet karını, 'sermaye maliyeti' ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini göstermektedir.

Ekonomik katma değer modelinin en büyük avantajı, geleneksel modellerin aksine hem özkaynak maliyeti hem de borçların maliyetini hesaba katmasıdır. Bu değer pozitif olduğunda, hissedarlar açısından maliyetten daha fazla değer kazanıldığı ve şirketin verimliliğinin artırıldığı anlamına gelirken, negatif çıktığında ise maliyetin daha fazla olduğu ve hissedar değerinin zedelendiği şeklinde yorumlanmaktadır.

Şirketler; maliyet ve vergilerini azaltmak suretiyle verimliliklerini artırarak, vergi sonrası karlarını artırıp sermaye maliyetlerini düşürecek yatırımlara yönelerek, karları azalsa dahi sermaye maliyetlerini daha da kısarak, ya da sermaye maliyetlerini şirket genelinde optimal bir seviyeye getirerek ekonomik katma değerlerini artırabilirler (Akbaş, 2011: 123).

Ekonomik katma değer yaklaşımını tercih eden akademisyenler, bu değerlendirme yönteminin gerçek hissedar değerini yansıttığını söylemektedirler (Stewart, 2009: 75). Ayrıca, şirket yöneticileri için bir teşvik ve ödüllendirme sistemi olarak kullanıldığında, hem yöneticileri hem de hissedarları aynı amaç etrafında toplayabileceği belirtilmektedir (Stern vd., 1996: 245). EVA yöntemini ilk uygulayan büyük şirketlerden biri olan Coca-Cola'nın 1981 yılında 3 Dolar olan piyasa değeri, 2017 yılında 43 Dolara kadar yükselmiştir. Türkiye'de Oyak Renault, Tofaş ve Arzum Mutfak Gereçleri gibi bir çok kurumsal şirkette, hissedarlarla etkin bir iletişim sağlaması sebebiyle bu değerlendirme yaklaşımı kullanılmaktadır (Öztürk, 2004: 353).

Çalışanların performanslarının değerlendirilmesinde, bütçelemesinde, şirket içi teşvik ve ödüllendirme sistemlerinin geliştirilmesinde, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde, sermaye firma varlıklarının yönetiminde, sermaye yapısının belirlenmesinde ve menkul kıymet analizinde şirketler EVA yöntemini tercih edebilmektedirler (Akbaş, 2011: 127).

Ekonomik katma değer sayesinde, yöneticiler ve yatırımcılar şirketin değer yaratan ve yaratmayan unsurlarını daha net görüp buna göre bir strateji belirleyebilirler. Diğer taraftan, ekonomik katma değer yöntemi, şirketlerin hali hazırdaki varlıklarına ve büyüme beklentilerine çok bağlı olduğundan dolayı, hisse senedi fiyatı üzerinde olumlu da olumsuz da etki gösterebilmektedir. Türkiye’de yapılan bir çalışmada, BIST-100 endeksine kote olan seramik sektöründeki firmalar incelenmiş ve bu şirketlerden hisse senetleri yükselen firmalar olmasına rağmen, incelenen tüm firmaların ekonomik katma değerleri negatif bulunmuştur (Akyüz, 2013: 349). Şirketler, EVA’yı tek başına kullanmaktan ziyade, diğer değerlendirme metotlarını açıklama anlamında kullanırlarsa, gelecekle ilgili stratejilerini daha sağlam temeller üzerinde yapabilirler.

Bununla birlikte hesaplanmasının güç olması, manipülasyona açık olması, kısa dönemli bir perspektif sağlaması, özsermaye maliyeti yüksek olan şirketlerde aşırı borçlanmaya sebebiyet verebilmesi gibi kısıtlar, bu modele getirilen eleştiriler arasındadır (Öztürk, 2004: 360).

1.8 DEĞERLEMENİN ÖNEMİ

Değerleme dinamik bir süreçtir. Şirketin geçmişte yapmış olabileceği hatalardan ders çıkartıp çıkartmadığını ve beklentilere göre geleceğe ne kadar hazır olduğunu gösterir. Böylelikle de şirketlerin kaynaklarını etkin ve verimli kullanabilmelerini sağlar. Piyasadaki bilinçli oyuncular, firma değerlendirme sonuçlarının sunduğu reçetelerden ilham alarak yatırım portföylerini oluştururlar.

Değerlemenin yapım aşamasında sadece söz konusu şirketin finans departmanı değil, şirketin diğer departmanlarıyla birlikte eğer yöneticileri de sürece katılırsa ortaya hata payı azaltılmış bir sonuç çıkar. Gelecek dönemlerle ilgili beklentilerin doğru şekillendirilmesi, etkin bir değerlendirme için kuşkusuz çok önemlidir. Bu sebeple çoğulcu bir yaklaşımla projeksiyonların yapılması daha sağlıklı bir değere ulaşmayı sağlar.

Şirketin gelecekte gerçekleştirmeyi düşündüğü projelerin risklerine göre daha çok kazandıranların tespit edilmesi ve ilerde hangi projenin stratejik olarak şirket

beklentileriyle uyumlu olduğunun tespit edilmesi, yine değerlendirme sürecinde ortaya çıkar.

Değerlemenin kalitesi geleceğe yönelik ne kadar çok şirket hedefini içerirse o kadar artar. Satışlar, büyüme, pazar payı, temettü oranı, yatırımların dağılımı gibi faktörlerin, ilgili birimlerinin yöneticilerinin de katkısıyla daha net belirlenmesi daha doğru nakit akışı projeksiyonları yapılmasına ve dolayısıyla da daha doğru bir şirket değerine ulaşılmasına sebebiyet verir.

Değerleme, gelecekte beklenen nakit akışları baz alınarak yapılmasına rağmen, geçmişteki finansal tablolar ve oranlar göz ardı edilmemelidir. Geçmişteki oranlardan çok uzağa düşen bir perspektifle yapılmış değerlemelerde hata olma ihtimali daha yüksektir. Geçmiş dönemler ile gelecekte gerçekleştirilmesi planlanan projelerden beklenen nakit akışları arasındaki ilişkiyi iyi kurgulayarak yapılan projeksiyonlar, değerlendirme kalitesini artırdığı gibi firmalara da daha rasyonel bir yol haritası sunar.

İKİNCİ BÖLÜM

İLK HALKA ARZ KAVRAMI VE DÜŞÜK FİYATLAMA

2.1. İLK HALKA ARZ KAVRAMI

Şirketler; yeni finansman sağlamak, firmalarının tanıtımını gerçekleştirmek, kurumsallaşma süreçlerini tamamlamak, likidite imkanı oluşturmak, prestijlerini artırmak, yeni sermaye kanalları açmak, ticari ilişkilerini geliştirmek, pazar paylarını yükseltmek, şirket borçlanmasını daha uygun koşullarda gerçekleştirmek ve globalleşmek gibi sebeplerle halka arzı tercih ederler. Payları halka açılmış olan anonim şirketler, halka açık ortaklık olarak adlandırılırlar. Halka arzda, tüm sermaye piyasası araçlarının satışa çıkarıldığına dair yatırımcılara genel bir çağrı yapılır. İlk halka arzda ise şirketler sermaye piyasalarına ilk defa giriş yapmış olurlar (SPK, 2016: 1). Firmalar, mevcut sermayelerini halka açarak ortak satışı gerçekleştirebilir, ya da sermaye artırımını için yeni pay çıkartabilirler. Sağlıklı bir ilk halka arz sürecinin gerçekleşebilmesi için, şirketlerin hisselerini doğru fiyatlamaları hayati derecede önemlidir. Çok pahalı fiyatlanmış bir hisse senedi yeterince yatırımcı bulamayacağı için, sermaye piyasalarından çekileceği gibi, çok ucuz fiyatlanmış bir hisse senedi de şirkete gereken sermayeyi karşılayamayacaktır.

2.1.1 Türkiye’de İlk Halka Arz Süreci

Halka arzlar, şirketin Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatı gereği bir aracı kuruluşla sözleşme imzalaması sonrası gerçekleşmektedir. Gelişen İşletmeler Pazarı’nda bulunan şirketlerin, bir de piyasa danışmanlığı sözleşmesi yapmaları zorunludur. Aracılık anlaşması halka arzın tutarına göre bir ya da birden fazla şirket ile yapılabilir. Bu tutar için kritik sınır yirmi iki milyon Türk Lirasıdır. Yirmi iki milyon liradan az olan halka arzlarda, satılmayan payların tamamını aracılar yüklenirken, yirmi iki milyon ile kırk dört milyon lira arasında olan halka açılmalarda satılmayan hisselerin yirmi iki milyon lirasını kapsayan kısmının tamamını ve eğer varsa bunu aşan kısmının yarısını aracılar yüklenir. Eğer kırk dört milyon liranın üzerinde bir aracılık gerçekleşiyorsa, aracı kurumlar için herhangi bir yüklenim zorunluluğu yoktur (Borsa İstanbul, 2012: 5).

Halka arz için diğer önemli bir gereklilik, finansal tabloların SPK mevzuatlarına göre hazırlanması ve bu tabloların yine SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetleyiciler tarafından denetlenmesidir. Ayrıca şirket, esas sözleşmesini SPK

standartlarına göre değiştirerek, bu sözleşmeyi SPK'ya sunmalıdır. Halka arz fiyatının belirlenmesi ise halka arz sürecindeki en can alıcı aşamalardan birisidir. Şirketin başarılı bir halka arz süreci geçirip, sağlıklı bir sermaye piyasası yolculuğu yapabilmesi için halka arz fiyatının etkin belirlenmesi gerekmektedir. Halka arz fiyatını, Şirketin sözleşme imzaladığı aracı kurum belirler ve bu fiyata Borsa İstanbul ve SPK etki edemez. Aracı kurumların halka arz fiyatı analizleri, fiyat tespit raporlarında ve izahnamede yayımlandıktan en erken üç gün sonra Şirket halka arz edilebilir.

Şirketler, ilk halka hazırlık işlemlerini yapıp izahnamelerini hazırladıktan sonra Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurulu'na başvururlar. Bu başvuru ile birlikte Şirketler, halka arz için tanıtım faaliyetlerine başlarlar. Başvuruların ardından Borsa İstanbul ve SPK'nın görevlendirdiği uzmanlar, halka açılma isteğinde olan Şirketi ziyaret ederek gerek finansal gerekse de finansal olmayan incelemelerde bulunurlar. Şirket, sürecin kayıt altına alınması ve uluslararasılaşması adına Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Takas Bank'a başvurur. Şirket önemli gelişmeleri ve finansal tablolarını, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun bir alt birimi olan Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayınlattır ve Takas Bank başvurusu sonrası da uluslararası ISIN (International Security Identification Number) kodunu alır (Borsa İstanbul, 2012: 9).

SPK'nın Seri: VII-128.1 sayılı Tebliği'nin 5. maddesine göre paylarını halka arz edecek Şirketlerin, aşağıdaki n Őartları sağlıyor olması gerekmektedir;

- a) Başvurudan iki sene öncesine kadarki sermayesine değer artış fonları ve bu nitelikteki fonların eklenmemiş olması,
- b) Mevcut sermayenin hepsinin denmiş olması,
- c) Şirketin SPK'ya gönderdiği izahnamesindeki finansal tablolardaki ilişkili taraflardan olan ticari olmayan alacakların, tüm alacaklara olan oranının yüzde yirmiye, ya da toplam aktiflere oranının yüzde onu geçmemesi,
- d) Mali müşavir raporları ile desteklenmek suretiyle, Şirketin halka arz için başvuru tarihinden önceki iki sene içerisinde anonim ortaklık olması durumunda, değişim öncesi öz kaynak kalemlerinin, değişim sonrası sermaye hesabında ayrı kalemler olarak gösterilmesi gerekmektedir.

İzahnameler, yatırımcılar için Şirket ile ilgili tanıtıcı bilgilere, satış duyurusu ile ilgili halka arz işlemlerine ve satışın nasıl gerçekleşeceğine dair ön bilgi mahiyetinde

verilere, halka arz öncesi senelerin bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına ev sahipliği yapar. İzahnameler, mevzuata uygun olarak hazırlandıktan sonra ortaklık ve aracı kuruluşlar tarafından imzalanarak onay için SPK'ya gönderilir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayından geçen izahnameler, Ticaret Sicili'ne tescil ettirilerek, Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir. İlk defa halka arz gerçekleştiren şirketlerin halka arz bilgileri ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanır (Borsa İstanbul, 2012: 19).

SPK'ya gönderilen izahnameler ile tasarruf sahiplerine satış duyurusunda ilan edilen tarih ve yerde halka arz işlemlerine başlanır. Satışlar ya talep toplama yöntemi, ya da borsada satış yöntemi ile gerçekleştirilir. Hisseler, aracı kuruluşlar tarafından borsa dışında satılacaksa talep toplama yöntemleri tercih edilir. Eğer şirket, borsada bizzat birincil piyasada işlem görmek istiyorsa, borsada satış gerçekleştirilir. Borsada satış için, şirket borsaya başvurur ve bu durum yönetim kurulunca kabul ve ilan edilir. Talep toplama yöntemi ise sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma ile talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama şeklinde üç başlık içerisinde incelenebilir. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde hissedar veya ihraççı tarafından sabit bir fiyat belirlenir ve satış bu fiyat üzerinden gerçekleştirilir. Fiyat teklifi alma ile talep toplamada ise ihraççı veya hissedar tarafından minimum bir fiyat belirlenerek, bunun üstündeki fiyat teklifleri değerlendirilir. Fiyat aralığı ile talep toplamada ise aralarında yüzde yirmi fark bulunan bir taban ve tavan fiyat belirlenir ve teklifler bu aralık içerisinde gerçekleştirilir. Satış işlemleri tamamlandıktan sonra aracı kuruluşlar, halka arza ilişkin satış sonuçlarını Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan ederek Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurulu'na iletirler. Şirketin hisselerinin, borsa kotunda yer alma şartlarını sağlaması sonrasında hisselerle ilgili Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yapılan duyuruyu takip eden ikinci iş gününde paylar işlem görmeye başlar. Böylelikle halka arz süreci başarıyla tamamlanmış olur.

Halka arz belli bir büyüklüğe erişmiş anonim şirketlerin gerçekleştirebileceği, faydaları ile birlikte maliyetleri de çok olan bir süreçtir. Maliyet unsurları arasında; aracı kuruluşlara ödenen ücretler, Sermaye Piyasası Kurulu'na ödenen ücretler, Borsa İstanbul'a ödenen ücretler, Merkezi Kayıt Kuruluşu'na ödenen ücretler ve bağımsız denetim kuruluşları ile bağımsız hukukçulara ödenen ücretler gibi diğer maliyet kalemleri bulunmaktadır (Borsa İstanbul, 2012: 17). Halka arz sürecindeki

aksaklıklardan ötürü halka açılmanın başarısızlıkla gerçekleşmesi durumunda bu maliyetler şirketleri zor duruma sokmaktadır.

Bennouna (2015), çalışmasında ilk halka arz başvurularının ne kadarının başarıyla gerçekleştiğini araştırmıştır. 2003 ile 2010 seneleri arasını kapsayan çalışmada, 31 ülkeden 13.751 ilk halka arz incelenmiş ve bunların %23,4'ünün gerçekleşmediği görülmüştür. İlk halka arzları en çok geri çeken ülkeler listesinde Rusya %72,7 ile birinci, İspanya %48,6 ile ikinci iken, Türkiye ise % 47,7'lik oranla üçüncü sırada gelmektedir. Listede en az ilk halka arz geri çekilmesi yaşanan ülke ise % 2,1'lik oranla Japonya'dır (Bennouna, 2015: 32). Bunda; Rusya, İspanya ve Türkiye gibi ülkelerde halka açılım sürecinin yatırımcılara yeterince şeffaf gelmemesi ve medyanın etkin kullanılamaması gösterilmiştir. Japonya'da ise sermaye piyasalarına ilk girişte çok sıkı denetim olması faktörünün, halka arza çıkan şirketlerin genellikle bu süreci başarılı tamamlamasında etkili olduğu söylenebilir. Lerner'e göre, bir firmanın ilk halka arzını geri çekmesi, firma için ciddi maliyetlere sebep olduğu kadar, gelecekte yeniden sermaye piyasalarına açıldığında yatırımcılar tarafından destek görmesini de zorlaşmaktadır (Bennouna, 2015: 5). Dunbar ve Foerster ise çalışmalarında 1980 ile 2000 seneleri arasında Amerika'da gerçekleşen 7.442 ilk halka arz ile gerçekleşemeyen 1.473 ilk halka arzı incelemişler ve süreci ilk denemede tamamlayamayan halka arzlardan sadece %9'unun sermaye piyasalarına başarılı bir dönüş yapabildiğini tespit etmişlerdir (Bennouna, 2015: 11). Ayrıca yapılan çalışmalarda, ikinci defa sermaye piyasalarına açılma denemesinde firmaların yüksek miktarda iskonto yaptıkları da gözlemlenmiştir (Dunbar ve Foerster, 2008: 633; Lian ve Wang, 2009: 378). Bu sebeple firmaların ilk halka arzlarında yatırımcılara şeffaf gözükmeleri, şirketin geleceği açısından çok önemlidir.

Black (2001) ise Akerlof'un bilgi asimetrisi ile ilgili verdiği 'kullanılmış araba' örneğinin, sermaye piyasaları için biraz daha farklı değerlendirilmesi gerektiğini söylemiştir. Kullanılmış araba pazarında, potansiyel alıcılar almak istedikleri arabayı önceden görerek inceleyebilir, test sürüşüne çıkarabilir, mekanik testlerden geçirebilirler. Fakat sermaye piyasalarına ilk defa girecek şirketlere yatırım yapmayı düşünen oyuncular için ellerindeki tek somut veri, doğrudan teyit edemeyecekleri kağıt üzerindeki şirket verileridir (Black, 2001: 786).

Çalışmanın bundan sonraki kısmında, ulusal ve uluslararası literatürdeki ilk halka arzlarda düşük fiyatlama sorunsalı ve bunun gerçekleşmesinin sebepleri anlatılacaktır.

2.2 DÜŞÜK FİYATLAMANIN TÜRKİYE'DEKİ KONUMU

İlk halka arz fiyatı ile ilk gün kapanış fiyatı arasındaki pozitif fark, literatürde ilk gün getirisi ya da düşük fiyatlama olarak adlandırılmaktadır (Ritter, 1984: 217). Oran vd.'nin (2013) çalışması, Rosenboom (2012) ile Francis vd.'nin (2000) çalışmasını dayanak alarak Borsa İstanbul'daki düşük fiyatlama düzeyini ve bunun sebeplerini araştırmıştır. Oran vd.'nin (2013) örneklemindeki 60 ilk halka arz değerlemesinde göreceli değerlendirme yaklaşımı kullanılmıştır. 56'sında indirgenmiş nakit akımlarıyla değerlendirme kullanılırken, 55'inde ise iki yöntem birlikte tercih edilmiştir. Çalışmada, ilk halka arzlarda değerinde sapma düzeyini etkileyen tutarlı bir değişken bulunamamıştır. Çalışmada iskonto oranı arttıkça, yatırımcıların çekincelerinden dolayı daha az talep gösterecekleri ve düşük fiyatlandırmayı da böylelikle azaltacakları sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu çalışmada 44 halka arzda düşük fiyatlama, 23 halka arzda ise yüksek fiyatlama tespit edilmiştir (Oran, 2013: 95). Ocak 2008 ile Temmuz 2013 arasındaki dönemde gerçekleşen 61 halka arzı inceleyen çalışmada % 8,3 düşük fiyatlama tespit edilmiştir. Düşük fiyatlandırmayı tek başına açıklayan bir model olmadığı, bir şirket için bir zaman diliminde anlamlı olan bir modelin başka bir zaman diliminde, başka bir şirket için anlamlı olmayabileceği sonucuna varılmıştır.

Küçükkocaoğlu'nun çalışmasında Türkiye'de sabit fiyatla satış modeli, son zamanlarda yaygınlığı azalmasına rağmen en çok tercih edilen metot olarak tespit edilmiştir. Çalışmada satış çeşitleri ve düşük fiyatlama, 3 başlık altında incelenmiştir. Bunlar; halka arz ile ilgili özellikler, ihraç eden şirketin özellikleri ve pazarla ilgili özelliklerdir. Fiyat teklifi alma yoluyla halka arz yönteminde % 11,47, sabit fiyatla talep toplama yönteminde ise % 7,01 düşük fiyatlama tespit edilmiştir (Küçükkocaoğlu, 2008: 179).

Kıymaz'ın (1996), Borsa İstanbul'da 1990-1995 arasında ilk halka arz edilen sınıai şirketler üzerinde yaptığı çalışmasında, ortalama ağırlıklı ilk gün getirisi %12,2 olarak bulunmuştur (Küçükçaylı, 2013: 43). Yukarıdaki araştırmayı destekler nitelikte, Durukan'ın, 1990 ve 1997 seneleri arasında Borsa İstanbul'da halka açılan 173 şirketi inceleyen çalışmasında ise % 14,61 düşük fiyatlamaya rastlanmıştır (Durukan, 2002:

25). Yine Kıymaz'ın, Borsa İstanbul'daki (BIST) 1990-1996 senelerinde gerçekleşen ilk halka arzları konu eden bir başka çalışmasında ise 163 ilk halka arz incelenmiş ve ortalama %13,6 düzeyinde düşük fiyatlama tespit edilmiştir. Buna sebep olarak ise şirket büyüklüğü, piyasanın trendi ve firma sahiplik değişkenleri gösterilmiştir (Kıymaz, 2000: 226).

Ünlü ve Ersoy'un (2008) çalışması, BIST'de 1995 ve 2008 seneleri arasında halka arz edilen 112 şirketi incelemiş ve % 6,52 düzeyinde düşük fiyatlama tespit etmiştir. Düşük fiyatlama ile birlikte, çok belirsizlik içeren, sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen ve 20 yaşından daha büyük olan firmalar kısa vadede daha iyi verim göstermişlerdir. Otlu ve Ölmez (2011) ise Ocak 2006 ile Haziran 2011 periyodunda BIST'de gerçekleşen 53 ilk halka arzı incelemişler ve piyasada % 6,99 oranında düşük fiyatlama yapıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Başpınar (2008), çalışmasında BIST'de Ocak 1993 ile Mayıs 2007 seneleri arasındaki 240 ilk halka arzı araştırmıştır. % 9,16 düzeyinde bir düşük fiyatlama tespit edilen çalışmada, hisse senetlerinin gerçeğe uygun değer üzerinden hesaplanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

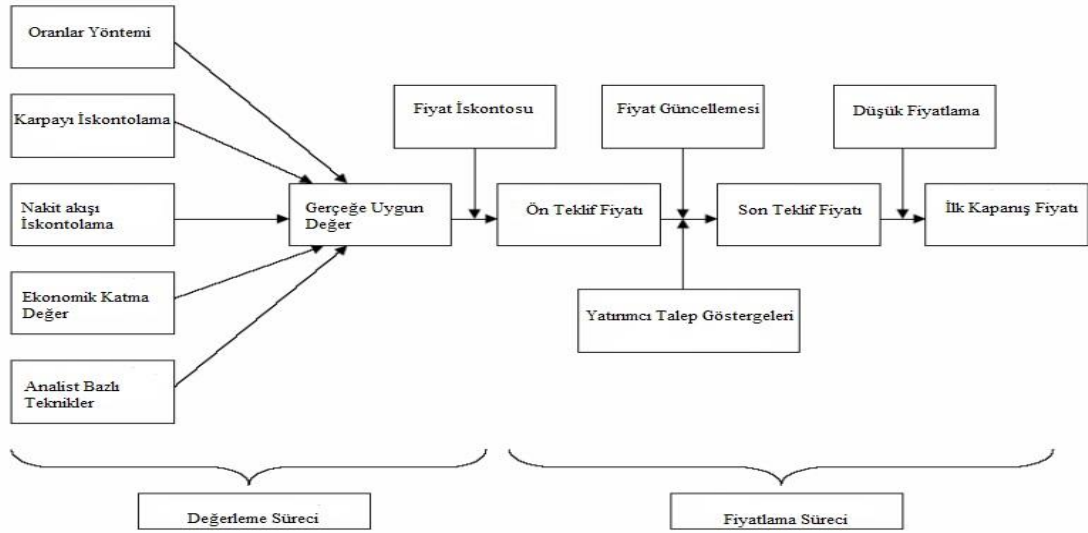
2.3 İLK HALKA ARZLARDA FİYATLAMA SÜRECİ VE DÜŞÜK FİYATLAMA

Halka arz fiyatı çok yüksek belirlenirse, şirket için avantajlı gibi görünen bu durumda, yatırımcılar hisseleri almaktan imtina edecekleri için, ilk halka arz performansının bekleneni verememesi durumu söz konusu olacaktır. Tam tersine, eğer halka arz fiyatı yatırımcıları memnun edecek şekilde çok düşük belirlenirse, bu kez de şirket halka arz gelirinin çoğundan feragat etmiş olacağından, halka arzdan vazgeçebilecektir. Bu sebepler, halka arz fiyatının doğru ve etkin belirlenmesinin, ilk halka arz sürecinde en önemli aşama olduğunu göstermektedir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009: 67).

Halka arzda fiyatlamanın her aşamasındaki muhasebe verisinin rolünü test etmek ve öz kaynakların pazar değerini hesaplayabilmek adına üç farklı fiyat kullanılır. Bunlar; ön fiyat, son teklif fiyatı, ilk piyasa fiyatı. Ön fiyat, ilk izahnamede belirlenen en yüksek ve en düşük teklif fiyatlarının orta noktasıdır. Son teklif fiyatı verilmeden, ön teklif fiyat aralığının belirlenmesi sık karşılaşılan bir durumdur. Yükleniciler genellikle potansiyel alıcılar ile iletişime geçerler, pazar talebi hakkında bilgi toplarlar ve çeşitli etkinliklerle bu talebi artırmayı amaçlarlar. Bu ek bilgi son teklif fiyatını etkiler. Son

teklif fiyatı, ön teklif fiyat aralığının içinde de dışında da kalabilir (Kim ve Ritter, 1999: 415). Hisse senedinin halka açılması ile de piyasa fiyatı belirlenmiş olur.

Şekil 1’de, ilk halka arzlarda değerlendirme ve fiyatlandırma süreci özetlenmiştir (Rosenboom, 2012: 1656). Ritter, bu alandaki ilk çalışmasında, 1977-82 seneleri arasında Amerika piyasasında gerçekleşen 1028 ilk halka arzı incelemiş ve ortalama % 16,3 seviyesinde ilk gün getirisi hesaplamıştır. Ritter, sonraki çalışmasında Amerika’da 1975-84 seneleri arasındaki 1526 halka arzı analiz etmiş ve üç anomalinin olduğu sonucuna varmıştır (Ritter, 1991: 3). Bunlar; düşük fiyatlandırma, ilk gün getirisi, ve uzun vadede aşırı fiyatlamadır.



Şekil 1: İlk Halka Arzda Değerleme ve Fiyatlandırma Süreçleri

Kaynak: Rosenboom, P. (2012). Valuing and Pricing IPO's. *Journal of Banking and Finance*, s. 1656.

Dünya geneline bakıldığında genel olarak ilk gün getirisinin varlığından söz etmek mümkündür. Tablo 1’de, 52 ülkedeki halka arzlar sonrası gözlemlenen ilk gün getirileri gösterilmektedir (Ritter, 2003: 433). Büyük bir ekonomiye sahip olup ortalama ilk gün getirisi en yüksek olan ülke % 118,4 ile Çin’dir. Tian, bu durumu Çin hükümetinin halka arzlarla ilgili düzenlemelerine bağlamıştır (Tian, 2011: 89). Rosenboom, Euronext Paris’deki 228 halka arzı analiz etmiş ve % 12,91 seviyesinde ilk gün getirisi tespit etmiştir (Rosenboom, 2012: 1658). Bu çalışmada yapılan analizde, şirket yaşı ile düşük fiyatlandırma arasında güçlü bir negatif ilişki tespit edilmiştir.

Tablo 1: 52 Ülkenin Ortalama İlk Gün Getirileri

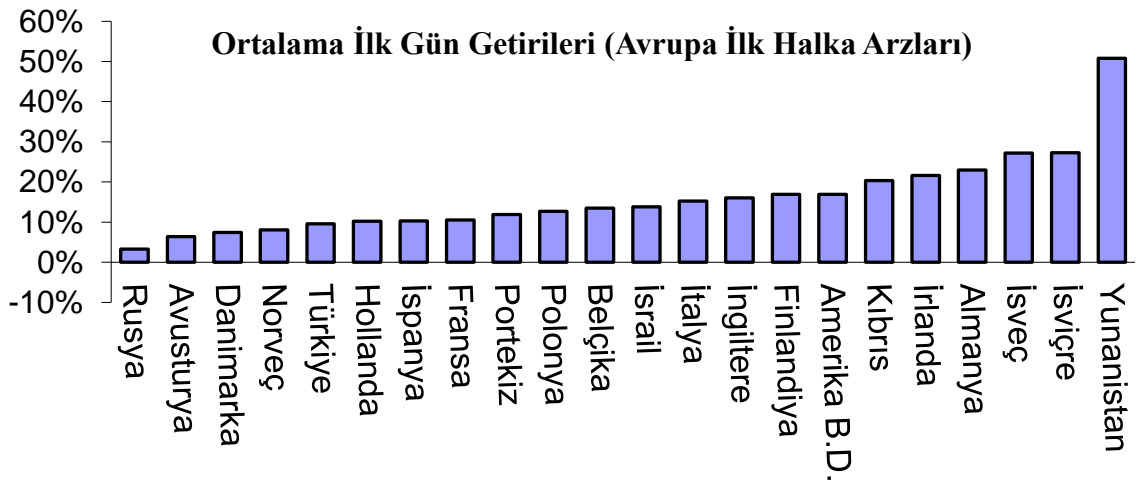
Ülke	Kaynak	Örnekl.		Ort. İlk Gün Get.
		Büy.	Zaman Aralığı	
Almanya	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	% 24,2
Amerika	Ibbotson, Sindelar ve Ritter; Ritter	12702	1960-2014	% 16,9
Arjantin	Eijgenhuijsen ve van der Valk; Dealogic	26	1991-2013	% 4,2
Avustralya	Lee, Taylor ve Walter; Woo; Pham; Ritter	1562	1976-2011	% 21,8
Avusturya	Aussenegg	103	1971-2013	% 6,4
Belçika	Rogiers, Manigart ve Ooghe; Manigart; DuMortier; Ritter	114	1984-2006	% 13,5
Brezilya	Aggarwal, Leal ve Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	% 33,1
Bulgaristan	Nikolov	9	2004-2007	% 36,5
Çin	Chen, Choi ve Jiang; Jia, Xie ve Zhang	2512	1990-2013	% 118,4
Danimarka	Jakobsen ve Sorensen; Ritter	164	1984-2011	% 7,4
Endonezya	Suherman	464	1990-2014	% 24,9
Fas	Alami Talbi; Hearn	33	2000-2011	% 33,3
Filipinler	Sullivan ve Unite; Dealogic	155	1987-2013	% 18,1
Finlandiya	Keloharju	168	1971-2013	% 16,9
Fransa	Husson ve Jacquillat; Leleux ve Muzyka; Paliard ve Belletante; Derrien ve Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	% 10,5
Güney Afrika	Page ve Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Dealogic	316	1980-2013	% 17,4
Hindistan	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2964	1990-2011	% 88,5
Hollanda	Wessels; Eijgenhuijsen ve Buijs; Ljungqvist, Jenkinson ve Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	% 10,2
Hong Kong	McGuinness; Zhao ve Wu; Ljungqvist ve Yu Fung, Gul, and Radhakrishnan; Dealogic	1486	1980-2013	% 15,8
İngiltere	Dimson; Vismara; Levis	4932	1959-2012	% 16,0
İran	Bagherzadeh	279	1991-2004	% 22,4
İrlanda	Dealogic	38	1991-2013	% 21,6
İspanya	Ansotegui ve Fabregat; Otero; Dealogic	143	1986-2013	% 10,3
İsrail	Kandel, Sarig ve Wohl; Amihud ve Hauser; Ritter	348	1990-2006	% 13,8
İsveç	Rydqvist; Schuster; de Ridder	374	1980-2011	% 27,2
İsviçre	Drobetz; Kammermann ve Walchli; Dealogic	164	1983-2013	% 27,3
İtalya	Arosio, Giudici ve Paleari; Cassia, Paleari ve Redondi; Vismara	312	1985-2013	% 15,2
Japonya	Fukuda; Dawson ve Hiraki; Hebner ve Hiraki; Hamao, Packer ve Ritter; Kaneko ve Pettway	3236	1970-2013	% 41,7
Kanada	Jog ve Riding; Jog ve Srivastava; Kryzanowski ve Rakita; Ritter	720	1971-2013	% 6,5
Kıbrıs	Gounopoulos, Nounis ve Stylianides; Chiandriotis	73	1997-2012	% 20,3
Kore	Dhatt vd.; Ihm; Choi ve Heo; Mosharian ve Ng; Cho; Joh; Dealogic, Lee	1758	1980-2014	% 58,8
Malezya	Isa; Isa ve Young; Yong; Ma; Dealogic	474	1980-2013	% 56,2
Meksika	Aggarwal vd.; Leal vd; Eijgenhuijsen & van der Valk; Villarreal	123	1987-2012	% 11,6
Morityus	Bundoo	40	1989-2005	% 15,2
Mısır	Omrans; Hearn	62	1990-2010	% 10,4
Nijerya	Ikoku; Achua; Dealogic	122	1989-2013	% 13,1
Norveç	Emilsen; Pedersen ve Sættern; Liden; Dealogic	209	1984-2013	% 8,1
Pakistan	Mumtaz	80	2000-2013	% 22,1
Polonya	Jelic ve Briston; Woloszyn	309	1991-2014	% 12,7
Portekiz	Almeida ve Duque; Dealogic	32	1992-2013	% 11,9
Rusya	Dealogic	64	1999-2013	% 3,3
Singapur	Lee, Taylor ve Walter; Dawson; Dealogic	609	1973-2013	% 25,8
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	% 33,5
Suudi Ar.	Al-Anazi, Forster ve Liu; Alqahtani	80	2003-2011	% 239,8
Şili	Aggarwal, Leal ve Hernandez; Celis ve Maturana; Dealogic	81	1982-2013	% 7,4
Tayland	Wethyavivorn vd.; Lonkani vd.; Ekkayokkaya vd.; Vithesso.	500	1987-2012	% 35,1
Tayvan	Chen; Chiang	1620	1980-2013	% 38,1
Tunus	Hearn	32	2001-2013	% 24,3
Türkiye	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkoçaoğlu; Elma	399	1990-2013	% 9,7
Ürdün	Al-Ali ve Braik	53	1999-2008	% 149,0

Ülke	Kaynak	Örnekl. Büy.	Zaman Aralığı	Ort. İlk Gün Get.
Yeni Zelanda	Vos ve Cheung; Camp ve Munro; Alqahtani; Dealogic	242	1979-2013	%18,6
Yunanistan	Nounis vd.; Thomadakis, Gounopoulos ve Nounis	373	1976-2013	%50,8

Kaynak: Ritter, J., Differences between European and American IPO Markets, European Financial Management, 2003, s. 433. (2015 yılında veriler adı geçen yazar tarafından güncellenmiştir.)

Literatüre bakıldığında ilk halka arzlar ile ilgili değerlendirme çalışmalarında, aracı kurumlardan alınan fiyat tespit raporlarının baz alındığı görülmektedir. Oran'ın çalışmasında analiz ettiği örneklemin % 97,10'u aracı kurumlar tarafından göreceli değerlendirme yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir (Oran vd., 2013: 85). Aracı kurumlar tarafından en çok tercih edilen ikinci metod ise, % 88,41'lik oranla indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Net Aktif değer yöntemi % 14,49'luk kullanma sıklığı ile son sıradadır. Rosenboom'un Fransa'da yaptığı çalışmada ise kullanma sıklığı göreceli yöntemler için % 87,28, indirgenmiş nakit akımları için ise %59,21 bulunmuştur (Rosenboom, 2012: 1657).

Ritter (2015), Avrupa piyasalarındaki ilk halka arzlarda yapılan çalışmalar sonucu elde edilen ortalama ilk gün verilerini Şekil 2'deki gibi özetlemiştir. Yunanistan % 50,80 ile en çok düşük fiyatlama yapılan Avrupa ülkesi olarak göze çarpmaktadır. Yunanistan'ı % 27,30 ile İsviçre, ve % 27,20 ile İsveç takip etmektedir.



Şekil 2: Avrupa İlk Halka Arzları'nın Ortalama İlk Gün Getirileri

Kaynak: Ritter, J., 2015 Update of Graph Average First-Day Returns, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/12/IPOs-International-Underpricing.pptx> (23.02.2017).

Türkiye ise bu çalışmada % 9,60 oranında düşük fiyatlama ile Avrupa Ülkeleri arasında 16. sıradadır. Oran vd. ise çalışmasında 2008-2013 seneleri arasındaki 61 ilk halka arzı analiz etmiş ve bu örneklem için % 8,3 seviyesinde düşük fiyatlama tespit etmiştir (Oran vd., 2013: 88). Düşük fiyatlandırmanın mevcudiyeti, ilk halka arzlarda değerlemenin önemini bir kere daha artırmaktadır.

İzahnamelerden elde edilen bilgi ve finansal rasyoların, nihai halka arz fiyatı üzerindeki etkisi önceki çalışmalarda araştırılmıştır. Kim vd. (1995), halka arz teklif fiyatının; izahnamedeki hisse başı kazanç, teklif büyüklüğü, sektör tahminleri ve teklif şekli gibi değişkenlerden önemli derecede etkilendiğini saptamıştır. Klein (1996) da, izahname ile ilgili değişkenlerin öneminden bahsetmiş ve muhasebe bilgisinin halka arzlari fiyatlamada kilit bir role sahip olduğu sonucuna varmıştır. Kim ve Ritter (1999) ise, göreceli değerlemede muhasebe değişkenlerinin, düzeltme ve ekleme yapılmadan tek başına çok fazla etkisinin olmadığını, bir sonraki sene için tahmin edilen kazançlar ile birlikte kullanıldığında ise halka arz fiyatını değerlemede daha etkin olduklarını tespit etmişlerdir.

Ross'un (1977) Sinyal Modeli'ne göre, artan borç miktarı bir şirketin pozitif nakit akışı üretebilme becerisinin sinyalini verebilir. Etkin bir bankacılık denetiminin olduğu varsayılırsa ihtiyatlı bankaların, sadece faiz yükümlülüklerinden daha fazlasını ödeyebilecek şirketlere kredi verecekleri düşünülebilir. Teorik olarak, daha çok bankacının bir şirketi finanse etmesi, borç alan şirketin, sektör ortalamasının daha üzerinde gelir akışlarına sahip olma şansını artırmaktadır. Firmanın büyüklüğü de çıkarıcının, listeleme öncesindeki toplam varlık tabanı göze alınarak belirlenmektedir.

Düşük fiyatlamayı açıklayan, en çok bilinen asimetrik bilgi teorilerinden bir diğeri de, Rock'ın 'kazanmanın laneti' teorisi. Bu teoride, bazı yatırımcıların halka açılacak şirket hakkında daha çok bilgi sahibi olduğu ve dağıtılan hisselerin değerini daha net bildiği savunulmuştur (Rock, 1986: 187). Ayrıca bilgili yatırımcıların sadece yükselmesi muhtemel halka arzlara ilgi göstermelerine karşın, bilgisiz yatırımcıların rastgele seçim yaptığı söylenmiştir. Sonuç olarak, kazanmanın laneti teorisi, bilgisiz yatırımcıların yükselme ihtimali düşük olan ilk halka arza istedikleri kadar yatırım yapabilirlerken, yükselme ihtimali daha yüksek olan bir halka arzda ise ancak bilgili yatırımcılardan arta kalanları alabildiklerini savunmaktadır. Finansal bilgi, hisseye özel durumlar, pazara özel veri, tüm yatırımcılara açık bilgi havuzunu teşkil etmektedir.

Grammenos ve Papapostolou (2012), yaptıkları çalışmada Rock'ın teorisinin Amerika nakliye piyasasını açıklamadığını ve yatırımcı duygusu ile pazar koşullarının halka arzlarda hesaba katılması gerektiğini belirtmişlerdir.

Zheng vd. (2005), halka arz öncesi hisse sayısı ve düşük fiyatlama arasında pozitif ilişkiyi destekleyen sonuçlar bulmuştur. Bu çalışmaya göre, halka arz öncesi çok hisse olması, şeffaflığı azaltmakta ve sonuç olarak da hisse sahipleri likiditeyi artırmak için düşük fiyatlamaya daha çok başvurumaktadırlar. Ek olarak, bu artan oranda düşük fiyatlamanın, Leland ve Pyle'in asimetrik bilgi modelinden kaynaklandığı da söylenebilir. Leland ve Pyle'in (1977) sinyal teorisi, öz sermayenin şirketin gerçek sahiplerinde olması durumunun, firmanın sağlığı ile pozitif yönde ilişkili olduğunu söylemektedir. Leland ve Pyle'a göre şirketler, sermayelerinin küçük bir kısmını halka açarak, aslında yatırımcılara şirketlerinin çok daha değerli olduğu ve yükseleceği imajını düşük fiyatlama kullanarak verebilirler.

Borcu büyük olan şirketlerde düşük fiyatlamaya daha çok rastlanmaktadır. Düşük fiyatlamayı etkileyen diğer değişken ise pazar getirisidir. Derrien ve Womack'ın (2003) çalışması, halka arz gerçekleşmeden önceki 'pazar getirisi' ve 'pazar volatilitesi'nin, düşük fiyatlamayı ve düşük fiyatlamanın varyansını tahmin edebileceğini göstermiştir. Yine aynı çalışmada halka arzdan önceki 3 ayın pazar fiyat momentumunun, Fransa'daki halka arzların düşük fiyatlamasını açıklayıcı olduğu yönünde geniş bilgi verilmiştir.

Schenone (2004), halka arz sürecinde yüklenici rolü üstlenecek bankalarla daha önceden oturmuş bir ilişkiye sahip olan şirketlerin, buna sahip olmayan şirketlerinkine kıyasla daha az düşük fiyatlamaya maruz kaldığını söylemiş, buna sebep olarak da bu bankaların halka arz firmalarına göre daha az bilgi asimetrisi yaşadıklarını söylemiştir. Ayrıca kredi pazarı büyümesinin, firmalar arasındaki bilgi asimetrisini azaltması yoluyla, halka arzdaki düşük fiyatlamayı azaltabileceğini de belirtmiştir.

En çok akademik altyapısı olan ve bilimsel kabul edilen model iskonto edilmiş nakit akışları modelidir (Fernandez, 2015: 8). Gelecek nakit akışları ve iskonto faktörü doğru tahmin edildiğinde, en doğru sonuçları bu model vermektedir. İzahnamelerdeki tarihi kazançlar tüm pazar katılımcılarına açık olmakla birlikte, analistler çoğunlukla kazanç tahminlerini değerlemelerinde kullanarak fiyatlandırma yapmayı tercih ederler.

2.4 DÜŞÜK FİYATLAMA İLE İLGİLİ LİTERATÜR

İlk halka arzlarda düşük fiyatlamayı etkileyen faktörler olarak; önceden tahmin edilebilen belirsizlik, bilgi asimetrisi, şirket büyüklüğü, finansal performans, borç oranı, büyüme potansiyeli ve halka arz edilen firmanın yaşı gösterilebilir. Bu değişkenler sıklıkla ilk halka arzlar üzerine yapılan çalışmalarda kullanılmıştır (Ritter, 1984: 215; Rock, 1986: 187; Allen ve Faulhaber, 1989: 303; Welch, 1989: 421; Mok ve Hui, 1998: 453; Arugaslan vd., 2004: 2403; Chen vd., 2004: 283; Ma, 2007: 271; Tian, 2011: 78; Kurtaran, 2013: 185). Bilgi asimetrisi ile ilgili olup da firma karakteristiği ile ilgili olmayan diğer değişkenler ise halka arzda kullanılan deneticinin ve yüklenicinin kalitesidir. Halka arz edilen firmada yüksek bilgi asimetrisinin olduğu durumlar, ciddi anlamda halka arz düşük fiyatlamasına sebebiyet verebilir. Yapılan diğer çalışmalar ise düşük fiyatlama performansını ölçmek için yukarıdaki değişkenlere ek olarak; halka arz ile ilgili analist skorunu (Cliff ve Denis, 2004: 2871; Das vd., 2006: 1159), yapılan bağımsız derecelendirme raporunu (Deb ve Marisetty, 2010: 2011) analist yorumlarının sayısını (Chemmanur, 1993: 285; Rajan ve Servaes, 1997: 507; Aggarwal vd., 2002: 105; Bradley vd., 2008: 101), analist yorumlarındaki farklılığı (Bowen vd., 2008: 657) ve analistlerin yatırım bankaları ile olan yakınlık derecelerini de (Michaely ve Womack, 1999: 653; Degeorge vd., 2007: 1021) bağımsız değişken olarak kullanmışlardır.

Womack (1996) çalışmasında, genellikle analistlerin bilgilere erişim kolaylıklarından dolayı, yeni hisseler hakkında detaylı bilgiye sahip olma avantajına sahip olduklarını belirtmiştir. Bu durum da, ilk halka arzlarda bilgi asimetrisi olduğu tezini desteklemektedir. Çoğu analist, aracılık konsorsiyumlarında sıklıkla karşılaşılan büyük yatırım bankalarıyla iletişim içerisinde. Das vd.'nin (2006) çalışması ise analistlerin yorumlarının bilgi asimetrisini azaltmada etkili olduğunu ve böylelikle de bir kalite göstergesi işlevi gördüğünü ortaya koymuştur.

Chemmanur (1993), Rajan ve Servaes (1997), Aggarwal vd. (2002) ve Bradley vd. (2008), çalışmalarında analist yorumlarının ilk gün getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu çalışmalar, herhangi bir halka arz ile ilgilenen analist sayısının düşük fiyatlama ile pozitif ilişkilendirilebileceğini tespit etmiştir. Önceki çalışmalar da, daha fazla analist yorumunun bilgi ağını artırdığını göstermiştir. Bilgi ağının artması da, yanlış fiyatlamayı azaltan bir diğer faktördür. Bir halka arzı takip eden analistlerin toplam sayısının, analistlerin o halka arz ile ilgili büyüme beklentileri ile de ilişkili

olduğu sonucuna varan çalışmalar olmuştur (Das vd., 2006: 1159). Bowen vd. (2008) ise daha fazla analist yorumunun daha az sermaye harcaması ve daha az düşük fiyatlama olarak geri döneceğini tespit etmiştir. Daha çok analist tarafından yorumlanan halka arzlar, yatırımcı açısından daha şeffaf hale gelmekte ve bu da yatırımcılar arasındaki farklılaşmayı azaltarak bilgi asimetrisini küçültmektedir.

Halka arz değerlendirme raporlarını çıkarma aşamasında, büyük yatırım bankaları ile ilişkili olan ve olmayan tüm analistler birbirleriyle rekabet halindedirler. İlişkili olmayan analistler, talep sürecindeki raporlarını gönüllü bir şekilde teklif ederler. Bowen vd. (2008) çalışmasında, analist yorumlarının farklılığı ile bilgi asimetrisi arasında bir ilişki kurmuş ve daha az yorum farklılığı olan firmalarda, daha az bilgi asimetrisinin yaşandığı sonucuna varmışlardır.

İlk halka arz sürecinde analist yorumunun etkisini gösteren en önemli değişkenlerden birisi de analistin ana yüklenici veya yatırım bankaları sendikasyndaki herhangi bir üyeye olan yakınlığıdır. Yapılan çalışmalar, var olan bu yakınlıkta analistin, halka arz şirketi hakkında geniş bir bilgi ağına sahip olmasının etkili olduğunu göstermektedir. DeGeorge vd. (2007) çalışmasında, yatırım bankaları ile ilişkili olan analistlerin yorumlarının ön talep toplama yöntemi ile çıkan hisselerde, açık artırma yöntemine göre çıkarılan hisselerle nazaran daha çok bilgi içerdiğini tespit etmiştir. Ayrıca ilişkili analistlerin, ön talep toplama metodu ile yeni çıkmış ama kötü bir ikincil pazar performansı sergilemiş olan halka arzlar için, periyodik olarak pozitif yorum da yaptıklarını belirtmiştir. Michaely ve Womack (1999), halka arz şirketinin ana yüklenicisi veya diğer yatırım bankaları ile ilişkili analistlerin, olmayanlara nazaran ilk halka arz şirketi hakkında daha pozitif davrandıklarını belgelemiştir.

Mok ve Hui (1998), Yu ve Tse (2006) ise çalışmalarında yüksek teklif değerine sahip firmalara nazaran küçük firmalarda, düşük fiyatlamanın daha ciddi boyutlarda olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, daha küçük olan hisselerin daha büyük olan hisselerle kıyasla daha spekülâtif olduğu ve böylelikle de daha çok düşük fiyatlama doğurduğu üzerine yapılan çalışmalar bulunmaktadır (Beatty ve Ritter, 1986: 213). Teklif fiyatı ve halka arz şirketinin yaşı genellikle halka arzlar için bir risk göstergesi olarak kullanılır (Ritter, 1984: 215; Carter vd., 1998: 285).

İlk halka arz çalışmalarında yaş değişkeni, firmanın kurulduğu ile firmanın halka açıldığı sene arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Ritter (1991), firma yaşı ile düşük

fiyatlamamın ters orantılı olduğunu belirtmektedir. Bununla birlikte Suchard ve Singh (2007) ise düşük fiyatlama ile firma yaşı arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğunu tespit etmiştir.

Finans literatüründe risk sermayesine katılım oranının halka arz performansına etkisi; düşük fiyatlama, pazar sonrası fiyat performansı ve pazar sonrası faaliyet performansı gibi parametreler üzerinden incelenmiştir (Megginson ve Weiss, 1991: 879; Jain ve Kini, 1994: 1699; Brav ve Gompers, 1997: 1791). Megginson ve Weiss (1991) çalışmalarında, risk sermayeli ilk halka arzların daha az düşük fiyatlamaya maruz kaldıklarını belirtmişler, bunu da yatırımcıların risk sermayesine katılım durumlarını, halka arz için bir kalite ve finansal kapasite göstergesi olarak yorumlamalarına bağlamışlardır. Daha sonra yapılan başka bir çalışmada ise, risk sermayesine katılım durumunun teklif sırasındaki belirsizliği azalttığı, sonuç olarak da düşük fiyatlamayı negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir (Belghitar ve Dixon, 2012: 33).

Loughran ve Ritter (2002) ile Kim ve Pukthuanthong-Le'nin (2008) beklenti teorisine göre yüksek borç, yüksek risk ve belirsizlik ile ilişkilendirilebilir. Bu yüzden de, büyük bir halka arz iskontosu yatırımcıları cezbedebilir. Bulgular, hisse senedi ihraç eden firmaların bilinçli bir şekilde halka arzlarını düşük fiyatlayarak daha geniş bir yatırımcı kitlesine hitap etme ve fiyat momentumu yaratma amacını güttüklerini göstermektedir (Aggarwal vd., 2002: 105). Aşağıda düşük fiyatlamayı etkileyen faktörler on başlık altında incelenmiştir.

2.4.1 Şirket Yaşı İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Kim ve Ritter'in (1999) çalışmasında, fiyat/kazanç oranları ile beraber projeksiyonu yapılmış kazançlar (forecasted earnings) kullanıldığı takdirde, daha etkin bir değerlendirme yapılabileceği söylenmektedir. Yeni kurulduğu için gelecekteki nakit akışları tahmin edilmesi güç olan firmalarda, sadece iskonto edilmiş nakit akışları yönteminin kullanılması yerine, bu modele ek olarak çarpanlar sisteminin de kullanılmasının daha etkin değerlendirme sonuçları verebileceği öngörülmüştür. Yine de sadece fiyat/kazanç oranları kullanılarak yapılan değerlemelerin birbirinden çok farklı çıktığı görülmektedir. Bunun sebebi olarak ise bu oranların aynı endüstri içinde bile çok farklılık göstermesi söylenebilir. Fakat bu oranlara tahmin edilen kazançlar eklendiğinde değerlemenin daha sağlıklı olduğu görülmektedir.

Kim ve Ritter'ın (1999) çalışmasındaki varsayım, kuruluşunun üzerinden uzun süre geçmiş olan firmaların daha etkin değerlendirildiği üzerinedir. Bu varsayımla uyumlu olarak, 10 yaşından küçük firmalar için ortalama mutlak değişken hatası % 31,9 iken, daha önce kurulmuş olan firmalarda bu oran % 23'e kadar düşmektedir. Buradan hareketle, değerlendirme doğruluğunun yaşlı şirketler için genç şirketlere oranla daha net olacağı söylenebilir.

Beatty ve Ritter (1986), küçük hisselerin manipülasyonunun daha kolay olduğunu ifade etmişlerdir. Böyle şirketler, yatırımcı riskini telafi edebilmek adına daha yüksek oranda iskonto kullanmalıdırlar. Ritter (1984), bir şirketin kurulumunun üzerinden ne kadar çok süre geçerse, yatırımcıların o kadar çok bilgi edineceğini ve değerlemenin de bir o kadar etkin olacağını savunmuştur.

2.4.2 Bilgi Asimetrisi ve Kültürel Uzaklık İle Düşük Fiyatlamaya Arasındaki İlişki

Düşük fiyatlamaya neden meydana geldiğine yönelik birçok teori olmakla beraber, bunların arasında en çok kabul edileni asimetrik bilgidir. Zhu ve Cai'nin (2015a) çalışmasında asimetrik bilgi teorisi, Amerika'da 1980-2012 yılları arasında 503 yabancı şirketin gerçekleştirdiği ilk halka arzlar üzerinden incelenmiştir. Bir şirket, yabancı bir ülkede halka arz gerçekleştirdiğinde; muhasebe standartları, şeffaflık, kültür, dil, hukuki prosedürler gibi birçok alanda farklı uygulamalar söz konusu olduğu için, yatırımcılar için bilgi asimetrisi artmaktadır.

Önceki literatür, uluslararası halka arz düşük fiyatlaması durumunu, uygulama öncesi belirsizlik (Engelen ve van Essen, 2010: 1958) ve yönetsel kontrol teorisi (Brennan ve Franks, 1997: 391) yardımıyla açıklamaktayken, Zhu ve Cai (2015a) ise kültürel uzaklığı, bilgi asimetrisini açıklamak için bir araç olarak kullanmışlardır.

Birbirlerine yakın olmayan kültürlerden insanların, bir diğerini tanıması ve güvenmesi belli bir zaman almaktadır. Ayrıca, kültürel farklılıklar bilgi toplamanın maliyetini artırmaktadır (Giannetti ve Yafeh, 2012: 365). Bu yüzden dolayı, çok farklı kültürel özelliklere sahip ülkelerin halka arzları, Amerikalı yatırımcılar tarafından riskli görülmektedir. Bu yükselen risk de, belirsizliği artırdığı için, düşük fiyatlamayı körüklemektedir. Bu açıdan bakıldığında, Japon firmalarının Amerika'daki halka arzlarının, en fazla düşük fiyatlamaya maruz kaldığı daha rahat anlaşılabilir. Bir diğer durum ise önceden kendi ülkesinde halka arz gerçekleştirmiş olan yabancı şirketlerin,

başka bir ülkede daha ilk halka arzı tercih etmesi durumunda, düşük fiyatlamamanın azalması gerçektir (Zhu ve Cai, 2015a: 99).

Engelen ve van Essen'e göre (2010), bir ülkenin hukuki altyapısı, düşük fiyatlamayı ciddi oranda düşürmektedir. Bunun tam tersi olarak ise, Boulton (2010) kurumsal finansmanın gelişmiş olduğu ülkelerde düşük fiyatlamamanın daha yüksek olduğunu söylemektedir. Genel olarak bakıldığında ise, ülkeye özgü farklılıkların uluslararası düşük fiyatlamayı açıklamada bir gösterge olarak kullanılabilmesi ortaya çıkmaktadır.

Zhu ve Cai'nin örneğinde, bazı yabancı firmalar kendi ülke piyasalarını es geçerek, sadece Amerika'da halka arz gerçekleştirmişlerdir. Bazı firmalar ise önce kendi ülkelerinde halka açılmış, Amerika'daki sermaye piyasalarına ise sonradan girmişlerdir. İkinci örnekteki firmaların önceden kendi ülkelerinde ilk halka arzı gerçekleştirmiş olmalarının, bilgi asimetrisini azalttığı ve düşük fiyatlamayı daha küçük oranlara çektiği gözlemlenmiştir (Zhu ve Cai, 2015a: 99).

2007 yılındaki finansal krizden sonra yabancı arzlarda dramatik bir azalış gözlemlenmiştir. Bu durumun yabancı halka arzlarda olduğu kadar, Türkiye sermaye piyasaları için de geçerli olduğu söylenebilir. Türkiye'de; finans, yatırım ortaklıkları ve holdingler dışında yapılan ilk halka arz rakamları 2007 yılında birdir. 2008 ve 2009 yıllarında ise bu kriterler dahilinde ilk halka arz gerçekleşmemiştir.

Amerikan yatırımcı karakteristiğini daha iyi çözümleyebilmek adına Hofstede (2001), IBM işçileri üzerinde yaptığı bir ankette ulusal kültürü 4 boyutta incelemiştir. Bunlar; belirsizlikten kaçınma, bireysellik, maskülenlik ve güç mesafesidir. Çalışmanın sonunda ise diğer ülkelerle kıyaslandığı zaman Amerika'nın risk seven, bireyselliği ön planda tutan, maskülen ve bireyler arasında eşitliğe önem veren bir ülke olduğu tespit edilmiştir. Hofstede (2017), daha sonra bu çalışmasına uzun dönem oryantasyonu ve kültürel baskı/rahatlık boyutlarını da ekleyerek, ulusal kültürü açıklayan değişkenleri 6 başlık altında incelemiştir. Türkiye'deki bireylerin hiyerarşiye önem veren, bireysellik yerine bir grupta yer almayı yeğleyen, belirsizlikten kaçınan, uzun dönemi çok önemsemeyen, Amerika gibi ülkelerdekine kıyasla daha örf ve adetlerine bağlı yaşayan bireyler olduğunu tespit etmiştir. Bu ulusal görüntünün, yatırımcı davranışlarına yansması kuşkusuzdur.

Boulton vd. (2010), Engelen ve van Essen (2010) ise çalışmalarında, ülkeye has değişkenlerin halka arzların düşük fiyatlamasında çok büyük bir etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir. Yabancı halka arzların düşük fiyatlanmasındaki kültürel uzaklık etkisini ortaya çıkarmak için ülkeye özgü yönetsel karakteristiklerin veya yönetim kalitesi değişkenlerinin de hesaba katılması gerekmektedir.

Fenn (2000), Baker vd. (2002), Ball vd. (2013) gibi önceki çalışmalar, yabancı şirketlerin bilgi şeffaflığının, Amerikalı yatırımcıların güvenlerini artırdığını belirtmektedirler. Amerika'da halka arz edilmeden evvel, kendi ülke piyasasında ilk halka arz gerçekleştirmiş şirketler, Amerikalı yatırımcılara daha çok bilgi sunmakta, böylelikle de halka arzların düşük fiyatlanmasındaki kültürel farklılık etkisini azaltmaktadırlar. Orijin ülkede halka arz yapılması sonrasında, diğer ülkelerde gerçekleşecek halka arzların düşük fiyatlama maliyeti üzerindeki kültürel uzaklık etkisinin azalması, Ball'un (2013) çalışmasıyla da desteklenmiştir. Farklı pazarlarda hisselerin satılması, Amerikalı yatırımcılar için yabancı şirketlerin bilgi şeffaflığını artırmakta, böylelikle de Amerikalı yatırımcılar ve yabancı şirketler arasındaki yapısal bilgi asimetrisi azalmaktadır.

Zhu ve Cai'nin (2015a) çalışmasında, Amerika piyasasında gerçekleşen yabancı halka arzlardaki düşük fiyatlamanın, kültürel uzaklık ile ilişkisi ölçülmüştür. Kültürel uzaklığın standart sapmasındaki 1 birimlik artışın, yabancı halka arzların düşük fiyatlamasını % 12,4'lük artışla etkilediği bulunmuştur. Bu sonuç da, yabancı halka arz düşük fiyatlaması ile Amerika ve orijin ülkedeki yatırımcılar arasında pozitif yönde bir ilişki olduğunu göstermektedir. Sonuçlar, riskten kaçınan yatırımcıların, farklı risk algısına sahip yabancı ülkelerin halka arzları söz konusu olduğunda daha çok getiri talep ettiklerini göstermektedir.

2.4.3 Sıcak İlk Halka Arz Piyasaları ve Yatırımcı Duygusu İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Ibbotson ve Jaffe (1975) sıcak hisse senedi bulmacasını, sürekli iniş ve çıkışların yaşandığı halka arz piyasalarında, ortalama ilk gün getirilerinin fazla olduğu dönemler olarak açıklamıştır. Ritter (1984), sıcak hisse senedi piyasası durumunun devam ettiğini çalışmasında belirterek Ibbotson ve Jaffe'yi desteklemiştir.

Finans literatüründeki önceki çalışmalar, sıcak ve soğuk piyasaları aylık halka arz hacimlerine göre tanımlamıştır (Bayless ve Chapinsky, 1996: 253; Helwege ve Liang, 2004: 541; Alti, 2006: 1681). Helwege (2004) ve Liang'ın (2006) çalışmaları sıcak ve soğuk ayları tanımlayabilmek için, her ayda gerçekleşen ilk halka arzlar göre şekillenen, 3 aylık hareketli ortalama kullanılarak, mevsimsel değişkenlik minimuma indirgemişlerdir.

Derrien'e (2005) göre, teklifin olduğu anda pazar duygusu yukarı yönlü ise, yüklenici, halka arz fiyatını bu duyguyu yansıtacak şekilde belirler. Bununla birlikte, yukarı yönlü duygudan dolayı yüksek talep pozitif ilk gün getirilerinin oluşmasını sağlar. Benzer şekilde, piyasanın yukarı yönlü olduğu durumlarda yapılan ilk halka arzların, piyasanın nötr veya aşağı yönlü olduğu zamanlarda yapılanlara kıyasla, yüksek taleple karşılaştığı ve bu yüzden de bu değişkenin ilk gün getirileri ile pozitif ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir.

Grammenos ve Papapostolou (2012) çalışmalarında, Amerika'daki nakliye halka arzlarını incelemiş ve bunların % 84,3'ünün sıcak halka arz pazarlarında yer aldığı sonucuna ulaşmışlardır. Yine aynı çalışmada düşük fiyatlanan halka arzların % 96,3'ünün sıcak halka arz pazarlarında yer aldığı, yüksek fiyatlananlarda ise bu oranın % 70,8'e düştüğü gözlemlenmiştir. Hisse senetleri piyasası yatırımcı duygusuna bakıldığında ise nakliye şirketleri, halka arz öncesi 60 günlük S&P500 kümülatif getirisi ortalama % 5,3 olduğunda hisse senetleri piyasasına girmişlerdir. Düşük fiyatlanmış hisselerle sahip şirketler ortalama kümülatif getiri % 8,6 olduğunda, yüksek fiyatlanmış şirketler ise kümülatif getiri % 1,7 olduğunda hisse senetleri piyasasına girmişlerdir. Buradan hareketle, düşük fiyatlanmış hisselerin, yatırımcı duygusunun yukarı yönlü olduğu zamanlarda, yüksek fiyatlanmış senetlere göre daha çok piyasaya girdiği söylenebilir (Grammenos ve Papapostolou, 2012: 276). Halka arz pazarının durumu ve hisse senetleri piyasasının duygusu, düşük fiyatlama ihtimali ile pozitif ilişkilidir.

Yüksek pazar trendi durumunda, halka arz sayısı ve ilk gün getirilerinin pozitif olarak ilişkilendirilebileceğini söyleyen "Pazar Duygusu Hipotezi"yle (market sentiment hypothesis) uygun olacak şekilde (Lucas ve McDonald, 1990: 1019; Choe vd., 1993: 3; Loughran ve Ritter, 2002: 413; Dorn, 2009: 85; Lowry vd., 2010: 425), Çin'de 2007 yılındaki yükseliş periyotunda daha çok halka arz olmuşken, 2003 ve 2005 gibi düşüş periyotlarında ise daha az halka arz gerçekleşmiştir. Buna uygun olarak da,

yıllık ortalama getiri önemli derecede değişmektedir. Örneğin, 2007 yılındaki kriz öncesi yükseliş trendinde en yüksek yıllık ortalama getiri % 201,55'leri bulmuştur. Diğer taraftan, düşüş trendine denk gelen 2005 yılında ise en düşük yıllık ortalama getiri % 46,73'lere kadar gerilemiştir. Buna rağmen bu düşük rakam, aynı periyottaki dünyanın birçok ülkesi ile karşılaştırıldığında yine de yüksek kalmaktadır. Çin'deki halka arz iskontolarında son yıllarda düşen bir trend gözlemlenmektedir. Bu durum da kredi pazarının zamanla gelişmesi ile halka arz düşük fiyatlamasının da azalacağı yönündeki hipotezle uyumludur (Chen vd., 2015: 150).

2.4.4 Halka Açılma Oranı İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

İlk halka arz değerlendirme sürecinde, halka açılma oranı ve tahmin edilen kazançların hayati bir rolü vardır (Clarkson vd., 1992: 601; Firth, 1998: 29; Li ve McConomy, 2004: 1). Bunlara ek olarak diğer bir önemli sinyal ise düşük fiyatlama oranıdır. Yapılan çalışmalarda, halka arz düşük fiyatlaması ile ilk firma değeri arasında pozitif ilişki bulunmuştur (Allen ve Faulhaber, 1989: 303; Grinblatt ve Hwang, 1989: 393; Welch, 1989: 421). Basit ifadelerle söylemek gerekirse, bir halka arz yatırımcısı için değerlendirme meselesi, hisse başına defter değerini gösteren hisse fiyatında saklıdır.

Halka arz değerlendirme ile ilgili ampirik literatüre bakıldığında, alıkonan hisse yüzdesi (α) önemli bir rol oynamaktadır. α ile firma değeri ilişkisi Leland ve Pyle'in (1977) çalışmasında incelenmiştir. Bu çalışmada yüksek miktarda α 'sı olan yatırımcılar, dağıtmadıkları ek riskten dolayı, daha çok maliyete katlanmak zorunda kaldıkları gözlemlenmiştir. Geleneksel maliyet-kar analizine göre gelecekte elde edilmesi düşünülen karların, maliyetten daha fazla olması gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında, halka açılma öncesi yüksek miktarda hissesi olan hisse sahiplerinin varlığı, gelecekte şirketle ilgili yükselecek olan gelir akışlarını göstererek, pazarlayacakları şirketlerin değerlemesini artırmaktadır. α ile ilk firma değeri arasındaki güçlü pozitif ilişkinin varlığı, Downes ve Heinkel (1982), Ritter (1984), Clarkson vd. (1992), Howe ve Low (1993), Keasey ve Short (1997) gibi çalışmalarda da, tıpkı Leland ve Pyle'in (1977) çalışmasındaki gibi alıkonma oranının önemine işaret etmektedir (Keasey ve McGuinness, 2008: 642).

2.4.5 Kamu İlk Halka Arzlarında Düşük Fiyatlama

İlk halka arzlarda düşük fiyatlama literatürü çok geniş olmakla birlikte, iki önemli mesele belirsizliğini korumaktadır. Bunlardan birincisi, özel şirketlerin mi yoksa kamu şirketlerinin mi daha çok düşük fiyatlama maruz kalıp kalmadığıdır. Teorik olarak, devlet şirketleri daha ciddi düşük fiyatlama yapmaktadır. Faaliyetlerini sürekli devam ettiren özel şirket halka arzlarının aksine, devlet halka arzları sahiplik ve yönetim olarak çok temel değişiklikleri içlerinde barındırmaktadır. Risk ve belirsizliklerle dolu halka açılma sürecinin sonrasında yüksek oranda halka arz düşük fiyatlaması yaşanmaktadır. Buna ek olarak, Jones vd. (1999) ise devlet halka arzlarının politik ve ekonomik kaygılarla, getiriyi fazla düşünmeden, daha çok düşük fiyatlama gittiğini söylemektedir. Özel şirketlerin bu kadar düşük fiyatlama yapma ihtiyaçları olmadığı gibi, halka arz sonrası elde edilecek getiri miktarı da firmalar için hayati derecede önem taşımaktadır.

Dewenter ve Malatesta (1997) devlet ve özel sektör halka arzlarını karşılaştırırken, örnekleminin küçük olmasından kaynaklanabilecek farklı sonuçlar elde etmiştir. 8 ülkenin 90 halka arzını inceleyen çalışmadaki halka arzlardan, 38'i İngiltere'de, diğer 52'si ise Kanada, Fransa, Moğolistan, Japonya, Malezya, Polonya ve Tayland'da gerçekleşmiştir. Dewenter ve Malatesta (1997)'nin açıklamasına göre, az gelişmiş sermaye piyasalarının olduğu yerlerdeki hükümetler, daha geniş bir kitleye açılabilme kaygısıyla daha fazla düşük fiyatlama yapmaktadırlar. Bu derece düşük fiyatlama yapılması, aynı zamanda az gelişmiş piyasalardaki halka arzların gerçek değeri hakkındaki belirsizliklerden de kaynaklanabilmektedir.

Çin'deki farklı tipteki devlet mülkiyetleri, şirketlerin düşük fiyatlamasını olduğu kadar, kurumsal yönetim ve temettü dağıtım politikalarını da etkilemektedir (Chen vd., 2009: 171; Huang vd., 2011: 122). Mahalli mülkiyetliler; kazançları yönetmeye (Chen vd., 2008: 268), azınlık yatırımcılarının istekleri ile ters düşecek işlemler yapmaya (Cheung vd., 2010: 669; Jiang vd., 2010: 1) ve kötü bir finansal tabloya sahip olmaya (Chen vd., 2009: 171) duyarlıdırlar. Mahalli mülkiyetli halka arz (LSOE) yöneticileri, merkezi mülkiyetli halka arz (CSOE) yöneticilerine nazaran daha çok iş adamı gibi çalışırken, getiri yönetimini ortaya koyma ve halka arzlarını daha çekici hale getirme durumundan yararlanırlar (Aharony vd., 2000: 103).

Chen vd.'nin (2015) çalışmasında, merkezi mülkiyetli halka arzlar, özel sektör halka arzlarına oranla % 29 daha fazla iskonto yaparlarken, yerel mülkiyetli halka arzlar ise özel sektör halka arzlarına oranla % 7 daha fazla iskonto yapmaktadır. Jones vd.'nin (1999) çalışması da devletin, çıkarttığı halka arzlarda politik ve ekonomik gerekçelerle halka arz getirisini çok fazla önemsemeden fiyat kısıntısına gidebildiğini, ama özel şirketlerin fiyat düşüklüğünü tercih etmediğini belirtmektedir. Bu durum şirketlerin krediye daha rahat ulaşma potansiyelleri ile de ilişkilendirilmiştir. Yerel hükümetlerin kendi bankalarının olmaması sebebiyle LSOE'ler, devlet bankalarından aldıkları düşük faizli fonlardan yeterince yararlanamamışlardır. Sonuç olarak da, mahalli mülkiyetli şirketler daha iyi bir kredi ortamının olmasından, olumlu yönde daha fazla etkilenmişlerdir.

Chen vd.'nin (2015) çalışmasının örneklemindeki 675 halka arzdan, 445'i devlet mülkiyetli halka arz olup, bunlardan 109'u merkezi hükümet tarafından, 336'sı ise mahalli hükümet tarafından çıkarılmaktadır. Sayı olarak LSOE'ler daha fazladır, ama büyüklük olarak bakıldığında CSOE'ler, LSOE'lerden ve özel mülkiyetli halka arzlardan çok daha büyüktür. Özel şirket halka arzlarının domine ettiği gelişmiş ülke pazarlarının aksine, CSOE'ler Çin'de kendilerine daha geniş bir pazar bulmaktadır. Chen vd. (2009) özel mülkiyetli halka arzların daha düşük bir yüzdeye sahip olmasını, 1998'den önce bireysel yatırımcıların, sermaye piyasasındaki firmaların % 0,5 hissesinden daha fazlasına kanunen sahip olamamasına ve sadece yasal kişiliklerin hisselerin önemli bir bölümüne sahip olabilmesine bağlamıştır. Gerçekleşen halka arzlardaki devlet müdahalesi, ilk halka arzın merkezi ya da mahalli devlet mülkiyetli olmasına göre farklı olmaktadır. Diğer taraftan devlet nüfuzu ve müdahalesi, özel sektör halka arzları için de, Çin'de buldukları bölgelere göre değişmektedir. Çin'in farklı ekonomik ve organizasyonel çevreye sahip 31 bölgeden oluşması, söz konusu çalışmanın analizinde ulaşılması hedeflenen istatistiksel gücü artırmıştır. Bu sebeple Chen vd.'nin (2015), Dewenter ve Malatesta'nın (1997) çalışmasına oranla, Çin ilk halka arzları ile ilgili büyük resmi ortaya çıkarabilmek adına daha güçlü istatistiksel sonuçlara ulaştığı söylenilebilir. Ayrıca, bu halka arzların hepsinin aynı ülkede gerçekleşmiş olması da karşılaştırmalardan oluşabilecek muhtemel ülkeler arası (cross-country) etkileri ortadan kaldırmaktadır. Chen vd.'nin araştırmasında ilk olarak, daha iyi örgütsel ortamın, halka arz düşük fiyatlamasını önemli ölçüde azalttığı saptanmıştır. İkinci olarak, devlet mülkiyetli halka arzlardaki düşük fiyatlamasının, özel sektördeki

halka arzlara nazaran daha çok olduğu gözlemlenmiştir. Mahalli mülkiyetli halka arzlar ile merkezi mülkiyetli halka arzlar kıyaslandığında ise merkezi mülkiyetli halka arzların daha düşük fiyatlandığı tespit edilmiştir. Böylelikle, örgütsel çevre ve devlet mülkiyeti faktörlerinin, halka arz ilk gün getirilerini etkilediği söylenebilir. Üçüncü olarak ise örgütsel faktörlerin farklı mülkiyet tiplerindeki ilk halka arzlarda, farklı oranda düşük fiyatlama etkisi doğurduğu tespit edilmiştir. Son olarak da yasal çevrenin değişmesinin, düşük fiyatlama konusunda özel şirket halka arzları üzerinde devlet mülkiyetli halka arzlara nazaran daha fazla etki oluşturduğu gözlemlenmiştir.

2.4.6 Analist Yorumları ve İlk Halka Arz Fiyatı İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Son yıllarda analist yorumları, hisse senedi çıkarma sürecinin en önemli elementlerinden birisi haline gelmiştir. Geçmişte yapılan bazı çalışmalar (Dunbar, 2000: 3; Clarke vd., 2003: 1), yüklenicilerin halka arz piyasasındaki pazar payını artırmak için analizi yapan firmadan faydalandıklarını göstermiştir. Clarke vd. (2003) ayrıca, yüklenicilerin en kaliteli analistleri kullanarak daha yüksek bir halka arz pazarına sahip olmayı amaçladıklarını belirtmiştir. Analistlerin yorumları, halka arz pazarı katılımcıları için çeşitli sebeplerden dolayı yararlı olabilir. İlk olarak, analist yorumları, çıkarıcı şirket için bir tanıtım aracı olduğundan dolayı firma değerini daha çok müşteri çekmek suretiyle potansiyel olarak artırmaktadır. Daha iyi analist yorumu, halka arz şirketinin daha çok yatırımcı tarafından tanınması sonucunu da beraberinde getirmektedir. Nihayetinde, daha çok yatırımcının firmayı tanınması da firmanın değerini artırmaktadır (Merton, 1987: 483). İkinci olarak, halka arz sonrası analist yorumları hisse fiyatını yukarı yönlü etkilemektedir. Bu da hissesini açık pazarda alıp satarak gelir sağlayan yatırımcılar için özellikle önemlidir (Chen ve Ritter, 2000: 1105; Aggarwal vd., 2002: 105). Üçüncü olarak ise, önde gelen yatırım bankalarının, halka arz sonrası daha çok analistin listesine girebilmek adına, yüklenim ekibinin bir parçası olmak üzere daha fazla eş yönetici işe aldığı, çalışmalar tarafından doğrulanmıştır (Loughran ve Ritter, 2002: 413). Ayrıca, yatırım bankalarının halka arz şirketleri ile ilişkileri arttıkça, kurulacak sendikasyonda yönetici olma olasılıkları da artmaktadır (Cooney Jr. vd., 2015: 129). Bradley vd. (2008) çalışmasında, pazar sonrası analist listeleri aracılığıyla büyük yatırım bankaları ağının daha fazla bilgi üretmede etkin rol oynadığını söylemektedir. Dördüncü olarak, hisseyi çıkaran firmanın açısından değerlendirildiğinde, çoğu analist bilhassa halka açılmalarda önyargılıdır. Analist

firmaların bakış açısı, hisse çıkararak firmanın yönetim politikası ile uyumludur. Ayrıca ilk ve mevsimsel halka açılmaları ile ilgili analist yorumlarının da iyimser olduğu belirlenmiştir (McNichols ve O'Brien, 1997: 167). Beşinci ve son olarak ise, analistlerin pazarla ilgili geçmiş tecrübelerinden dolayı, yanlış fiyatlanmış hisseleri tespit edebilecekleri kanısı piyasada hakimdir (Sahoo, 2014: 82).

Büyük yatırım bankaları ile ilişkili olan analistler tarafından yapılan tavsiyelerin, aslında söz konusu halka arz için olası bir kötü pazar performansı durumlarında devreye sokulan bir koruyucu araç olduğu söylenebilir (James ve Karceski, 2006: 1). Bu senaryoyu, Michaely ve Womack (1999) 'Ek aşısı hipotezi' olarak adlandırmaktadırlar. Bu hipoteze göre kötü bir pazar performansı beklendiğinde, analistler belirli aralıklarla güçlü al tavsiyelerinde bulunma politikası izlemektedirler.

Moshirian vd. (2009), halka arz sonrası al/sat anormal getirisini, 13 gelişmekte olan ülke piyasasında inceleyerek, analist yorumunun değer üzerindeki etkisini gözlemlemeye çalışmıştır. Hisse senedi fiyatlarının, halka açılma günündeki analist yorumlarına çok duyarlı olduğu bulunmuştur. Sonuç olarak ise, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında yüksek oranda bilgi asimetrisi olmasından hareketle, analist yorumlarına anlık tepki vererek al/sat yapan yatırımcıların anormal getiri kazanabileceğini söylemiştir. Analistler piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) rasyosunu, güçlü al tavsiyelerinde temel oran olarak kullanırlar. Stickel (1995), Womack (1996), Barber vd. (2001), Jegadeesh ve Kim (2006), Boni ve Womack'ın (2006) çalışmaları, analistlerin yorum yaparken kullandıkları değer katma fonksiyonları üzerine yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalar yatırımcıların analist yorumlarını kullanarak anormal getiri elde edebileceklerini göstermektedir. Pozitif yorumlarla etkilenebilen piyasalarda analistler, yorumlarına firmaların büyüme beklentilerini de katmaktadırlar. Böylelikle analistler, firmaların yüksek potansiyele ve beklentiyi artırıcı temel karakteristiklere sahip olduklarına yönelik yorumlar yapmaktadırlar (Jegadeesh vd., 2004: 1083).

Sahoo'nun çalışması ise 2007 – 2012 yılları arasında Hindistan'da gerçekleşmiş 157 halka arzdan oluşan bir örneklem ile halka arz öncesi analist yorumlarının, ilk halka arzlardaki fiyat performansına etkisini dört husus üzerinden incelemiştir. Bu dört temel nokta; düşük fiyatlama, abonelik oranı, pazar sonrası likidite ve volatilitedir. Sonuç olarak çalışmada, analist tavsiyesinin düşük fiyatlamayı azalttığı bulunmuştur. Halka arz öncesi yoğunlukla yapılan pozitif tavsiyelerin, halka arzlarda düşük fiyatlamayı

daha da azalttığı gözlemlenmiştir. Bu yüzden daha negatif yorumlanmış halka arzların, daha pozitif yorumlanmış halka arzlarla oranla daha düşük fiyatlandığı saptanmıştır. Risk sermayesi açısından bakıldığında ise, risk sermayesi şirketleri ile ilişkisi olmayan halka arzların, olanlara nazaran daha düşük fiyatlandığı söylenebilir. Ayrıca analist tavsiyesi ve abonelik ücreti arasında güçlü bir ilişki gözlemlenmiştir. Bu bulgular analist tavsiyesinin halka arz performansı üzerindeki etkisini gösteren önemli kanıtlardır. Ayrıca halka arz öncesi analist tavsiyelerinin, halka arzın gerçekleştiği gün ve 1 ay sonrası için pazar sonrası volatilitiyi düşürerek, likiditeyi artırdığı belirlenmiştir (Sahoo, 2014: 82).

2.4.7 Halka Arz Öncesi Derecelendirme İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Halka arz öncesi analist görüşünün ilk halka arza etkisi üzerine yapılacak çalışmalar için bilhassa Hindistan halka arz pazarı önemli bir örneklem altyapısı oluşturmaktadır. Bunun temelinde, Hindistan halka arz piyasasını, diğer piyasalardan belirgin çizgilerle ayıran özelliklerin olması yatmaktadır. Amerika'nın aksine Hindistan'da ön talep toplama aşaması çok şeffaftır. Hindistan yasaları, halka açılma öncesi görüş bildirimini ile ilgili herhangi bir kısıtlama getirmemektedir. Diğer bir fark ise, 1 Mayıs 2007'den itibaren tüm halka arzların profesyonel bir derecelendirme şirketi tarafından derecelendirilmesi ve bunun tüm yatırımcıların görebileceği şekilde izahnamelere koyulması zorunluluğudur. Ayrıca, Hindistan sermaye piyasası uygulamasında çıkarıcılar üst fiyatı, taban fiyatın % 20 üzerinde belirleyebilirler. Bu oran Amerika pratiğinde % 10 olduğu için, Amerika piyasalarına kıyasla yatırımcılara daha geniş bir aralık sunar. Son olarak ise, Hindistan halka arz piyasası gelişmekte olan bir ülke piyasası olduğundan dolayı, gelişmiş ülkelere nazaran daha çok hareketlidir (Sahoo, 2014: 86).

Halka arz piyasalarında gözlemlenen büyük çaptaki bilgi asimetrisi göz önüne alındığında, sıradan bir yatırımcının bir halka arzı, risk ve büyüme açısından değerlendirmesi kolay değildir. Hindistan Menkul Kıymetler Borsası Yönetim Kurulu, son yıllarda Hindistan'da artan sermaye piyasası hareketleri ile beraber, yatırımcıların piyasalara yeni girecek şirketlerle ilgili daha kaliteli bilgilerle donatılmasını istemiştir. 1 Mayıs 2007'den itibaren, Hindistan'daki tüm halka arzlar bir derecelendirme şirketi tarafından değerlendirilmek zorunda olup, bu derecelendirmeler teklif dosyasında bulundurulmak durumundadır. Halka arz derecelendirmesi, halka açılacak şirketin temel

özelliklerini yansıtan ve bir defaya mahsus olarak verilen bir puandır. Bu sebeple, karar aşamasında olan yatırımcılara yardımcı olmak amacıyla zorunlu tutulmuştur. Deb ve Marisetty (2010), halka arz derecelendirmesinin verimliliğini analiz etmişler ve derecelendirme şirketleri tarafından iyi skor verilmiş şirketlerin düşük fiyatlamasının, diğerlerine oranla daha az olduğunu saptamışlardır. Krishnamurti vd. (2009) ise halka arz derecelendirmesinin kurumsal ve perakende yatırımcıların talep düzeylerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir.

2.4.8 Halka Arz Öncesi Gelir Yönetimi İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Asimetrik bilgi modellerinden elde edilen anahtar çıkarım, düşük fiyatlamanın belirsizlikle doğru orantılı hareket ettiği üzerinedir (Ljungqvist, 2007: 375). Mevcut teori ve ampirik sonuçlar, yeterince fiyatı düşürülmediği müddetçe, yatırımcıların şeffaf olmayan kazançlara sahip halka arzları tercih etmeyeceğini göstermektedir. Bu sebeple, kazançları daha az şeffaf hale getiren bir gelir yönetiminin, daha çok düşük fiyatlamaya sebebiyet verebileceği söylenebilir.

Ritter'in (1984) çalışmasıyla düşük fiyatlama ile ilgili ampirik altyapı oluşturulmuş, Beatty ve Ritter'in (1986) çalışmasıyla ise bu formülize edilerek, düşük fiyatlamanın tahmin edilen belirsizlik arttıkça artacağı belirtilmiştir. Değerleme belirsizliği, bilgisi eksik yatırımcılar arasında görülen ters seçim durumunu artırmaktadır (Rock, 1986: 187; Ljungqvist, 2007: 375). Boulton vd. (2011) ise çalışmasında halka arzların, yüksek kalitede gelir bilgisi veren ülkelerde daha az düşük fiyatlandığını belirtmektedir. Bu sebepten dolayı da düşük fiyatlama ve halka arz şirketlerinin değer belirsizliği arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmaktadır.

Bazı çalışmalar, halka arz şirketlerinin, ederinden yüksek fiyatlanmış hisseleri gelir yönetimi sayesinde başarıyla satabildiğini savunmaktadır (Teoh vd., 1998: 1935; DuCharme vd., 2001: 369). Bununla birlikte, daha sonra yapılan çalışmalar bu hipotezin artık geçerli olmadığı çıkarımını yapmaktadır (Fan, 2007: 27; Ball ve Shivakumar, 2008: 324) Örneğin, Ball ve Shivakumar (2008) çalışmasında yatırımcıların, halka arz şirketlerinin gelir yönetimi düzenlemelerinden artık etkilenmediğini söylemekte, bunu da eskisine oranla daha fazla araştırma ve yasal süreç olması durumuna bağlamaktadırlar.

Bazı çalışmalar ise gelir yönetiminin ilk halka arzda düşük fiyatlamayı artırdığını savunmaktadır (Nagata, 2013: 301). Nagata (2013), halka arz öncesi gelir yönetiminin düşük fiyatlamaya olan etkisini Japonya piyasası özelinde araştırmıştır. Çalışmada 1989 – 2005 yılları arasında 1476 Japon şirketi belirlenmiş olup, bunlardan 209'u Tokyo Borsası'nda (TSE), 1267'si ise JASDAQ'dadır. JASDAQ ve TSE listeleme kriterleri daha çok finansal gereksinimler üzerine yoğunlaşmıştır ve bu kriterleri sağlamak, halka açılmayı düşünen şirketler için hiç de kolay değildir. JASDAQ'da listeleme standardı, şirketlerin halka arz öncesi son mali yılda pozitif gelirden ya da minimum 5 milyar Yen kar seviyesinde olmasını zorunlu kılmaktadır. Bu kural pazar değeri 50 milyar Yen'in üzerinde olan şirketler için geçerli değildir. TSE ise her şirketin halka arz öncesi son mali yılda en az 100 milyon Yen vergi öncesi gelire sahip olmasını şart koşmaktadır. Bu gerekliliklerden dolayı Japon halka arz şirketleri, mükemmel halka arz öncesi performansı sergilemektedirler. Yaklaşık % 40'ı negatif net gelire sahip Amerikan piyasasının tersine, JASDAQ ve TSE'deki yeni halka açılan firmaların neredeyse hiçbirisinin negatif geliri yoktur. Ortalama yaş 33,48 iken ortanca yaş 31,1'dir. Bu da Japon halka arzlarının genelde 25 yaşından büyük şirketler olduğu ve örneklemin % 75'inin Avrupa sermaye piyasalarının ortalama yaşı olan 16 yıldan uzun bir geçmişe sahip olduğunu göstermektedir. Yapılan çok değişkenli regresyon analizleri sonrasında sonuç olarak, gelir yönetimi yapmasından şüphelenilen halka arz şirketlerinin diğer firmalara oranla daha fazla düşük fiyatlandığı bulunmuştur.

2.4.9 Zorunlu Tutma Taahhütleri İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Halka arzlar, asimetrik bilgiye ve ahlaki tehlike problemlerine maruzdurlar. Asimetrik bilginin düşük fiyatlama (Rock, 1986: 187; Benveniste ve Spindt, 1989: 343) ve zorunlu tutma taahhütleri (Brau vd., 2005: 519) ile azaltılabildiğine dair çalışmalar mevcuttur. Brav ve Gompers (2003) zorunlu tutma için şu üç parametreyi test etmiştir: Ahlaki tehlike, bilgi asimetrisi ve rant peşinde koşma. Fakat bunlardan sadece ahlaki tehlike için anlamlı sonuçlar çıkmıştır. Brau vd. (2005) ise çalışmasında ahlaki tehlike ve bilgi asimetrisinin düşük fiyatlama üzerindeki etkisini kanıtlayacak sonuçlar bulmuştur. Yung ve Zender'in (2010) çalışması ise Brav ve Gompers (2003) ile Brau vd. (2005)'nin çalışması arasındaki farkı incelemiş, sonuç olarak da bazı firmalarda asimetrik bilginin daha dominant bir faktörken, diğer firmalarda ise ahlaki tehlikenin daha başat bir parametre olduğunu saptamıştır.

Zorunlu tutma taahhüdünün verilmesi ve hisse senedini içerden bilenlerin satma hakkının belli bir süreliğine ellerinden alınması, halkın o hisse senetlerine daha güvenle yaklaşmasına sebebiyet vermekte ve nihayetinde de ahlaki tehlikeyi düşürebilmektedir. Firmanın ortakları, firmanın gelecek hedeflerini dışarıdakilerden daha iyi bildikleri için, bu bilginin getirdiği gücü halka açılma sürecinde avantaja çevirmek isteyebilirler. Eğer eski ortaklar halka açılmanın hemen sonrasındaki fiyatın, gereğinden fazla yüksek olduğunu düşünüyorlarsa, bu yüksek fiyatta hisse senetlerini nakde dönüştürmeyi düşünebilirler. Bu anlamda, zorunlu tutma süreçlerinin, ahlaki tehlikeyi azaltan bir sadakat mekanizması olduğu söylenebilir. Büyük ortağı olan firmalar gibi yüksek potansiyelde ahlaki tehlike sorunu içeren şirketler, daha büyük bir uzunlukta zorunlu tutma süreci getirerek, yatırımcıları halka açılma anında daha fazla hisse almaya yönlendirme politikası güdebilirler (Brav ve Gompers, 2003: 1791).

Düşük fiyatlama üzerine yapılan bazı çalışmalar olmasına rağmen, zorunlu tutma süreleri üzerine yoğunlaşmış çalışma sayısı çok sınırlıdır. Zorunlu tutma süreçleri ile ilgili araştırmalar genellikle Amerika özelinde yoğunlaşmıştır (Field ve Hanka, 2001: 471; Brav ve Gompers, 2003: 1; Brau vd., 2005: 519; Yung ve Zender, 2010: 320).

İngiltere’de Espenlaub vd. (2001) zorunlu tutmaların çeşitleri üzerine bir araştırma yapmıştır. Hoque (2014) ise İngiltere’deki farklı tipteki zorunlu tutmaların rolünü ve tercih sebebini analiz etmiştir. Bununla birlikte, hem zorunlu tutmaları hem de düşük fiyatlamayı İngiltere özelinde araştıran başka bir çalışma bulunmamaktadır. Zorunlu tutmalar ve hisse fiyatları, halka arz sürecinin başında belirlenir, bu yüzden bu sinyaller yatırımcılar için tamamlayıcı ya da ikame edicidir.

Amerika’daki zorunlu tutma süresi 180 gün ile sınırlandırılmışken (Field ve Hanka, 2001: 471), İngiltere’de bu süre değişmektedir. Türkiye sermaye piyasalarında ise zorunlu tutma süresi en çok 2 sene olmaktadır. Ek olarak, İngiltere’de yükleniciler ile hisse çıkaran firmalar birbirine Amerika’da olduğundan daha yakındır. Bunun sebebi de, İngiltere’de şirketler hisse senetleri piyasasına girmek için bir broker’a ihtiyaç duyarlar. Yükleniciler İngiltere’de teklif fiyatını verme noktasında da daha güçlüdürler (Chambers ve Dimson, 2009: 1407). İngiltere pazarı, farklı zorunlu tutma taahhütlerini barındırmasından ve halka arz piyasasının çeşitliliğinden ötürü, yapılacak testler için farklı bir altyapı oluşturmaktadır. Farklı tipteki zorunlu tutmalar ve örgütsel altyapılar ilgi çekici bir ampirik düzlem meydana getirmekle birlikte, bilgi asimetrisi ve ahlaki

tehlikenin nereden meydana geldiği konusunda da hatırı sayılır bir veri seti oluşturmaktadır. Hoque'nin (2014) bu amaçla İngiltere örneklemeyle yaptığı çalışmada, düşük fiyatlamanın ahlaki tehlike ile değil, bilgi asimetrisi ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.10 Yatırımcı Duygusu İle Düşük Fiyatlama Arasındaki İlişki

Modern finans teorisinde, hisse senedi fiyatları sadece değerle ilişkili bilgilerle değil, aynı zamanda yatırımcıların duyguları ile de etkilenir. Gerçek dünyadaki yatırımcılar, geleneksel finansın varsaydığı gibi her zaman rasyonel değillerdir. Diğer bir deyişle, yatırımcılar irrasyonel olmamakla birlikte eksik ve asimetrik bilgiden kaynaklanan sebeplerle duygusal bir karar verebilmektedirler. Sonuç olarak, duygusal faktörler işlem davranışlarını etkileyerek hisse senedi fiyatlarının olması gerekenden farklı olması sonucunu doğurmaktadır. Kavramsal ön yargı ve duygusal davranış yatırımcıları etkileyerek, onların değerlendirme sırasında daha farklı beklentilere ve yargılara sahip olması sonucunu doğurmakta ve sonuç olarak da gürültülü işlemler aracılığıyla daha dalgalı fiyatların oluşmasına sebebiyet vermektedir. Gürültülü işlemler sermaye piyasalarında değerlendirme hatalarını doğurur ve piyasaların verimliliği ve dengesini bozar (Brown ve Cliff, 2002: 405; Brown ve Cliff, 2004: 1; Baker ve Wurgler, 2006: 1645). Black'in (1986) tanımlamasına göre eksik ve asimetrik bilgi gürültülü işlemlerin başlıca nedenidir. Duygusal faktörler işlem davranışlarını etkileyerek, hisse senedi fiyatlarının olması gerekenden farklı olmasına sebebiyet vermektedir (Zhu vd., 2015b: 193).

Duygusal faktörlerin etkin olduğu piyasalara Çin sermaye piyasaları örnek olarak gösterilebilir. Çin Hisse Senetleri Düzenleyici Kurulu'na göre Çin borsası, diğer yetişkin sermaye piyasalarından daha kısa bir tarihe sahip olması sebebiyle bazı pazar mekanizmaları hala kusurludur. Çin'deki halka arz ilk gün getirilerinin, bir zamanlar dünyadaki en aykırı getiriler olması sebebiyle araştırmacıların, analistlerin ve yasa koyucuların ilgisini çekmiştir. Bireysel yatırımcıların çok olmasının bir sonucu olarak, Çin'deki hisse senetleri piyasalarının, duygudan çok etkilendiği söylenebilir. Çin'deki listeleme öncesi şirketler teklif fiyatlarını aşağı çekmek istememektedirler. Aksine mevzuat, fiyat baskısına yol açan en önemli faktördür ve Çin'de fiyat baskısı devlet müdahalesi ile olmaktadır (Zhu vd., 2015b: 194). Bu anlamda bazı çalışmalar, halka arz ilk gün getirilerinin, ikincil piyasadaki yatırımcı duygusundan etkilendiğini ve ilk gün

aşırı fiyat yükselişlerinin yüksek iyimser yatırımcı davranışından kaynaklandığını tespit etmiştir (Cao ve Dong, 2006: 4; Jiang, 2007: 90).

2.5. BİRİNCİL PAZAR VE İKİNCİL PAZAR DÜŞÜK FİYATLAMA TEORİLERİ İLE DEĞERLEMENİN İLİŞKİSİ

Halka arz ilk gün getirileri, sermaye piyasalarındaki en önemli anomalilerden birisi olarak kabul edilmektedir. Bu alandaki çalışmalar, kaynaklandığı yere göre iki teori üretmiştir. Bunlar, birincil pazar düşük fiyatlama teorisi ve ikincil pazar düşük fiyatlama teorisidir. Birincil pazar düşük fiyatlama teorisi, bilgi asimetrisinin halka arz sürecinde değerlendirme riskini doğurduğunu söylemektedir (Ibbotson, 1975: 1027; Rock, 1986: 187; Benveniste ve Wilhelm, 1990: 173; Brennan ve Franks, 1997: 391; Stoughton ve Zechner, 1998: 45; Loughran ve Ritter, 2004: 5). Bu teoriye göre, teklif sürecini daha istikrarlı hale getirmek adına şirketler teklif fiyatını gerçek değerinin altında tutmak zorundadırlar. Hisseler ikincil pazara girdikleri anda fiyatları gerçek değerlerine geri döner ve böylelikle halka arz ilk gün getirileri şekillenmiş olur.

Birincil pazar düşük fiyatlama teorisinin temel varsayımı, ikincil pazarın etkin olduğu ve hisse fiyatlarının değer odaklı bilgiye göre kısa zamanda şekillendiği yönündedir. Fakat bu varsayım her zaman için geçerli değildir. 21. Yüzyılın başında meydana gelen internet balonu, halka arz ilk gün getirileri ile ilgili çalışma yapan araştırmacıların bu teoriye şüpheyle bakmalarına sebebiyet vermiştir (Zhu vd., 2015b: 193). Bu sebeple bu konuyla ilgilenen araştırmacı ve akademisyenler, halka arz ilk gün getirilerini ikincil piyasadaki fiyatlama mekanizması perspektifinden yeniden değerlendirmişler ve sonuç olarak da ikincil pazar düşük fiyatlama teorisini oluşturmuşlardır. Bu teori, halka arzlardaki yüksek ilk gün getirilerinin düşük değerlenmiş teklif fiyatlarından değil, ilk teklif günündeki aşırı iyimser yatırım kararlarından kaynaklandığını belirtmektedir (Purnanandam ve Swaminathan, 2004: 811; Ljungqvist vd., 2006: 1667). Derrien (2005), yeni halka açılmalardaki bireysel taleplerin, halka arz öncesi pazar getirileri ve halka arz ilk gün getirileri ile pozitif ilişkili olduğunu belirtmiştir. Cornelli vd. (2006) halka açılma öncesi pazardaki teklif fiyatlarını yatırımcı iyimserliğini ölçmek için kullanmış, teklif fiyatlarının halka arz ilk gün getirileri ile pozitif, uzun dönemli getiriler ile negatif ilişkili olduğunu gözlemlemiştir.

Davranışsal finansa göre halka arzlar mercek altına alındığında, ilk gün getirilerinin ikincil pazardaki aşırı iyimser ticari işlem davranışından kaynaklandığı söylenebilir. İlk olarak, yatırımcılar arasında tahminler değişmesine rağmen halka arz sırasındaki kısa pozisyon kısıtları, kötümser yatırımcıların işlem yapmasını engellemektedir. Böylelikle, fiyat sadece iyimser davranışlara göre şekillenmektedir. İkinci olarak, kaynak azlığı ve yeni hisseler için tarihi yüksek getiriler yatırımcı iyimserliğini körüklemektedir. Son olarak, ilk işlem günlerindeki işlem fiyatları tek taraflı olarak iyimser yatırımcılar tarafından belirlenmekte ve hızlı bir şekilde gerçek değerlerinin üzerine çıkmaktadır (Zhu vd., 2015b: 193).

Genel pazar getirilerinin yüksek olması yatırımcı iyimserliğinin en önemli sebeplerinden birisidir. Bu yüksek seviyedeki pazar getirileri, yatırımcıları pazarın kararlılığını gereğinden yüksek hesaplamalarına sebebiyet vermekte, şirket görünümleri ile alakalı yüksek iyimser beklentilerin oluşmasını sağlamakta ve yeni hisselerle ilgili yatırımcıların iştahını kabartmaktadır (Derrien, 2005: 487).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İLK HALKA ARZ FİYATLARI ÜZERİNE UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmada, 2005-2015 döneminde Borsa İstanbul'da gerçekleşen 76 ilk halka arzın fiyatlandırılması, indirgenmiş nakit akımları yöntemiyle şirket değerleri hesaplanarak kontrol edilmiş ve düşük fiyatlamasının olup olmadığı araştırılmıştır. Analizde, Aykan Üreten ve M. Kamil Ercan'ın 'Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi (2000)' adlı kitaplarındaki uygulamalarla birlikte, yine bu kitapla beraber verilen modül ilk halka arz fiyatlarının belirlenmesinde kullanılmıştır.

Projeksiyonlar 10 senelik yapılmış, ayrıca devam eden değer hesaplanmıştır. Projeksiyonlar izahnamede belirtilen sektörel beklentiler ile şirketin geçmiş ortalamaları dikkate alınarak aşağıdaki oranlar üzerinden yapılmıştır:

- Net Satışlardaki Büyüme
- Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar
- Faaliyet Giderleri/Net Satışlar
- Nakit İhtiyacı
- Menkul Kıymetler
- Ticari Alacaklar
- Stoklar
- Diğer Dönen Varlıklar
- Ticari Borçlar
- Diğer Kısa Vadeli Borçlar
- Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar
- Amortismanlar/Geçen Yılın Maddi Duran Varlıkları

3.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE KISITLARI

2005 – 2015 döneminde Borsa İstanbul'da gerçekleşen 150 ilk halka arz bulunmaktadır. Çalışmada ilk halka arz fiyatının tespit edilmesinde indirgenmiş nakit akımları tarihsel oranlardan ilham alınarak kullanılmış ve düşük fiyatlamasının olup olmadığı test edilmiştir. Bankalar, holdingler ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları, farklı

değerleme metodolojisi gerektirdiklerinden dolayı örneklemden çıkarılmıştır. Ayrıca izahnamelerinde indirgenmiş nakit akımlarını benimsemeyen şirketler de, daha homojenize bir örneklem elde edebilmek adına örneklem dışında bırakılmıştır. Tablo 2’de seçilen yıllarda gerçekleşen ilk halka arz sayıları ve örneklem büyüklüğü verilmiştir.

Tablo 2. Yıllara Göre Halka Arz Rakamları ve Örneklem Büyüklüğü

Yıl	Halka Arz Sayısı	Örneklem Dışında Bırakılma Sebebi		Örneklem Büyüklüğü
		Eksik Bilgi	Holding, Finans Şirketi, GMYO, vb.	
2005	9	1	5	3
2006	15	1	7	7
2007	9	-	8	1
2008	2	1	1	-
2009	1	1	-	-
2010	24	2	10	12
2011	25	8	5	12
2012	26	2	5	19
2013	19	3	4	12
2014	14	3	4	7
2015	6	3	-	3
Toplam	150	25	49	76

2008 ve 2009 yıllarında global finans piyasalarındaki kriz Türkiye’de de hissedilmiş ve diğer yıllara nazaran daha az halka arz gerçekleşmekle birlikte, bu çalışmanın kısıtlarına uyan bir ilk halka arz olmamıştır. 2010 yılından itibaren halka arz seferberliğinin de etkisiyle halka arzlar artmıştır. Böylece imalat, üretim, teknoloji ve hizmet sektörlerindeki 76 şirketten oluşan nihai örnekleme ulaşılmıştır.

3.3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Örneklemdeki 76 şirketin, Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) yayınlamış oldukları izahnamelerden elde edilen finansal tablolar üzerinden sektör ve şirket beklentileri de göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile sonsuz büyüme oranları (g) yine izahnamelerden elde edilmiştir. AOSM oranı, firmaya yatırım yapanların firmadan bekledikleri minimum getiri oranı anlamına da gelmektedir. Bu sebeple, değerlendirme sürecinde yatırılan sermayenin getiri oranları (YSG) ile AOSM oranları eşit kabul edilmiştir (Damodaran, 2000: 368). Sektör ve şirket beklentilerine göre Tablo 2’de görüldüğü gibi 10 senelik tahmini gelir tabloları ve bilançolar oluşturulmuş, şirket ömrü sonsuz kabul edildiği için

devam eden değerler hesaplanmış ve değerleme bu tablolardan faydalanılarak yapılmıştır.

3.3.1 Örnek Şirket Uygulaması (Anel Telekomünikasyon AŞ)

Bu bölümde, örneklemedeki tüm 76 şirkete uygulanan metodoloji, Anel Telekomünikasyon Şirketi üzerinden gösterilmiştir. Çok hızlı gelişen bilişim teknolojileri sektöründe olması, telekomünikasyon alanının Türkiye’de baş döndürücü bir hızda büyümesi bu şirketin seçiminde etken olmuştur. Öncelikle; şirketin tarihçesi, sektörün avantajları ve riskleri, şirketin beklentileri ve hedeflemeleri belirtilmiştir. Daha sonra şirketin izahnamesinde bulunan finansal tablolar verilmiştir. Finansal tablolar 31.12.2004 tarihindeki alım gücü ile ifade edildiği için aynı tarihli döviz alış kuruna göre Dolara çevrilmiştir. Finansal tablolar üzerinden tarihi oranlar hesaplanmış, bu oranlar daha sonra yapılacak olan projeksiyona temel teşkil etmiştir. Ağırlık ortalama sermaye maliyeti, izahnamede verildiği gibi alınmış ve hesaplamalar bu kriterler eşliğinde yapılarak şirket ve hisse senedi değerlerine ulaşılmıştır.

3.3.1.1 Şirket Tarihçesi

Anel Telekomünikasyon Şirketi, yurtiçi elektronik cihaz ihtiyaçlarını karşılamak üzere bu cihazların araştırma, üretim, işletme, montaj, bakım ve servis hizmetlerini yapmak amacı ile Alcatel ile yapılan stratejik işbirliği sonucu 7 Ocak 2003 tarihinde kurulmuştur. Firmanın faaliyet alanları arasında; sabit telekomünikasyon alanı, mobil telekomünikasyon alanı ve elektronik cihaz üretimi alanı bulunmaktadır. Sabit ve mobil telekomünikasyon alanlarında yapılan faaliyetler daha çok hizmet türünde olmakta, cihazların haftanın 7 günü 24 saat bakımı da bu alandaki faaliyetlere dahildir. Elektronik cihaz üretimi alanında ise, şirketin mühendislerinden oluşan ekip gerekli arge çalışmasını yapmakta, sonrasında ise üretim bu fizibiliteye göre şekillenmektedir. Şirketin elektronik cihaz üretimi alanındaki faaliyetlerinin büyük bir bölümünü, elektronik kart üretimi teşkil etmektedir. Şirketin 2004 satışlarının % 90’ını Alcatel’e yapmış, Alcatel ise yine aynı yılda satışlarının % 88’ini Türk Telekom’a yapmıştır.

2004 yılında iletişim sektörü büyük bir atılım göstermiş ve son kullanıcılar arasında yayılması hızlanmıştır. Bu yıl dünyada telekomünikasyon pazara % 11, bilgi teknolojileri pazarı ise % 8 büyümüştür. Bu büyüme oranlarına rağmen, şirket gelecek yıllar için sonsuz büyüme oranını % 1 olarak belirlemiştir. Bunda, şirketin karşılaştacağı

potansiyel risklerin etkisi büyüktür. Şirketin halka açılacağı periyotta, Türkiye’de önemli ekonomik krizler yaşamış ve bu durum da dolar üzerindeki baskıyı artırmıştır. Şirket alımlarını gerek yerli gerekse yabancı tedarikçilerden dolar üzerinden yaptığı için, şirketin gelecekle ilgili beklentilerini bu durum etkilemektedir. Yine global ve yerel ekonomik kriz durumlarında çalışan sayısında indirimle gidilebilecek ve bu da üretimi ve karlılığı etkileyebilecektir.

2004 yılı itibariyle Türkiye’deki telekomünikasyon sektörü Türk Telekom’un egemenliği altındadır. Türk Telekom’un özelleştikten sonra yine Alcatel Şirketi ile devam edip etmeyeceği belli değildir. Bu belirsizlik, satışlarının çoğunu Alcatel’e yapan Anel Telekomünikasyon Şirketi’ni etkileyebilecektir. Diğer taraftan, Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin elektronik cihaz üretimi alanında yeterli ar-ge çalışması yapamaması ve çok hızlı gelişen bu pazarda yeni cihaz üretmemesi yine şirketin karlılığını olumsuz yönde etkileyecektir.

Bu potansiyel risklerle beraber, şirketin sektöründe 20 yılı aşkın süre tecrübeye sahip deneyimli bir yönetici kadrosu bulunmaktadır. Buradan da güç alarak, şirket her şeye rağmen bir yandan telekomünikasyon, bir yandan da elektronik sektöründe büyüyerek, pazarda kendi markasını yaratmayı hedeflemektedir.

3.3.1.2 Şirket Finansalları ve Tahmini Finansal Tablolar

Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin, Sermaye Piyasası Kurulu’na gönderdiği ve kurulun onayından geçen izahnamede Türk Lira’sı üzerinden verilen gelir tabloları ve bilançolar Tablo 3’de gösterilmiştir. Bilançolarda, varlıklar bölümünde finansal duran varlıklar kalemi 2004 yılında yaklaşık 15 milyon liralık bir artış göstermiştir. Bunun sebebi ise şirketin, iştiraki olan Plastikkart AŞ. ile birleşmesidir. Anel Telekomünikasyon Şirketi, kuruluş yılı olan 2003’de yapmış olduğu finansal borçların çoğunu 2004 yılında ödemiş ve bu kalemi 4 milyon liradan, 133 bin liraya kadar indirmiştir. Ödenmiş sermayesini 100 bin liradan, 7 milyon liraya çıkartmış ve satışlardan elde ettiği geliri yedeklere ayırarak, yedekleri 18 bin liradan, 12 milyon liraya çıkartmıştır.

Tablo 3. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi TL Üzerinden Bilançoları

AKTİF (VARLIKLAR) (TL)	2003	2004
DÖNEN VARLIKLAR	5.508.471	6.669.198
Hazır Değerler	40.214	1.339.324
Menkul Kıymetler	0	90.025
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	3.366.801	1.325.846
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	236.620	1.081.144
Stoklar	1.842.983	2.804.343
Diğer Dönen Varlıklar	21.853	28.516
DURAN VARLIKLAR	4.861.635	19.494.322
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar		
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar		
Finansal Duran Varlıklar		14.941.275
Maddi Duran Varlıklar	4.557.859	4.343.828
Araziler ve Arsalar		
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	5.246.413	5.249.690
Makine-Tesis ve Cihazlar		
Diğer Maddi Duran Varlıklar		
Birikmiş Amortismanlar (-)	-688.554	-905.862
Yapılmakta Olan Yatırımlar		
Verilen Siparis Avansları		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	303.776	209.219
Diğer Duran Varlıklar		
AKTİF TOPLAMI	10.370.106	26.163.520

PASİF (KAYNAKLAR) (TL)	2003	2004
KISA VADELİ BORÇLAR	8.183.366	4.260.340
Finansal Borçlar	4.032.758	133.561
Ticari Borçlar	785.456	1.283.037
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2.824.014	1.844.899
Alınan Sipariş Avansları	173.001	
Borç ve Gider Karşılıkları	368.137	998.843
UZUN VADELİ BORÇLAR	1.219.779	567.145
Finansal Borçlar		
Ticari Borçlar		
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	1.112.508	152.549
Alınan Sipariş Avansları		
Borç ve Gider Karşılıkları	107.271	414.596
ÖZSERMAYE	966.961	21.336.035
Sermaye	100.000	7.000.000
Sermaye Taahhütleri (-)		
Emisyon Primi		
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.		
İştiraklerde Y.D.D.A.		

Borsada Oluşan Değer Artışı		
Yedekler	18.578	12.182.465
Net Dönem Kârı	848.383	2.025.880
Dönem Zararı (-)		
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	0	127.690
PASİF TOPLAMI	10.370.106	26.163.520

Şirketin ilk kuruluş yılından sonra, zaten dinamik bir sektör olan telekomünikasyon alanında, yaptığı yatırımlarla birlikte atılıma geçtiği, bu yüzden de bilanço kalemlerinin bu ölçüde değiştiği söylenebilir. Tablo 4’de yine bunu destekler nitelikte, Telekom’un tedarikçisi Alcatel ile yapılan sözleşmenin olumlu bir sonucu olarak net satışların, 18 milyon liradan 32 milyon liraya çıktığı görülmektedir.

Tablo 4. Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin Halka Açılma Öncesi TL Üzerinden Gelir Tabloları

GELİR TABLOSU (TL)	2003	2004
Brüt Satışlar	18.374.090	32.497.306
Yurtiçi Satışlar	14.833.133	30.308.437
Yurtdışı Satışlar		
Diğer Satışlar	3.540.957	2.188.869
Satışlardan İndirimler (-)		
NET SATIŞLAR	18.374.090	32.497.306
Satışların Maliyeti (-)	-14.332.792	-24.539.903
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	4.041.298	7.957.403
Faaliyet Giderleri (-)	-1.609.752	-4.429.857
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	2.431.546	3.527.546
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	58.000	543.321
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-76.222	-97.541
Finansman Giderleri (-)	-1.142.713	-1.200.892
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-1.142.713	-1.200.892
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)		
FAALİYET KARI (ZARARI)	1.270.611	2.772.434
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	53.180	273.149
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)		
DÖNEM KARI (ZARARI)	1.323.791	3.045.583
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-475.408	-1.019.703
NET DÖNEM KARI	848.383	2.025.880

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile birlikte indirgenmiş nakit akımları analizi dolar üzerinden yapıldığı için bilanço ve gelir tablosu, Tablo 5 ve 6’da görüldüğü gibi dolara çevrilmiştir. Dolara çevirme işleminde 31.12.2004 tarihindeki dolar alış kuru baz alınmıştır. Bu tarihte dolar; 1,3334 liraya tekabül etmektedir.

Tablo 5. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi \$ Üzerinden Bilançoları

AKTİF (VARLIKLAR) (\$)	2003	2004
DÖNEN VARLIKLAR	4.122.181	4.990.794
Hazır Değerler	30.094	1.002.263
Menkul Kıymetler	0	67.369
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2.519.495	992.177
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	177.071	809.058
Stoklar	1.379.169	2.098.588
Diğer Dönen Varlıklar	16.353	21.340
DURAN VARLIKLAR	3.638.131	14.588.283
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	11.181.078
Maddi Duran Varlıklar	3.410.805	3.250.638
Araziler ve Arsalar	0	0
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	3.926.074	3.928.527
Makine-Tesis ve Cihazlar	0	0
Diğer Maddi Duran Varlıklar	0	0
Birikmiş Amortismanlar (-)	-515.269	-677.888
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
Verilen Siparis Avansları	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	227.326	156.566
Diğer Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	7.760.313	19.579.077

PASİF (KAYNAKLAR) (\$)	2003	2004
KISA VADELİ BORÇLAR	6.123.899	3.188.161
Finansal Borçlar	3.017.854	99.948
Ticari Borçlar	587.784	960.141
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2.113.308	1.380.602
Alınan Sipariş Avansları	129.463	0
Borç ve Gider Karşılıkları	275.490	747.469
UZUN VADELİ BORÇLAR	912.803	424.414
Finansal Borçlar	0	0
Ticari Borçlar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	832.529	114.158
Alınan Sipariş Avansları	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	80.275	310.257
ÖZSERMAYE	723.611	15.966.501
Sermaye	74.833	5.238.345
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Emisyon Primi	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	0	0
İştiraklerde Y.D.D.A.	0	0

Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0
Yedekler	13.903	9.116.564
Net Dönem Kârı	634.875	1.516.037
Dönem Zararı (-)	0	0
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	0	95.555
PASİF TOPLAMI	7.760.313	19.579.077

Tablo 6. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi \$ Üzerinden Gelir Tabloları

GELİR TABLOSU (\$)	2003	2004
Brüt Satışlar	13.749.974	24.318.870
Yurtiçi Satışlar	11.100.152	22.680.863
Yurtdışı Satışlar	0	0
Diğer Satışlar	2.649.822	1.638.007
Satışlardan İndirimler (-)	0	0
NET SATIŞLAR	13.749.974	24.318.870
Satışların Maliyeti (-)	-10.725.729	-18.364.067
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	3.024.245	5.954.803
Faaliyet Giderleri (-)	-1.204.634	-3.315.017
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	1.819.611	2.639.786
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	43.403	406.586
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-57.040	-72.993
Finansman Giderleri (-)	-855.132	-898.669
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-855.132	-898.669
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	950.843	2.074.709
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	39.796	204.407
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	990.639	2.279.116
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-355.764	-763.079
NET DÖNEM KARI	634.875	1.516.037

Tablo 7'de şirketin halka açılma öncesi oranları verilmiştir. Şirketin cari ve likidite oranı, yapılan yatırımlar ve sektörün çok dinamik olmasından dolayı büyümüştür. Kısa vadeli ticari alacakların net satışlar içerisindeki payı, net satışların neredeyse iki katına çıkması ve Alcatel gibi iş ortaklarının ödemelerini düzenli yapmasından ötürü 18,3'ten, 4,1'e düşmüştür. Şirket, daima tedarike hazır bir pozisyonda bulunmak istediği için, stokların net satışlara oranında ciddi bir değişim yaşanmamıştır. Dönen varlıkların çok artmamasına rağmen, net satışlarda patlama yaşanması, dönen varlıkların net satışlar üzerindeki ağırlığını azaltmıştır. Kuruluş yılı sonrasında düzenli borçlanma politikaları sonucu, finansal borçlar ile ticari borçların net satışlar üzerindeki baskısı gözle görülür derecede düşmüştür. Net işletme sermayesi,

Plastikkart AŞ.'nin şirketle birleşmesi sonrasında negatiften pozitifte dönmüştür. Planlı borçlanma stratejisinden dolayı, kısa ve uzun vadeli borçların, aktiflere oranı ciddi oranda azalmıştır. Ödenmiş sermaye, 2004 yılında 100 binden, 7 milyon liraya çıkarıldığından dolayı, özkaynakların aktiflere oranı 9,3'den 81,5'e çıkmıştır. Aktif büyüme hızınının 2004 yılı için, bir önceki seneye oranla % 152,3'lük büyümesinde yine Plastikkart AŞ.'nin, şirkete devredilmesi etkin olmuştur.

Tablo 7. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Halka Açılma Öncesi Oranları

<i>Oranlar</i>	2003	2004
Cari Oran	0,7	1,6
Likidite Oran	0,4	0,6
Hazır Değerler + Men. Kıy./Yıllık Net Satışlar	0,2	4,4
K.V. Ticari Alacaklar/Yıllık Net Satışlar	18,3	4,1
Stoklar/Yıllık Net Satışlar	10	8,6
Diğer Dönen Varlıklar/Yıllık Net Satışlar	1,4	3,4
Dönen Varlıklar/Net Satışlar	30	20,5
Kısa Vadeli Borçlar/ Yıllık Net Satışlar	44,5	13,1
Finansal Borçlar/ Yıllık Net Satışlar	21,9	0,4
Ticari Borçlar/ Yıllık Net Satışlar	4,3	3,9
Borç ve Gider Karş./Net Satışlar	2	3,1
Diğer Kısa Vadeli Borçlar/ Yıllık Net Satışlar	16,3	5,7
Net İşletme Sermayesi/ Yıllık Net Satışlar	-14,6	7,4
Net Maddi Duran Varl./ Yıllık Net Satışlar	24,8	13,4
Brüt Maddi Duran Varl./ Yıllık Net Satışlar	28,6	16,2
Uzun Vadeli Fin. Borçlar/Yıllık Net Satışlar	0	0
Uzun Vadeli Borç.Gid.Karş./Yıllık Net Satışlar	0,6	1,3
K. V. Borç / Aktif Toplamı (%)	78,9	16,3
U. V. Borç / Aktif Toplamı (%)	11,8	2,2
Özkaynaklar / Aktif Toplamı (%)	9,3	81,5
Aktif Büyüme Hızı (%)	-	152,3

Tablo 8'de ise şirketin tahmini yapılacak kalemlerinin 2003 ve 2004 yıllarındaki görüntüsü verilmiştir. Dünya genelinde telekomünikasyon sektöründe % 8'lik bir büyüme olmasına karşın, şirketin yeni açılması ve alanında aktif şirketler ile stratejik

işbirlikleri yapması sonucu net satışlarda büyüme 2004 yılında yaklaşık % 77 oranında gerçekleşmiştir. Faaliyet giderlerinin artmasında Plastikart AŞ.'nin şirkete devredilmesinin etkisi vardır. Nakit ihtiyacı yeni yatırımlarla 2004 yılında biraz daha artmıştır. Ticari borçlanma oranı neredeyse aynı düzeyde kalmıştır. Kısa vadeli borçlar ve ticari alacaklar ise şirketin düzenli borçlanma politikasından dolayı azalmıştır. Şirketin maddi duran varlıklarının neredeyse hiç değişmemesine rağmen, net satışların çok hızlı artması brüt ve net maddi varlıkların, net satışlar üzerindeki ağırlığını azaltmıştır.

Tablo 8. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Geçmiş Yıllar Diğer Oranları

Geçmiş Yıllar Diğer Oranlar	2003	2004
Faaliyetler		
Net Satışlardaki Büyüme	-	76,86%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	75,58%	74,14%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	8,76%	13,63%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	15,66%	12,23%
Amortismanlar/Net Satışlar	2,43%	1,37%
Faaliyet Marjı	13,23%	10,85%
İşletme Sermayesi/Net Satışlar		
Nakit İhtiyacı	0,22%	4,12%
Ticari Alacaklar	18,32%	4,08%
Stoklar	10,03%	8,63%
Diğer Dönen Varlıklar	1,41%	3,41%
Ticari Borçlar	4,27%	3,95%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	16,31%	5,68%
Net İşletme Sermayesi Marjı	9,39%	10,62%
Maddi Duran Varlıklar		
Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	28,55%	16,15%
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	24,81%	13,37%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	-	8,51%

Anel Telekomünikasyon AŞ.'nin, şirket ve sektör beklentilerine göre tahmin edilen oranları Tablo 9'da verilmiştir. Net satışlardaki büyüme, Dünya genelinde

telekomünikasyon sektörünün % 8'lik bir büyümeye sahip olması bilgisi dahilinde ilk yıllarda yüksek verilmiştir. Bunda, Alcatel ile yapılan 5 yıllık sözleşmenin devam etmesi etken olmuştur. Türk Telekom'un özelleşmesi ile iletişim gibi dinamik olan bir pazara muhtemel rakiplerin de gireceği ve Telekom'un bunlarla da ortak iş yapacağı düşünüldükten sonra büyüme beklentisi daha azaltılmıştır. 2010 yılından itibaren ise güçsüz rakiplerin piyasadan çekilmesi ile daha istikrarlı bir ortam oluşacağı ve Anel'in kahverengi eşya sektörü, mobil telekomünikasyon alanı ve elektronik cihaz alanı ile büyümesini daha da artırması beklenmiştir. Devam eden değer için sonsuz büyüme oranı şirketin izahnamesinde belirlediği gibi, % 1 olarak alınmıştır. Satılan malın maliyetinde, şirketin büyük tedarikçilerle çalışması ve dengeli borçlanma politikası gütmesi sebepleriyle büyük bir değişim öngörülmemiştir. Faaliyet giderlerinin ilerde bakım ve servise ağırlık verilecek olmasından dolayı net satışlara oranının azalacağı tahmin edilmektedir. Nakit ihtiyacının yine servis, bakım ve onarım alanlarına ağırlık verilecek olmasından dolayı azalacağı öngörülmüştür. Şirketin dengeli borçlanma ve satışlardan elde ettiği kar üzerinden yatırım yapma politikasından dolayı, ticari borçların % 10'lardan, % 5'lere düşeceği, güçlü şirketlerle stratejik işbirliği yapılmasından dolayı da ticari alacakların % 11'lerden % 7'lere düşeceği düşünülmektedir. Şirket, tedarikçilerine her zaman hazır ürün bulundurmayı tercih ettiğinden dolayı, stoklarda ciddi bir değişim beklenmemektedir.

Tablo 9. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Şirket ve Sektör Beklentilerine Göre Tahmin Edilen Oranları

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Net Satışlardaki Büyüme	14,0%	9,5%	11,5%	5,5%	3,0%	7,5%	8,5%	7,5%	9,0%	10,5%	1,0%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	10,0%	10,0%	10,0%	11,0%	12,0%	12,0%	13,0%	13,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Nakit İhtiyacı	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Alacaklar	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Stoklar	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Diğer Dönen Varlıklar	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Borçlar	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	6,0%	6,0%	5,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Şirketin, indirgenmiş nakit akımları için iskonto oranını belirleyecek olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin nasıl hesaplandığı Tablo 11’de verilmiştir. YSG, değerlendirme sürecinde AOSM değeri ile aynı kabul edilmiştir (Önal vd., 2005: 384).

Tablo 10. Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti’nin Hesaplanması

<i>AOSM’nin Hesaplanması</i>	
Ortalama Risksiz Getiri Oranı*	4,50%
Risk Primi	3,45%
Düzeltilmiş Risksiz Getiri Oranı**	7,95%
Beta***	1,01
Sermaye Piyasaları Risk Primi	4%
AOSM Oranı	11,99%

*ABD Devlet Tahvilleri \$ 30 Yıl Ortalama Getirisi

**Türk Eurobond Devlet Tahvilleri \$ 30 Yıl Ortalama Getirisi

***BIST-100 Endeks Şirketleri Ortalama Betası

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, dolar üzerinden hesaplandığı için projeksiyonlar dolar üzerinden yapılmıştır. Bu tabloların oluşturulmasında 31.12.2004 tarihindeki dolar alış kuru olan 1,3334 temel olarak kabul edilmiştir.

Şirketin, 10 yıllık projeksiyonu yapılmış bilançoları Tablo 11’de gösterilmektedir. Şirketin sermaye piyasalarına girmesi ile birlikte, çok dinamik olan telekomünikasyon pazarında, deneyimli yöneticilerinin atacağı adımlarla menkul kıymetlerini zenginleştireceği sonucuna ulaşılmıştır. Bilanço kalemlerinden en çok değişeni bu sebeple menkul kıymetler olmuştur.

Bilançonun kaynaklar kısmında ise Türk Telekom’un özelleşmesi sonrası sektördeki muadil şirketlerin artması ile beraber rekabet kızılaşacağından dolayı kısa vadeli borçların artacağı öngörülmüştür. Net satışların artması ile beraber bu pozitif yükselişin yedeklere ve öz kaynaklara yansımaları beklenmektedir.

Tablo 11. Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin Tahmini Bilançoları

<i>Varlıklar (Milyon \$)</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Hazır Değerler	1,11	1,21	1,35	1,07	1,1	1,19	1,29	0,92	1,01	1,11	1,12

Menkul Kıymetler	6,13	0,42	3,18	9,93	15,69	22,78	30,78	42,92	54,19	66,92	80,6
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	3,05	3,34	3,72	3,21	3,31	3,56	3,86	3,23	3,52	3,89	3,93
Stoklar	3,05	3,34	3,72	3,57	3,68	3,95	4,29	4,15	4,52	5	5,05
Diğer Dönen Varlıklar	0,83	0,91	1,02	0,89	0,92	0,99	1,07	0,92	1,01	1,11	1,12
Toplam Dönen Varlıklar	14,17	9,22	13	18,68	24,7	32,47	41,29	52,14	64,24	78,03	91,82
Brüt Maddi Duran Varlıklar	7,96	9,26	10,87	10,31	11,25	12,47	13,9	13,07	14,47	16,13	17,18
Birikmiş Amortismanlar	-1,03	-1,67	-2,41	-3,17	-3,9	-4,57	-5,32	-6,15	-6,93	-7,8	-8,77
Net Maddi Duran Varlıklar	6,93	7,59	8,46	7,14	7,36	7,91	8,58	6,92	7,54	8,33	8,42
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Duran Varlıklar	18,27	18,93	19,8	18,48	18,69	19,25	19,92	18,26	18,88	19,67	19,75
Toplam Varlıklar (Aktifler)	32,44	28,15	32,8	37,16	43,4	51,72	61,21	70,39	83,12	97,7	111,6

Kaynaklar (Milyon \$)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	8,71	2,17	3,72	7,31	10,27	14,53	19,08	24,71	30,88	37,95	44,92
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2,77	3,04	3,38	2,50	2,57	2,77	3,00	2,31	2,51	2,78	2,81
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	3,6	3,95	4,4	3,93	4,05	4,35	4,72	4,15	4,52	5	5,05
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	15,08	9,15	11,50	13,74	16,89	21,65	26,80	31,16	37,92	45,73	52,78
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
Ödenmiş Sermaye	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yedekler	11,81	13,45	15,41	17,87	20,96	24,52	28,86	33,68	39,65	46,42	53,25
Toplam Özkaynaklar	17,05	18,69	20,65	23,11	26,19	29,76	34,10	38,92	44,89	51,66	58,49
Toplam Borçlar ve Özkaynaklar	32,44	28,15	32,8	37,16	43,39	51,72	61,21	70,39	83,12	97,7	111,6

Anel Telekomünikasyon AŞ.'nin sektör ve şirket beklentilerine göre simüle edilmiş 10 yıllık gelir tabloları Tablo 12'de verilmiştir. Net satışlar bileşik olarak bakıldığında, şirketin beklentileri ölçüsünde ortalama % 8 civarındadır. Sonsuz büyüme oranı ise yine şirketin belirlediği % 1 olarak uygulamaya koyulmuştur. Satışların maliyetinin, net satışlara oranı neredeyse değişmezken, faaliyet giderleri şirketin daha çok bakım ve onarıma yönelmesi sebebiyle göreceli olarak azalmıştır. Net karın

büyümesinde mobile telefon sektörünün Türkiye’de çok hızlı gelişmesinin büyük etkisi olduğu düşünülmektedir.

Tablo 12. Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin Tahmini Gelir Tablosu

<i>Tahmini Gelir T. (Milyon \$)</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Net Satışlar	27,7	30,4	33,9	35,8	36,8	39,5	42,9	46,1	50,3	55,5	56,1
Satışların Maliyeti (Amort..Hariç)	-21,1	-23,1	-25,7	-27,1	-27,6	-29,7	-32,2	-34,6	-37,7	-41,7	-42,1
Faaliyet Giderleri	-3,9	-4,3	-4,7	-4,6	-4,8	-5,1	-5,1	-5,5	-5,5	-6,1	-6,2
Amortisman Giderleri	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1
Esas Faaliyet Karı/Zararı	2,4	2,4	2,6	3,2	3,7	4,1	4,8	5,2	6,3	6,9	6,9
Diğer Flyt. Olağan Gelirler	0	0,6	0	0,3	0,9	1,4	2	2,8	3,4	4,3	4,7
Kısa Vad. Borç. Giderleri	0	-0,9	-0,2	-0,3	-0,7	-1,0	-1,5	-1,9	-2,2	-2,8	-3,0
Faaliyet Karı (Zararı)	2,4	2,1	2,5	3,1	3,9	4,5	5,5	6,0	7,5	8,5	8,5
Olağandışı Gelir ve Karlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dönem Karı (Zararı)	2,4	2,1	2,5	3,1	3,9	4,5	5,5	6,0	7,5	8,5	8,5
Kurumlar Vergisi	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,5	-1,7	-1,7
Net Kar	1,9	1,6	2,0	2,5	3,1	3,6	4,3	4,8	6,0	6,8	6,8

Tablo 13’de Anel Şirketi’nin halka açılma sonrası 10 yıllık tahmini net faaliyet karı gösterilmektedir. Mobil telefonlarının kullanımının büyüme oranı 1995 ile 1999 yılları arasında Dünya’da % 53 iken, bu oran Türkiye’de % 107’dir. Mobil telefon sektörüne bakım, onarım ve servis desteği sağlayan ve bu sektörün en köklü şirketleri ile stratejik işbirliği yapan şirketin mobil sektör alanındaki hizmetlerinin genişlemesi ve bunun da faaliyet karı ve net faaliyet karına pozitif yansımaları beklenmektedir.

Tablo 13. Anel Telekomünikasyon Şirketi’nin Tahmini Net Faaliyet Karı

<i>Net Faaliyet Kârı (Milyon \$)</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Net Satışlar	27,7	30,4	33,9	35,8	36,8	39,5	42,9	46,1	50,3	55,5	56,1
Satışların Maliyeti (Amrts. Hariç)	-21,1	-23,1	-25,7	-27,1	-27,6	-29,7	-32,2	-34,6	-37,7	-41,7	-42,1
Faaliyet Giderleri	-3,9	-4,3	-4,7	-4,6	-4,8	-5,1	-5,1	-5,5	-5,5	-6,1	-6,2
Amortisman Giderleri	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1
Faaliyet Kârı	2,4	2,4	2,6	3,2	3,7	4,1	4,8	5,2	6,3	6,9	6,9
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-1,3	-1,4	-1,4
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	1,9	1,9	2,1	2,5	3,0	3,3	3,9	4,1	5,0	5,5	5,5

Anel Şirketi'nin 10 senelik tahmini yatırılan sermaye tablosu, Tablo 14'de verilmiştir. Şirketin sermaye piyasalarına girmesi sonrası en çok değişimin en çok menkul kıymetlerde yaşanması beklenmektedir. Menkul kıymetlerin artması ile beraber, toplam yatırılan sermayenin de yükseleceği düşünülmektedir. Net satışların mobil sektörün çok hızlı gelişmesinden dolayı artmasından dolayı, satışlardan elde edilen karlarla beraber öz kaynakların da artması ve bu durumun da toplam yatırılan sermayeye pozitif etki oluşturması beklenmektedir.

Tablo 14. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Tahmini Yatırılan Sermayesi*

<i>Tahmini Yatırılan Sermaye, (Milyon \$)</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Dönen Var. (Menkul Kıymetler Hariç)	8,04	8,8	9,48	8,75	9,01	9,69	10,51	9,22	10,05	11,11	11,22
Kısa Vadeli B. (Finansal Borç Hariç)	6,38	6,98	7,79	6,43	6,62	7,12	7,72	6,46	7,04	7,78	7,85
Net İşletme Sermayesi	1,66	1,82	1,69	2,32	2,39	2,57	2,79	2,77	3,02	3,33	3,37
Net Maddi Duran Varlıklar	6,93	7,59	8,46	7,14	7,36	7,91	8,58	6,92	7,54	8,33	8,42
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	8,28	9,10	9,84	9,15	9,44	10,17	11,06	9,37	10,25	11,35	11,47
Menkul Kıymetler	6,13	0,42	3,18	9,93	15,69	22,78	30,78	42,92	54,19	66,92	80,6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Finansal Duran Varlıklar	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18
Toplam Yatırılan Sermaye	25,75	20,85	24,36	30,42	36,46	44,29	53,18	63,63	75,77	89,61	103,4
Ödenmiş Sermaye	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24	5,24
Diğer Özkaynaklar	11,81	13,45	15,41	17,87	20,96	24,52	28,86	33,68	39,65	46,42	53,25
Toplam Özkaynaklar	17,04	18,69	20,65	23,11	26,20	29,76	34,10	38,92	44,89	51,66	58,49
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	8,71	2,17	3,72	7,31	10,27	14,53	19,07	24,71	30,88	37,95	44,92
Toplam Yatırılan Sermaye	25,75	20,85	24,36	30,42	36,46	44,29	53,17	63,63	75,77	89,61	103,4

* Tahmini finansal tablolar, her şirket için hesaplanmış olup istenildiği takdirde yazardan temin edilebilir.

Tablo 15'de Anel Şirketi'nin hisse senedi fiyatının, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile Tablo 9'da verilen şirket ve sektör beklentilerine göre yapılan projeksiyonla, firma değeri üzerinden nasıl hesaplandığı gösterilmektedir.

Halka arz sonrası 10 sene için net bugünkü değerler % 12 oranında AOSM ve YSG'ye göre hesaplanmış ve şirket ömrü sonsuz kabul edildiği için % 1 sonsuz büyüme oranına göre devam eden değer hesaplanmıştır. Faaliyetlerin değeri Plastikkart AŞ. gibi iştiraklerle birleştirildiğinde firma değeri yaklaşık 39 milyon dolar olarak tespit edilmiştir. Şirket izahnamesinde fiyat tespiti yapılırken dolar kuru 1,37 üzerinden değerlendirildiği için çalışmanın bu aşamasında bu kur baz alınmıştır. Böylelikle firma değeri 53,5 milyon lira seviyesinde gözükmektedir. Halka açılma öncesi pay senedi sayısı 13 milyon'dur. TL cinsinden firma değeri, halka açılma öncesi pay senedi

sayısına bölünerek bir pay senedinin olması gereken fiyatı tespit edilmiştir. Çalışmada, Anel Telekomünikasyon AŞ.'nin sektör ve şirket beklentilerine göre projeksiyonu yapılan finansalları değerlendirildiğinde, 1 pay senedinin 4,113 TL olması gerektiği tespit edilmiştir.

Tablo 15. Anel Telekomünikasyon Şirketi'nin Hisse Senedi Fiyatı

ANEL TELEKOMÜNİKASYON (2005)					(ANELT)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2005	-1.687.569	1,12000	0,8929	-1.506.758	NET FAALİYET KARI	5.509.095
2006	1.102.533	1,25440	0,7972	878.932	AOSM	0,120
2007	1.371.618	1,40493	0,7118	976.290	YSG	0,120
2008	3.225.047	1,57352	0,6355	2.049.576	BÜYÜME (g)	0,010
2009	2.669.635	1,76234	0,5674	1.514.823		45.909.127
2010	2.524.890	1,97382	0,5066	1.279.188		
2011	2.972.256	2,21068	0,4523	1.344.498		
2012	5.813.182	2,47596	0,4039	2.347.847		
2013	4.131.286	2,77308	0,3606	1.489.783		
2014	4.418.138	3,10585	0,3220	1.422.522		
DED	45.909.127	3,10585	0,3220	14.781.510		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				26.578.211		
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0583		
Faaliyetlerin Değeri				28.127.735		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)						
Faaliyetlerin Değeri				28.127.735		
Menkul Kıymetler				67.369		
Firmanın Değeri				28.195.103		
Finansal Borçlar				-99.948		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-248.205		
Özkaynakların Değeri				27.846.950	1,37	USD/TL
Hisse Senedi Sayısı				13.000.000	Adet	27.846.949,702
Hisse Senedinin Fiyatı				2,935	TL/Adet	38.150.321,091
İştirakler (Defter Değeri)				11.181.078		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				39.028.028		
Hisse Senedi Sayısı				13.000.000	Adet	39.028.028,052
Hisse Senedinin Fiyatı				4,113	TL/Adet	53.468.398,432

İndirgenmiş nakit akımlarını temel alıp, şirket ve sektör beklentilerine göre 10 senelik simülasyon ve sonsuz değeri içeren değerlendirme çalışmasının adımları Anel Telekomünikasyon AŞ. ile beraber diğer 75 şirket için de yapılmıştır. Diğer şirketlerin hisse senedi değerlendirme tabloları, sektör ve şirket beklentilerine göre oluşturulan tahminlerle beraber özet şeklinde Ekler kısmında verilmiştir.

3.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

2005-2015 döneminde gerçekleşen 76 ilk halka arz için öncelikle Tarihsel İNA yöntemi ile hisse değerleri tespit edilmiş, sonrasında aracı kurumların en sık kullandığı değerlendirme yaklaşımları ile karşılaştırılmış ve son olarak ise farklı değerlendirme yaklaşımlarının değerlendirme sapmaları bulunmuştur.

3.4.1. Tarihsel İNA ile Diğer Değerleme Yaklaşımlarının Karşılaştırılması

Tarihsel İNA ile hisse değerlerini tespit etmeden önce 76 şirketin iskontosuz değer, ilk gün kapanış, düşük fiyatlama, iskonto oranı ve şirket yaşı değerleri tespit edilmiştir. Türkiye’deki şirketlerin ortalama halka açılma yaşı örneklem için, Tablo 16’da görülebileceği gibi, 17,46 olarak bulunmuştur. Örneklemdeki şirketlerin 58’i fiyat istikrarı sağlamak adına 6 ay ile 2 sene arasında değişen zorunlu elde tutma taahhütnameleri yaparken, 18 şirket bu taahhütnameleri yapmadan ilk halka arz gerçekleştirmiştir. Halka arz fiyatları ile halka arz sonrası ilk gün kapanış verileri karşılaştırılmış ve %4,33 düzeyinde düşük fiyatlama tespit edilmiştir. Diğer taraftan, şirketlerin izahnamelerinde belirttikleri ortalama iskonto oranı ise %22,86’dır.

Tablo 16. Örneklemdeki Şirketlerin İlk Gün Kapanış, Düşük Fiyatlama, İskonto Oranı ve Şirket Yaşı İstatistikleri

<i>Şirket</i>	<i>İskontosuz Değer</i>	<i>İlk Gün</i>	<i>Düşük Fiyatlama</i>	<i>İskonto Oranı</i>	<i>Şirket Yaşı</i>
Anel Telekomünikasyon AŞ	4,39	3,80	%1,60	0,148	2
BİM AŞ	33	28,25	%6,20	0,194	10
Trabzonspor Sportif AŞ	8,44	5,15	%-1,90	0,38	11
Armada Bilgisayar	4,3	2,80	%-6,67	0,31	13
Coca Cola	9,132	8,05	%11,03	0,206	18
Datagate Bilgisayar	4,6	4,26	%21,71	0,24	14
Karel Elektronik	8,07	4,28	%-1,83	0,46	20
Reysaş Lojistik	6,66	4,84	%21,00	0,4	17
Selçuk Eczacı Holding	7,68	6,50	%21,50	0,3	28
Vestel Beyaz Eşya	4,82	3,20	%0,00	0,336	9
TAV Havalimanları	13,72	11,00	%10,00	0,27	10
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	46,58	34,75	%-5,57	0,21	21
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	4,26	4,14	%4,55	0,07	11
Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,2	3,92	%8,89	0,5	10
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5,44	4,76	%-2,86	0,1	13
İhlas Gazetecilik A.Ş.	1,8	1,90	%15,15	0,08	10
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	8,66	5,30	%0,00	0,39	24
Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	3,06	2,33	%8,88	0,3	34
Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	8,31	5,50	%-17,29	0,2	31

Uyum Gıda İhtiyaç Maddeleri Sanayi	11,7	8,32	%-4,91	0,25	12
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi	9,3	5,88	%-2,00	0,355	25
Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	9	7,26	%1,54	0,2048	15
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	5,36	5,15	%21,18	0,21	37
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz.	5	4,71	%14,04	0,174	15
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri.	2,29	1,95	%-4,41	0,11	11
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	4,49	3,36	%-12,95	0,14	21
Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	5,85	4,53	%0,67	0,2306	21
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,5	2,66	%-1,48	0,4	11
Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,57	2,90	%19,83	0,32	27
Ericom Telekomünikasyon	4,27	4,15	%16,90	0,17	10
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi	6,48	5,70	%3,64	0,15	12
Saray Matbaacılık Kağıtçılık	3,41	3,87	%20,94	0,13	23
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	2,52	2,02	%0,00	0,2	1
Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret	5,83	3,92	%-4,39	0,297	16
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	11,92	7,42	%-4,26	0,35	20
Niğbaşı Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,55	2,46	%20,59	0,2	43
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,125	2,41	%-3,60	0,2	22
Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	7,28	4,47	%-0,67	0,38	19
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2,87	2,79	%21,30	0,2	2
Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi	5	3,97	%-0,75	0,2	14
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	4,45	3,27	%-8,15	0,2	14
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,5	2,08	%4,00	0,2	7
MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret	4,52	4,02	%11,05	0,2	14
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	10,31	7,58	%-2,19	0,25	12
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	1,99	2,29	%21,16	0,05	4
TGS Dış Ticaret A.Ş.	8,02	5,50	%-1,79	0,3	13
Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	5,96	5,70	%16,33	0,178	6
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	15,71	12,35	%13,30	0,306	11
Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.	3,51	2,66	%-5,34	0,2	2
Ulaşlar Turizm	2,29	2,22	%16,84	0,17	27
Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler	3,55	2,50	%0,00	0,3	7
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	5,29	4,44	%-1,33	0,15	34
Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,00	8,28	%-7,59	0,25	3
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	6,05	4,02	%0,50	0,339	37
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi	6,23	4,45	%0,00	0,286	13
Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi	3,80	3,67	%7,94	0,105	16
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	6,87	5,04	%0,80	0,272	3
Bakanlar Medya A.Ş.	5,34	5,86	%21,07	0,1	10
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım	3,42	2,55	%-1,92	0,24	17
Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon	2,93	2,28	%3,64	0,25	24
Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret	2,69	2,61	%11,06	0,128	16
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	3,36	2,71	%0,74	0,2	16
Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	5,54	5,82	%21,25	0,133	63

İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi	3,55	2,74	%0,37	0,23	3
Sanel Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi	6,13	3,86	%-3,02	0,35	8
Te-Mapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi	8,27	6,70	%1,21	0,2	6
Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,37	8,50	%1,67	0,108	29
RTA Laboratuvarları	17,00	12,55	%-3,46	0,235	18
Bomonti Elektrik Mühendislik	2,25	2,14	%4,39	0,088	7
Tuççelik Alüminyum	5,14	4,13	%3,25	0,22	26
İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2,34	1,92	%3,78	0,21	21
Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	9,54	7,20	%-4,00	0,213	13
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,95	3,04	%-3,49	0,2	45
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,43	2,84	%4,80	0,21	57
Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	6,14	5,25	%0,00	0,145	18
Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	3,86	3,00	%7,14	0,197	24
<i>Ortalamalar</i>			4,33%	%22,86	17,46

Şirketler, halka açılma fiyatlarına ulaşırken sadece indirgenmiş nakit akımlarından yararlanmamış, göreceli değerlendirme yöntemini de kullanmışlardır. Bazı şirketler, bu iki farklı metodolojiden elde ettikleri sonuçların ortalamasını alarak nihai halka arz fiyatını tespit ederken, bazıları da iki hesaplamayı da yapmış olmasına rağmen, sektörel ve şirkete özgü sebeplerden dolayı sadece bir yöntem sonucunda elde edilen fiyatı baz almışlardır. Tablo 17’de şirketlerin, hangi metodolojiyi ne oranda kullandığı gösterilmiştir.

Tablo 17. Şirketlerin Gerçeğe Uygun Değere Ulaşırken Tercih Ettikleri Yöntemler ve Oranları

<i>Şirket</i>	<i>Değer</i>	<i>Şirketlerin Tercih Ettiği Değerleme Yöntemleri</i>	<i>Ş. İna Değeri</i>	<i>Ş. Göreceli D</i>
Anel Telekomünikasyon AŞ	4,39	G.D. %50, İNA %50	4,33	4,45
BİM AŞ	33	G.D. %50, İNA %50	32,84	33
Trabzonspor Sportif AŞ	8,44	G.D. %67, İNA %33	9,54	7,89
Armada Bilgisayar	4,3	G.D. %50, İNA %50	4,35	4,25
Coca Cola	9,132	G.D. %0, İNA %100	9,45	8,22
Datagate Bilgisayar	4,6	G.D. %0, İNA %100	4,6	4,86
Karel Elektronik	8,07	G.D. %0, İNA %100	8,07	6,23
Reysaş Lojistik	6,66	G.D. %0, İNA %100	6,66	5,73
Selçuk Ecza Holding	7,68	G.D. %60, İNA %40	6,61	8,37
Vestel Beyaz Eşya	4,82	G.D. %67, İNA %33	4,97	4,75
TAV Havalimanları	13,72	G.D. %0, İNA %100	13,72	11,09
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	46	G.D. %0, İNA %100	46	34,81
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	4,26	G.D. %50, İNA %50	3,95	4,57
Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,2	G.D. %50, İNA %50	-	-
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5,44	G.D. %100, İNA %0	8	5,44
İhlas Gazetecilik A.Ş.	1,8	G.D. %0, İNA %100	1,8	1,575

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	8,66	G.D. %40, İNA %60	9,32	7,69
Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	3,06	G.D. %70, İNA %30	4,28	2,54
Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	8,31	G.D. %40, İNA %60	8,58	7,9
Uyum Gıda İhtiyaç Maddeleri Sanayi	11,7	G.D. %40, İNA %60	11,85	11,5
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi	9,3	G.D. %50, İNA %50	9,39	9,21
Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	9	G.D. %0, İNA %100	9	
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	5,36	G.D. %50, İNA %50	-	-
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz.	5	G.D. %40, İNA %60	4,88	5,17
Berkosan Yahtım ve Tecrit Maddeleri	2,29	G.D. %50, İNA %50	2,31	2,27
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	4,49	G.D. %50, İNA %50	4,95	4,03
Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	5,85	G.D. %50, İNA %50	6,79	4,91
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,5	G.D. %50, İNA %50	4,24	4,76
Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,57	G.D. %50, İNA %50	3,6	3,54
Ericom Telekomünikasyon	4,27	G.D. %75, İNA %25	4,78	4,1
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi	6,48	G.D. %50, İNA %50	6,99	5,97
Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic.	3,41	G.D. %50, İNA %50	3,68	3,13
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	2,52	G.D. %40, İNA %60	2,67	2,3
Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret	5,83	G.D. %50, İNA %50	5,76	5,9
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	13,79	G.D. %55, İNA %45	12,91	14,51
Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,55	G.D. %50, İNA %50	3,41	1,69
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,125	G.D. %50, İNA %50	3,1	3,15
Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	7,28	G.D. %50, İNA %50	7,26	7,3
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2,87	G.D. %50, İNA %50	3,79	1,95
Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi	5	G.D. %50, İNA %50	6,96	3,03
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	4,45	G.D. %65, İNA %35	5,89	3,67
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,5	G.D. %40, İNA %60	2,08	3,13
MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret	4,52	G.D. %30, İNA %70	4,96	3,5
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	10,31	G.D. %50, İNA %50	10,64	9,98
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	1,99	G.D. %65, İNA %35	1,27	2,38
TGS Dış Ticaret A.Ş.	8,02	G.D. %50, İNA %50	12,09	3,91
Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	5,96	G.D. %50, İNA %50	7,18	4,74
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	15,71	G.D. %50, İNA %50	18,47	12,95
Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.	3,51	G.D. %50, İNA %50	4,06	2,97
Ulaşlar Turizm Yatırımları	2,29	G.D. %50, İNA %50	2,76	1,83
Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler	3,55	G.D. %50, İNA %50	5,09	2,01
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	5,29	G.D. %50, İNA %50	7,38	3,20
Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,00	G.D. %30, İNA %70	15,74	3,28
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	6,05	G.D. %0, İNA %100	6,05	4,37
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi	6,23	G.D. %50, İNA %50	6,45	6,01
Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi	3,80	G.D. %50, İNA %50	5,68	1,92
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	6,87	G.D. %50, İNA %50	6,83	6,91
Bakanlar Medya A.Ş.	5,34	G.D. %50, İNA %50	9,03	1,65
Akyürek Tüketim Ürünleri	3,42	G.D. %50, İNA %50	3,70	3,14
Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon	2,93	G.D. %50, İNA %50	3,22	2,64

Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret	2,69	G.D. %50, İNA %50	2,64	2,75
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	3,36	G.D. %50, İNA %50	3,70	3,02
Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	5,54	G.D. %33, İNA %33	6,97	6,16
İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi	3,55	G.D. %70, İNA %30	4,50	3,14
Sanel Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi	6,13	G.D. %50, İNA %50	6,41	5,85
Te-Mapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi	8,27	G.D. %50, İNA %50	9,74	6,81
Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,37	G.D. %50, İNA %50	10,75	8,00
RTA Laboratuvarları	17,00	G.D. %50, İNA %50	17,02	16,98
Bomonti Elektrik Mühendislik	2,25	G.D. %50, İNA %50	2,26	2,24
Tuğçelik Alüminyum	5,14	G.D. %50, İNA %50	9,11	1,17
İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2,34	G.D. %50, İNA %50	2,55	2,13
Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	9,54	G.D. %50, İNA %50	12,23	6,85
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,95	G.D. %50, İNA %50	3,88	4,02
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,43	G.D. %50, İNA %50	3,55	3,31
Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	6,14	G.D. %50, İNA %50	6,01	6,27
Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	3,86	G.D. %50, İNA %50	3,97	3,75

Tablo 18’de ise tüm şirketlerin ilk halka arz fiyatları, fiyat tespit raporlarında bulunan değerler ile karşılaştırılarak verilmiş, ayrıca bu araştırmada uygulanan metodoloji ile Anel Telekomünikasyon örneğindeki gibi her şirket için ayrı ayrı bulunan “Tarihsel İNA” değerleri eklenmiştir. Daha net bir çerçeveye çizebilmek ve fiyat seyrini görebilmek adına ilk 5 gün en düşük ve en yüksek fiyatlar da tabloya dahil edilmiştir.

Tablo 18. Halka Açılan Şirketlerin Gerçeğe Uygun Değer, Tarihsel İNA ve Arz Fiyatı İstatistikleri

<i>Şirket</i>	<i>Değer</i>	<i>Halka Arz Fiyatı</i>	<i>İlk 5 Gün En Düş. Fiyat</i>	<i>İlk 5 Gün En Yük. Fiyat</i>	<i>Tarihsel İNA</i>
Anel Telekomünikasyon AŞ	4,39	3,74	3,80	4,22	4,113
BİM AŞ	33	26,60	28,00	29,00	29,613
Trabzonspor Sportif AŞ	8,44	5,25	5,00	5,15	5,371
Armada Bilgisayar	4,3	3,00	2,31	2,80	3,507
Coca Cola	9,132	7,25	7,70	8,05	7,464
Datagate Bilgisayar	4,6	3,50	4,26	5,35	3,981
Karel Elektronik	8,07	4,36	4,02	4,18	5,076
Reysaş Lojistik	6,66	4,00	4,80	5,00	4,679
Selçuk Ecza Holding	7,68	5,35	6,50	6,85	6,900
Vestel Beyaz Eşya	4,82	3,20	2,96	3,20	4,037
TAV Havalimanları	13,72	10,00	9,90	11,00	10,110
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	46,58	36,80	34,00	36,25	38,782
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	4,26	3,96	4,10	4,38	4,208
Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,2	3,60	3,76	4,02	3,645
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5,44	4,90	4,56	4,76	5,015
İhlas Gazetecilik A.Ş.	1,8	1,65	1,90	3,32	1,762

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	8,66	5,30	5,05	5,35	6,187
Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	3,06	2,14	2,15	2,33	2,751
Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	8,31	6,65	5,40	5,90	6,901
Uyum Gıda İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11,7	8,75	7,20	8,32	9,138
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,3	6,00	5,28	5,76	6,821
Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	9	7,15	7,16	7,26	7,580
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	5,36	4,25	6,26	9,68	4,421
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz. Eğt.Hiz	5	4,13	4,04	4,71	4,900
Berkosan Yahtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Tic. A.Ş.	2,29	2,04	1,95	2,03	2,158
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	4,49	3,86	3,01	3,36	4,092
Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	5,85	4,50	4,43	4,64	4,511
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,5	2,70	2,44	2,60	2,809
Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,57	2,42	2,82	3,40	2,544
Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	4,27	3,55	4,15	5,08	3,600
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	6,48	5,50	5,70	6,50	5,678
Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	3,41	3,20	3,87	4,30	3,262
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	2,52	2,02	2,02	2,10	2,438
Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.	5,83	4,10	3,55	3,92	4,438
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	11,92	7,75	7,42	7,58	8,297
Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,55	2,04	2,18	2,46	2,159
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,125	2,50	2,19	2,41	2,718
Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	7,28	4,50	4,45	4,52	4,604
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2,87	2,30	2,52	2,79	2,535
Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5	4,00	3,66	4,00	4,254
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	4,45	3,56	3,18	3,56	3,649
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2,5	2,00	2,08	2,15	2,093
MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret A.Ş.	4,52	3,62	4,02	4,13	3,746
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	10,31	7,75	7,30	7,58	8,249
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	1,99	1,89	2,29	4,03	1,891
TGS Dış Ticaret A.Ş.	8,02	5,60	5,50	6,16	6,031
Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	5,96	4,90	5,70	6,40	5,059
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	15,71	10,90	11,80	12,40	11,409
Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.	3,51	2,81	2,37	2,66	2,912
Ulaşlar Turizm Ticaret Pazarlama A.Ş.	2,29	1,90	2,22	3,45	2,000
Karakaş Atlantis Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,55	2,50	2,50	2,58	2,650
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	5,29	4,50	4,44	4,44	4,802
Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,00	8,96	8,28	8,68	9,371
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	6,05	4,00	3,99	4,02	4,833
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,23	4,45	4,38	4,45	4,938
Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	3,80	3,40	3,67	3,72	3,549
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	6,87	5,00	4,98	5,60	5,710
Bakanlar Medya A.Ş.	5,34	4,84	5,86	8,68	4,956
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım Ve Ticaret A.Ş.	3,42	2,60	2,46	2,55	2,931
Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi	2,93	2,20	2,26	2,29	2,363

Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	2,69	2,35	2,32	2,61	2,466
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	3,36	2,69	2,71	2,79	2,760
Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	5,54	4,80	5,82	7,24	4,848
İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	3,55	2,73	2,73	2,81	2,876
Sanel Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,13	3,98	3,68	3,86	4,032
Te-Mapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	8,27	6,62	6,60	6,76	6,783
Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,37	8,36	8,50	11,05	9,086
RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine	17,00	13,00	12,10	12,55	13,801
Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm.	2,25	2,05	2,00	2,14	2,202
Tuççelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi	5,14	4,00	4,13	4,59	4,451
İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2,34	1,85	1,91	2,01	1,990
Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	9,54	7,50	7,20	7,60	7,530
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,95	3,15	2,73	3,04	3,314
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,43	2,71	2,73	3,07	2,797
Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	6,14	5,25	5,18	5,43	5,273
Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	3,86	2,80	2,98	3,17	3,126

Yapılan korelasyon analizi sonuçları Tablo 19'da gösterilmiştir. Şirketlerin KAP'ta yayınlanan izahnamelerinde yayınlanan, iskonto öncesi hisse senedi fiyatlarının doğal logaritmaları ile denge piyasa değerinin (ilk gün kapanış fiyatı) doğal logaritması arasında %96 düzeyinde korelasyon gözükmektedir.

Tablo 19. Değerleme Yaklaşımları ile Denge Piyasa Değeri Arasındaki Korelasyonlar

		Denge Piyasa Değeri	Göreceli Değerleme	İNA Değerlemesi	Gerçeğe Uygun Değerler	Tarihsel İNA Değerlemesi
Denge Piyasa Değeri	Pearson Korelasyonu	1	,849	,937	,960	,983
	Anlamlılık Değ.		,000	,000	,000	,000
	N	76	73	74	76	76
Göreceli Değerleme	Pearson Korelasyonu	,849	1	,772	,891	,871
	Anlamlılık Değ.	,000		,000	,000	,000
	N	73	73	73	73	73
İNA Değerlemesi	Pearson Korelasyonu	,937	,772	1	,966	,954
	Anlamlılık Değ.	,000	,000		,000	,000
	N	74	73	74	74	74
Gerçeğe Uygun Değerler	Pearson Korelasyonu	,960	,891	,966	1	,979
	Anlamlılık Değ.	,000	,000	,000		,000
	N	76	73	74	76	76
Tarihsel İNA Değerlemesi	Pearson Korelasyonu	,983	,871	,954	,979	1
	Anlamlılık Değ.	,000	,000	,000	,000	
	N	76	73	74	76	76

Şirketlerin hesaplamış olduğu indirgenmiş nakit akımlarına göre belirlenen hisse senedi fiyatlarının, denge piyasa değerleri ile korelasyonu ise %93,7'dir. Firmaların

göreceli değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanmış olduğu hisse senedi fiyatlarının, denge piyasa değerleri ile korelasyonu ise %84,9'dur. Diğer taraftan bu çalışmada uygulanan metodoloji ile elde edilen hisse senedi fiyatlarının, denge piyasa değerleri ile korelasyonu ise %98,3 seviyesinde tespit edilmiştir.

3.4.2 Değerlemede Sapma Analizi

Gerçeğe uygun değer, şirketlerin Tablo 17'de verildiği şekilde göreceli değerlendirme ve indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini farklı oranlarda kullanarak ulaşılmış oldukları iskontosuz hisse değeridir. Tablo 20'de farklı değerlendirme yaklaşımları kullanılarak halka arz öncesi şirket değerlerinin ortalamaları, % 25'lik kartillere göre ayrıntılı olarak verilmiştir. 73 şirket göreceli değer yaklaşımını, 74 şirket ise indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullandığı için hesaplamalar bu durum göze alınarak yapılmıştır. Gerçeğe uygun değer ve Tarihsel İNA hesaplamaları ise tüm örnekleme kapsayacak şekilde yapılmıştır.

Tablo 20. Halka Arzlarda Değerleme Yaklaşımları ile İskonto ve Düşük Fiyatlama Oranları

		Gerçeğe Uygun Değer (TL)	Göreceli Değerler (TL)	İndirgenmiş Nakit Akımı Değerleri (TL)	Tarihsel İNA Değerleri (TL)	İskonto Oranı	Düşük Fiyatlama
N	Geçerli	76	73	74	76	76	76
	Eksik	0	3	2	0	0	0
Ortalama		319.663.532	299.864.750	351.505.750	263.122.802	0,2286	0,0433
Standart Sapma		716.095.069	663.770.220	808.209.057	595.688.461	0,09299	0,09437
Minimum		7.130.000	1.957.110	7.130.000	5.591.488	0,05	-0,17
Maksimum		3.189.900.000	2.992.000.000	4.400.000.000	2.758.250.000	0,5	0,217
Kartiller	25	26.068.500	21.945.050	26.165.563	21.158.850	0,17	-0,0197
	50	55.875.000	43.450.000	66.056.010	47.744.581	0,208	0,01
	75	198.950.000	202.275.000	237.796.290	139.288.750	0,2992	0,11

Gerçeğe uygun değer ve bu çalışmada uygulanan metodolojiye göre bulunan Tarihsel İNA değerleri tüm örnekleme için uygulanmıştır. Gerçeğe uygun değer tahminlerine göre halka arz öncesi şirket değerleri 320 milyon lira civarındadır.

Şirketlerin kullandığı göreceli değerlendirme yaklaşımı hesaplamalarına göre ise halka arz öncesi şirket değerleri toplamı 300 milyon liradır. Yine şirketlerin tespit ettiği indirgenmiş nakit akımı hesaplamalarına göre halka arz öncesi şirket değerleri toplamı 351 milyon liradır. Bu çalışmadaki uygulanan Tarihsel İNA metodolojisine göre ise halka arz öncesi şirket değerleri 263 milyon lira olarak tespit edilmiştir.

Yukarıdaki değerler arasında ciddi farklılıkların olması durumundan, şirketlerin kendilerini yüksek fiyatladığı sonucuna ulaşılabilir. Yine bunu destekler nitelikte, tüm örneklem için ortalama iskonto oranı % 22,86 iken, düşük fiyatlama oranı ise tüm örneklem için % 4,33 düzeyinde tespit edilmiştir.

Tablo 21’de ise aracı kurumlar tarafından kullanılan değerlendirme yaklaşımları ile bu çalışmada uygulanan değerlendirme yaklaşımının değerlendirme sapmaları hesaplanmıştır.

Tablo 21. Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Değerleme Sapmaları

		Göreceli Tahmin Hataları	İNA Tahmin Hataları	Gerçeğe Uygun Değer Tahmin Hataları	Tarihsel İNA Tahmin Hataları
N	Geçerli	73	74	76	76
	Eksik	3	2	0	0
Ortalama		0,121817	0,411771	0,278116	0,03862
Standart Sapma		0,31335806	0,2997289	0,2234175	0,1068890
Minimum		-0,7184	-0,4454	-0,131	-0,1742
Maksimum		0,9555	1,2058	0,8855	0,2615
Kartiller	25	-0,005160	0,231953	0,126887	-0,049692
	50	0,122320	0,381105	0,253485	0,045195
	75	0,319495	0,59472	0,394007	0,108912
Çarpıklık	İstatistik	-0,301	0,265	0,635	-0,092
	Standart Hata	0,281	0,279	0,274	0,276
Basıklık	İstatistik	0,889	0,630	0,375	-0,503
	Standart Hata	0,555	0,552	0,541	0,545
Normallik Testi (Kolmogorov-Smirnov Z)		0,890	0,462	0,785	0,730
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,406	0,983	0,568	0,660

Değerleme sapmaları, [(tahmini gerçeğe uygun değer – ilk gün kapanış fiyatı) / ilk gün kapanış fiyatı] formülüyle hesaplanmıştır (Oran vd., 2013: 88). Farklı değerlendirme yaklaşımlarının değer sapmalarına; çarpıklık, basıklık ve normallik testleri yapılmış ve serilerin normal dağıldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Aracı kurumların, göreceli değerlendirme ile indirgenmiş nakit akımlarını birlikte kullanarak hesaplamış olduğu gerçeğe uygun değerlerin değerlendirme sapmalarının ortalaması % 27,81 iken, aracı kurumların hesapladığı indirgenmiş nakit akımlarına göre hisse değerlerinin değerlendirme sapmaları % 41,17'dir. Aynı oran aracı kurumların göreceli değer sapmalarında ise % 12,18 düzeyindedir. Bu çalışmada uygulanan metodoloji ile elde edilen değerlerin sapmaları ise % 3,86'dır.

Tablo 22'de ise değişik değerlendirme yaklaşımların mutlak değerlendirme sapmaları verilmiştir.

Tablo 22. Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Mutlak Değerleme Sapmaları

		Göreceli Mutlak Değerleme Sapmaları	İNA Mutlak Değerleme Sapmaları	Gerçeğe Uygun Değer Mutlak Değerleme Sapmaları	Tarihsel İNA Mutlak Değerleme Sapmaları
N	Geçerli	73	74	76	76
	Eksik	3	2	0	0
Ortalama		0,2611	0,4278	0,2897	0,0945
Standart Sapma		0,20996	0,27604	0,2080	0,06225
Minimum		0	0	0,03	0
Maksimum		0,96	1,21	0,89	0,26
Kartiller	25	0,107	0,2382	0,1319	0,0449
	50	0,1912	0,3949	0,2535	0,0834
	75	0,3766	0,5947	0,394	0,1320
Merkezi Eğilim		0,3698	0,1486	0,2894	0,8157

Bu kapsamda mutlak değerleme sapmaları, [(tahmini gerçeğe uygun değer – ilk gün kapanış) / ilk gün kapanış] formülü ile bulunan değerin mutlak değeri olarak hesaplanmaktadır (Oran vd., 2013: 89). Merkezi eğilim ise, Oran vd.'nin (2013) çalışmasının baz aldığı Kaplan ve Ruback (1994), Kim ve Ritter (1999) ile Rosenboom'un (2012) çalışmalarında kullanılan 0,15 ya da daha düşük mutlak değerleme sapmasına sahip gözlemlerin, toplam gözlem sayısına olan oranı olarak kabul edilmiştir.

Aracı kurumların hesapladığı göreceli değerlemelerin ortalama mutlak değerleme sapmaları % 26,11 ve merkezi eğilimleri ise % 36,98 iken, indirgenmiş nakit akımlarının ortalama mutlak değerleme sapmaları % 42,78 ve merkezi eğilimleri de % 14,86'dır. Gerçeğe uygun değerlerin ortalama mutlak değerleme sapmaları % 28,97 olup, merkezi eğilimleri ise % 28,94'dür. En düşük değerleme sapması ve en yüksek merkezi eğilim değeri, değerleme yaklaşımını diğerlerinin önüne çıkarmaktadır. Bu çalışmada uygulanan metodolojinin ortalama mutlak değerleme sapması % 9,45 iken merkezi eğilimleri ise % 81,57'dir.

Tablo 23'de farklı değerleme yaklaşımlarının açıklama güçleri, tek değişkenli regresyon analizi vasıtasıyla gösterilmiştir. Modellerin açıklama güçlerini tespit edebilmek adına, denge piyasa değeri bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir (Oran vd., 2013: 90).

Tablo 23. Farklı Değerleme Yaklaşımlarının Açıklama Güçleri

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin St. Hatası	Değişim İstatistikleri					Durbin-Watson
					R ²	F	df1	df2	Sig. F	
Göreceli Değerleme Yaklaşımının Açıklayıcılığı	0,849	0,720	0,716	,13221848	0,720	182,690	1	71	0	2,091
İndirgenmiş Nakit Akımlarının Açıklayıcılığı	0,937	0,878	0,876	0,0872358	0,878	517,65	1	72	0	1,912
Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımının Açıklayıcılığı	0,960	0,922	0,921	,06889071	0,922	873,128	1	74	0	2,164
Tarihsel İNA Yaklaşımının Açıklayıcılığı	0,983	0,967	0,967	,04474939	0,967	2170,685	1	74	0	2,181

Aracı kurumların hesapladığı göreceli değerlendirme fiyatlarının açıklama gücü % 72 düzeyindedir. Bu oran, aracı kurumların hesapladığı indirgenmiş nakit akımları analizinde % 87,8 iken, gerçeğe uygun değerde ise % 92,2'dir. Bu çalışmada uygulanan metodolojinin açıklama gücü ise % 96,7 düzeyindedir.

Değerde sapma seviyesi, ilk gün kapanış fiyatı ve dolayısıyla düşük fiyatlama ile doğrudan ilişkilidir. Literatürde, değerde sapma düzeyini etkileyebilecek 10 değişken modele konulmak suretiyle regresyon analizi yapılmıştır. Bu değişkenler; aracı sayısı (Corwin ve Schultz, 2005), halka arz büyüklüğü (Ritter,1984; Carter vd., 1998), toplam varlıklar (Rosenboom, 2007), maddi duran varlıkların tüm varlıklara oranı (Rosenboom, 2012; Oran vd. 2013), piyasa getirisi ve volatilitesi (Rosenboom, 2012, Oran vd., 2013), alıkonan hisseler (Keasy ve McGuinness, 2008), şirket yaşı (Aggarwal ve Rivoli, 1990; Ritter, 1991; Kıymaz, 2000), taahhüt uzunluğu (Hoque, 2014) ve borç oranıdır (Eddy ve Seifert, 1992; Chen vd. 2001).

Farklı değerlendirme yaklaşımlarının değerlendirme sapmalarını anlamlı derecede etkileyen değişkenleri bulabilmek amacıyla aşağıdaki regresyon modeli uygulanmıştır:

$$\text{Değerde Sapma} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Aracı Sayısı} + \beta_2 * \text{Halka Arz Büyüklüğü} + \beta_3 * \text{Toplam Varlıklar} + \beta_4 * \text{Maddi Duran Varlıklar} + \beta_5 * \text{Arz Öncesi Piyasa Getirisi} + \beta_6 * \text{Arz Öncesi Piyasa Volatilitesi} + \beta_7 * \text{Alıkonan Hisseler} + \beta_8 * \text{Şirket Yaşı} + \beta_9 * \text{Taahhüt Uzunluğu} + \beta_{10} * \text{Borç Oranı} + \varepsilon$$

Aracı sayısı ve halka arz büyüklüğü, SPK'nın ilk halka arzlar ile ilgili yayınlamış olduğu yıllık özet durum tablolarından elde edilmiştir. Toplam Varlıklar, Maddi Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı ve Borçların Tüm Kaynaklara Oranı ise şirketlerin KAP'ta yayınlanan izahnamelerindeki finansal tablolarından, halka arza en yakın yıl baz alınarak modele dahil edilmiştir. Hisse senedi fiyat hareketlerini kontrol etmek amacıyla piyasa getirisi ve volatilitesi, tüm değerlendirme yaklaşımları için homojen bir değişken olması için, arz öncesi 100 günlük ortalama piyasa getirisi ve volatilitesi olarak hesaplanmıştır. Fiyat istikrarı için yapılan zorunlu tutma taahhütlerinin, değerde sapmaya etkisini tespit etmek adına bu değişken modele eklenmiştir. Zorunlu tutma süresi, KAP'ta yayınlanan izahnamelerden alınmıştır.

“Değerlemedeki sapma” yerine, her bir değerlendirme yaklaşımının değerlendirme sapması ayrı regresyona koyularak, “stepwise” metodu ile çözümleme yapılmıştır. Sonuçlar, her bir değerlendirme yaklaşımı için Tablo 25, 26, 27 ve 28’de gösterilmiştir.

Tablo 24’de görüleceği gibi, göreceli değerlendirme tahmininde sapmayı, aracı sayısı ve arz öncesi piyasa getirisi anlamlı derecede etkilemektedir. Aracı sayısının artması, değerlemede sapmayı artırmaktadır. Bu sonuç, Corwin ve Scultz’un bulguları ile uyumlu değildir (Corwin ve Schultz, 2005: 474). Piyasanın volatilitesi arttıkça, göreceli değerlendirme yaklaşımındaki değerlendirme sapmanın artması ise geçmiş çalışmalarla uyumludur (Rosenboom, 2012; Oran vd. 2013).

Tablo 24. Göreceli Değerlemede Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler

Model		St. Olmayan Katsayılar		St. Katsayılar	t	Sig.	Doğrusallık İst.		Düzl. R ²	Durbin-Watson
		B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF		
1	(Sabit)	,034	,044		,776	,441				
	Aracı Sayısı	,009	,003	,357	3,225	,002	1,000	1,000		
2	(Sabit)	-,290	,158		-1,834	,071				
	Aracı Sayısı	,008	,003	,323	2,949	,004	,978	1,023		
	Arz. Ö. Piy. Vol.	23,525	11,050	,233	2,129	,037	,978	1,023	,157	1,911

İndirgenmiş nakit akımlarında ise değerlendirme sapmayı anlamlı etkileyen değişken Tablo 25’de gösterilmektedir. Firmanın borç oranı arttıkça, değerlendirme sapma artmaktadır. Bu sonuç önceki çalışmalarla uyumludur (Eddy ve Seifert, 1992; Chen, 2001). Borç miktarının artması riski artırmaktadır (Küçük Kaplan vd., 2012). Belirsizliğin artması da değerlendirme sapma meydana getirmektedir.

Tablo 25. İndirgenmiş Nakit Akımlarında Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler

Model		St. Olmayan Katsayılar		St. Katsayılar	t	Sig.	Doğrusallık İst.		Düzl. R ²	Durbin-Watson
		B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF		
1	(Sabit)	,242	,085		2,841	,006				
	Borç Oranı	,308	,141	,249	2,182	,032	1,000	1,000	,049	2,252

Gerçeğe uygun değerde sapmayı anlamlı etkileyen değişkenler Tablo 26’da gösterilmektedir. Aracı kurum sayısının artması, bu değerlendirme yaklaşımı için değerlemede sapmayı artırmıştır. Bu sonuç, Corwin ve Schultz’un (2005) Amerika’da Ocak 1997–Haziran 2002 yıllarında gerçekleşen halka arzlarla yaptığı çalışmasının sonuçları ile uyumlu değildir. Corwin ve Schultz’un çalışmasında aracı kurum sayısının artması, piyasa ve yatırımcılar tarafından pozitif algılanmakta ve düşük fiyatlamaya azalırken, değerde sapma düşmektedir. Bunda Amerika gibi gelişmiş bir piyasada gerçekleşen halka arzların, genellikle büyüklüklerinden dolayı aracı kurum sendikasyonları ile yapılmış olmasının etkisi vardır.

Tablo 26. Gerçeğe Uygun Değerde Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler

Model	St. Olmayan K.		St. Katsayılar	T	Sig.	Doğrusallık İst.		Düzl. R ²	Durbin-W.
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF		
1	(Sabit)	,208	,030	6,936	,000				
	Aracı Sayısı	,007	,002	,404	3,799	,000	1,000	1,00	,152

Tarihsel İNA yaklaşımı ile elde edilen değerlerdeki sapmayı anlamlı etkileyen değişken ise yine aracı kurum sayısı olup, sonuçlar Tablo 27’de gösterilmektedir. Aracı kurum sendikasyonunun büyümesi, değerlendirme sapmayı artırmıştır. Bu sonuç, Corwin ve Schultz’un bulguları ile uyumlu değildir. Corwin ve Schultz’un çalışması Amerika örnekleme ile yapılmıştır. Türkiye örnekleme ile yapılan bu çalışmada ise incelenen 76 halka arzın 47’si tek bir aracı kurumun eşliğinde çıkarılmıştır. Buradan hareketle, Amerika gibi gelişmiş bir piyasada aracı kurum sayısının artması durumu, yatırımcılar tarafından pozitif bir sinyal olarak değerlendirilirken, Türkiye gibi gelişmekte olan bir piyasada ise aynı durumun yatırımcılar tarafından daha negatif algılandığı ve değerde sapma oluşturduğu söylenebilir.

Tablo 27. Tarihsel İNA Yaklaşımında Sapmayı Etkileyen Anlamlı Değişkenler

Model	St. Olmayan Katsayılar		St. Katsayılar	t	Sig.	Doğrusallık İst.		Düzl. R ²	Durbin-Watson
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF		
1	(Sabit)	,011	,015	,720	,474				
	Aracı Sayısı	,003	,001	,337	3,076	,003	1,000	1,000	,101

Tablolar incelendiğinde, tüm değerleme yaklaşımlarını aynı derecede etkileyen anlamlı bir değişkenin olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, önceki çalışmalarla uyumludur (Rosenboom, 2012; Oran vd. 2013). Farklı değerleme yaklaşımları için farklı değişkenler anlamlı çıkmıştır. Ancak biri hariç, tüm değerleme yaklaşımlarında anlamlı çıkan tek değişken aracı kurum sayısıdır. Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olduğu düşünöldüğünde, halka arzlarda aracı kurum sayısının artmasının genel olarak değerde sapmayı artırdığı söylenebilir.

SONUÇ

Rekabet dengelerinin sürekli değiştiği günümüz finans piyasalarında şirketler, likiditelerini artırmak, daha çok yatırımcıya ulaşmak ve nakit akışlarını daha düzenli hale getirebilmek maksadıyla ulusal ya da uluslararası düzeyde sermaye piyasalarına girmeyi tercih etmektedirler. Sermaye piyasalarına girme sürecinde şirketlerin nakit kaybına uğramadan daha çok yatırımcıya ulaşabilmesi için, değerlemenin ve nihayetinde fiyatlamının etkin ve verimli yapılması çok önemlidir.

Geçtiğimiz yıllarda yaşanan finansal krizler değerlemenin önemini bir kat daha artırmıştır. Yatırımcılar, belirsizliklerin arttığı finans piyasalarında kendilerini daha da güvende hissetmek isterken, şirketler de geleceğe dönük daha doğru yatırım kararları alabilmek için değerlemeden faydalanmaktadırlar. Değerleme ekseninde, bu çalışmada da adı geçen diğer metotlara nazaran, indirgenmiş nakit akımları teorik ve pratik avantajları sebebiyle daha çok tercih edilmektedir. Değerleme yöntemleri arasında indirgenmiş nakit akımları yöntemi, konsept olarak tek doğru model olarak kabul edilmektedir (Fernandez, 2015:8). Daha çok tahmin yapmayı gerektiren bir yapısı olmakla birlikte, mali oranlar ile piyasa verileri arasında güçlü korelasyonlara sahip olması, şirketlerin bu modeli tercih etmesini artıran önemli faktörlerden birisidir.

Çalışmada finans sektörü harici şirketlerin ilk halka arz fiyatları, izahnamelerde belirtilen sektör ve şirket beklentileri ile tarihsel oranlar dikkate alınarak tespit edilmiş ve herhangi bir iskonto uygulanmadan ilk halka arz fiyatına çok yakın değerler bulunmuştur. Aracı kurumların hesapladığı göreceli değerleme fiyatlarının açıklama gücü % 72 iken, aynı oran indirgenmiş nakit akımları değerlemelerinin açıklama gücünde % 87,8 ve gerçeğe uygun değerin açıklama gücünde % 92,2 şeklinde belirlenmiştir. Bu çalışmada uygulanan metodolojinin açıklama gücü ise % 96,7 düzeyinde tespit edilmiştir. Buradan hareketle şirketlerin iskontolu ilk halka arz fiyatlarının, iskontosuz ilk halka arz fiyatlarına kıyasla, şirket değerlerini gerçeğe daha yakın yansıttığı söylenebilir. Bunu destekleyen diğer bir veri ise ilk halka arz fiyatları ile ilk gün kapanış fiyatları karşılaştırılarak %4,33 düzeyinde düşük fiyatlama tespit edilmiş olmasına rağmen, aynı dönem için şirketlerin izahnamelerinde belirttikleri iskontoların ortalama olarak %22,86 seviyesinde bulunmasıdır.

Çalışmada yapılan regresyon analizlerinde, aracı kurumların en çok tercih ettikleri değerleme yöntemleri ile bu çalışmada uygulanan metodoloji karşılaştırılmıştır.

Aracı kurumların hesapladığı gerçeğe uygun değerlerin değerlendirme sapmalarının ortalaması % 27,81 iken, indirgenmiş nakit akımları değerlerinin değerlendirme sapmaları % 41,17 ve göreceli değerlemenin değerlendirme sapmaları % 12,18 düzeyindedir. Bu çalışmada uygulanan tarihsel İNA yaklaşımı ile elde edilen değerlerin değerlendirme sapmaları ise % 3,86 olarak tespit edilmiştir. Tarihsel oranlar ışığında yapılan İNA analizi, değerlemede en düşük değerlendirme sapması veren yaklaşım olarak görülmektedir.

Aracı kurumların hesapladığı göreceli değerlemelerin ortalama mutlak değerlendirme sapmaları % 26,11 ve merkezi eğilimleri ise % 36,98 iken, indirgenmiş nakit akımları değerlemelerinin ortalama mutlak değerlendirme sapmaları % 42,78 ve merkezi eğilimleri de % 14,86'dır. Yine aracı kurumların hesapladığı gerçeğe uygun değerlerin ortalama mutlak değerlendirme sapmaları ise % 28,97 olup, merkezi eğilimleri ise % 28,94'dür. Bu çalışmada uygulanan metodolojinin ortalama mutlak değerlendirme sapmaları % 9,45 iken merkezi eğilimleri ise % 81,57'dir.

Değerde sapmayı etkileyen değişkenleri tespit edebilmek adına yapılan regresyon analizlerinde, şirketlerin yaptığı göreceli değerlendirme yaklaşımını anlamlı etkileyen değişkenlerin aracı kurum sayısı ve piyasa volatilitesi olduğu görülmüştür. Piyasa volatilitésinin artması, değerde sapmayı önemli ölçüde artırmaktadır. Şirketlerin hesapladığı indirgenmiş nakit akımları analizinde değer sapmasını anlamlı etkileyen değişken ise borç oranıdır. Borç oranı arttıkça belirsizlik artmakta ve şirket yatırımcılara daha riskli görüldüğü için değerde sapma artmaktadır. Şirketlerin hesapladığı gerçeğe uygun değer tahminlerinde sapmayı anlamlı etkileyen değişken aracı kurum sayısıdır. Bu çalışmada uygulanan tarihsel İNA yaklaşımında değerde sapmayı etkileyen değişken ise yine aracı kurum sayısıdır. Aracı kurum sayısının artması, üç değerlendirme yaklaşımını da anlamlı derecede etkilemiştir. Aracı kurum sayısının artması, gelişmiş piyasaların aksine, gelişmekte olan bir piyasa olan Borsa İstanbul örneklemini için değerde sapmayı artırmaktadır. Amerika gibi gelişmiş ülke piyasalarında, 30 ve üzeri aracı kurumun sendikasyonu ile gerçekleşen halka arzlarla sıklıkla karşılaşılırken, bu çalışmanın örneklemindeki halka arzların sadece % 38'inin aracı kurum sendikasyonları ile gerçekleşmesi, bu değer sapmasına sebep olarak gösterilebilir.

Çalışmanın sonucunda, Borsa İstanbul'da düşük fiyatlamasının olduğu ama bunun tek başına fiyat iskontosu ile açıklanamayacağı görülmüştür. Nitekim değerlendirme

sapmasının olması, düşük fiyatlamayı da körüklemektedir. İlk gün getirisinin oluşmasında, halka arz değerlendirme ve fiyatlamasının ne kadar etkin yapıldığının önemli payı vardır. Bu amaçla, bu çalışmada uygulanan tarihsel indirgenmiş nakit akımları analizinin, firma değerini gerçeğe daha yakın hesaplama noktasında önemli bir araç olduğu, yapılan korelasyon ve regresyon analizleriyle teyit edilmiştir.

Bu çalışma imalat, üretim, hizmet ve teknoloji sektöründeki şirketler üzerinde yapılmıştır. Bundan sonra yapılacak çalışmalar, değerlendirme sapmasını daha geniş bir örnekleme görebilmek adına, bankacılık, finans, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve holdingleri içerecek şekilde genişletilebilir. Ayrıca, Türkiye örneklemini üzerinde değerlendirme sapmasının araştırıldığı bu çalışma, farklı ülkelerin sermaye piyasalarının ilk halka arzlardaki değerlendirme hassasiyetlerinin tespit edilebilmesi adına birçok ülkeyi içerecek şekilde büyütülüp, ülkeler arası bir analiz yapılabilir.

Türkiye’de de, Hindistan örneğinde görülen arz öncesi profesyonel derecelendirme sistemi harekete geçirilebilir. Fakat bunun uygulanmasında, ilişki etkisini azaltmak için, şirketlerin derecelendirme şirketini seçmesine izin verilmemesi ve oluşturulan havuzdan rasgele bir şirketin derecelendirme yapması yerinde olacaktır.

Yatırımcı ilgisi, bilgi edinme için öncül bir görev üstlenmektedir. Ayrıca, şirketlerin geçmiş performansları, gelecekleri için önemli bir göstergedir. Firmaların ve yatırımcıların, değer hesaplamalarında geçmiş performanslardan çok uzağa düşmeyen bir tahmin skalası ile gelecekte beklenenlere şekil vermeleri daha doğru olacaktır. Yatırımcı bilgisinin güçlendirilmesi ve yatırımcıların doğru yatırım konseptlerini takip etme konusunda yönlendirilerek ilgilerinin canlı tutulması, sermaye piyasalarının gelişebilmesi için atılması gereken önemli adımlar arasındadır. Bu anlamda, yatırımcıların karar alma aşamasında bilgi çevresini geliştirip bilgi asimetrisini azaltmaları, piyasadaki bilgi etkinliğini artıracak ve piyasadaki oyuncuların değere dayalı bilgiye verdiği önemi büyütürken halka arz ilk gün getirileri üzerindeki olası yatırımcı duygusu etkisini de azaltacaktır.

KAYNAKLAR

- Aggarwal, R., Rivoli, P. (1990). “Fads in Initial Public Offering Market”, *Financial Management*, Cilt: 19, 45-57.
- Aggarwal, R., Krigman, L., Womack, K. (2002). “Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 66/1, 105–137.
- Aharony, J., Lee, C.J., Wong, T.J. (2000). “Financial Packaging of IPO Firms in China”, *Journal of Accounting Research*, Cilt: 38/1, 103–126.
- Akbaş, H.E. (2011). “Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Hissedar Değeri”, *Mali Çözüm*, Temmuz-Ağustos, 115-132.
- Akyüz, Y. (2013). “EVA ve MVA Analizi: İMKB’de İşlem Gören Seramik Şirketlerinde Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 18/2, 339–356.
- Allen, F., Faulhaber, G.R. (1989). “Signaling by Underpricing The IPO Market”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 23, 303–323.
- Alti, A. (2006). “How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?”, *Journal of Finance*, Cilt: 61, 1681–1710.
- Arugaslan, O., Cook, D.O., Kieschnick, R. (2004). “Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing”, *Journal of Finance*, Cilt: 59, 2403–2420.
- Baker, H.K., Nofsinger, J.R., Weaver, D.G. (2002). “International Cross-Listing and Visibility”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt: 37, 495–521.
- Baker, M., Wurgler, J. (2006). “Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns”, *Journal of Finance*, Cilt: 61/4, 1645–1680.
- Bakke, E., Leite, T., Thorburn, K. (2016). “Partial adjustment to Public Information in the Pricing of IPOs”, *Journal of Financial Intermediation*, Basım Aşamasında, 1-16.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2008). “Earnings Quality at Initial Public Offerings”, *Journal of Accounting and Economics*, Cilt: 45/2-3, 324–349.
- Ball, R.T., Hail, L., Vasvari, F.P. (2013). “Equity Cross-Listings in the U.S. and the Price of Debt”, *Working Paper*.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., Trueman, B. (2001). “Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Coverage and Stock Returns”, *Journal of Finance*, Cilt: 56/2, 531–563.

- Başpınar, A. (2008). *Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri*, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi.
- Bayless, M., Chaplinsky, S. (1996). “Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?”, *Journal of Finance*, Cilt: 51, 253–278.
- Beatty, R.P., Ritter, J.R. (1986). “Investment Banking, Reputation and The Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 15/1-2, 213–232.
- Belghitar, Y., Dixon, R. (2012). “Do Venture Capitalists Reduce Underpricing and Underperformance of IPOs?”, *Applied Financial Economics*, Cilt: 22/1, 33–44.
- Bennouna, K. (2015). *IPO Failures Around The World*, The School of Economics and Finance, Faculty of Business, Queensland University of Technology, Doktora Tezi.
- Benveniste, L., Spindt, P. (1989). “How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 24/2, 343–361.
- Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. (1990). “A Comparative Analysis of IPO Proceeds Under Alternative Regulatory Environments”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 28/1–2, 173–207.
- Black, F., Scholes, M. (1973). “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy*, C:81/3, 637-654.
- Black, F. (1986). “Noise”, *Journal of Finance*, Cilt: 41/3, 529–543.
- Black, B.S. (2001). “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, Cilt: 48, 781-855.
- Boni, L., Womack, K.L. (2006). “Analysts, Industries and Price Momentum”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt: 41/1, 85–109.
- Borsa İstanbul. (2012). *Halka Arz ve Borsada İşlem Görme*, http://borsaistanbul.com//data/kilavuzlar/Halka_Arz_ve_Islem_Gorme.pdf (23.02.2017).
- Boulton, T.J., Smart, S.B., Zutter, C.J. (2010). “IPO Underpricing and International Corporate Governance”, *Journal of International Business Studies*, Cilt: 41/2, 206–222.
- Boulton, T.J., Smart, S.B., Zutter, C.J. (2011). “Earnings Quality and International IPO Underpricing”, *Accounting Review*, Cilt: 86, 483–505.

- Bowen, R.M., Chen, X., Cheng, Q. (2008). "Analyst Coverage and the Cost of Raising Equity Capital: Evidence From Underpricing of Seasoned Equity Offerings", *Contemporary Accounting Research*, Cilt: 25/3, 657–699.
- Bradley, D., Jordan, B., Ritter, J. (2008). "Analyst Behavior Following IPOs: The "Bubbleperiod" Evidence", *Review of Financial Studies*, Cilt: 21/1, 101–133.
- Brau, J.C., Lambson, V., Mcqueen, G. (2005). "Lockups Revisited", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt: 40/3, 519–530.
- Brav, A., Gompers, P.A. (1997). "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-Venture Capital-Backed Companies", *Journal of Finance*, Cilt: 52/5, 1791–1821.
- Brav, A., Gompers, P.A. (2003). "The Role of Lockups in Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, Cilt: 16/1, 1–29.
- Brennan, M., Franks, J. (1997). "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK". *Journal of Financial Economics*, Cilt: 45, 391–413.
- Brown, G.W., Cliff, M.T. (2002). "Investor Sentiment and Asset Valuation", *Journal of Business*, Cilt: 78/2, 405–440.
- Brown, G.W., Cliff, M.T. (2004). "Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market", *Journal of Empirical Finance*, Cilt: 11/1, 1–27.
- Cao, F., Dong, X. (2006). "Empirical Analysis on Reasonableness of IPO Pricing in China", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 6, 4–14.
- Carter, R.B., Dark, F.H., Singh, A.K. (1998). "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance*, Cilt: 53/1, 285–311.
- Chambers, D., Dimson, E. (2009). "IPO Underpricing Over the Very Long Run", *Journal of Finance*, Cilt: 64/3, 1407–1444.
- Chemmanur, T. (1993). "The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model With Information Production", *Journal of Finance*, Cilt: 48/1, 285–304.
- Chen, H.-C., Ritter, J.R. (2000). "The Seven Percent Solution", *Journal of Finance*, Cilt: 55/3, 1105–1131.
- Chen, G., and Firth, M., Krishnan, G. (2001). "Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and Their Associations with Initial Stock Returns", *Journal of Multinational Financial Management*, Cilt: 11/2, 225–240.

- Chen, G., Firth, M., Kim, J.-B. (2004). "IPO Underpricing in China's New Stock Markets", *Journal of Multinational Financial Management*, Cilt: 14/3, 283–302.
- Chen, X., Lee, C., Li, J. (2008). "Government Assisted Earnings Management in China", *Journal of Accounting and Public Policy*, Cilt: 27/3, 262–274.
- Chen, G.M., Firth, M., Xu, L.P. (2009). "Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies", *Journal of Banking and Finance*, Cilt: 33, 171–181.
- Chen, Y., Wang, S.S., Li, W., Sun, Q., Tong, W.H.S. (2015). "Institutional Environment, Firm Ownership, and IPO First-Day Returns: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, Cilt: 32, 150-168.
- Cheung, Y., Rau, P.R., Stouraitis, A. (2010). "Helping Hand or Grabbing Hand? Central vs. Local Government Shareholders in Chinese Listed Firms", *Review of Finance*, Cilt: 14, 669–694.
- Choe, H., Masulis, R.W., Nanda, V.K. (1993). "Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence", *Journal of Empirical Finance*, Cilt: 1, 3–31.
- Clarke, J., Dunbar, C., Kahle, K. (2003). "All-Star Analyst Turnover, Investment Bankmarket Share, and the Performance of Initial Public Offerings", *Working Paper*, University Of Pittsburgh.
- Clarkson, P.M., Dontoh, A., Richardson, G., Sefcik, S.E. (1992). "The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses", *Contemporary Accounting Research*, Cilt: 8/2, 601–626.
- Cliff, M., Denis, D. (2004). "Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing", *Journal of Finance*, 59/6, 2871-2901.
- Cooney Jr, J., Madureira, L., Singh, A.K., Yang, K. (2015). "Social Ties and IPO Outcomes", *Journal of Corporate Finance*, Cilt: 33, 129–146.
- Cornelli, F., Goldreich, D., Ljungqvist, A. (2006). "Investor Sentiment and Pre-IPO Markets", *Journal of Finance*, Cilt: 61/3, 1187–1216.
- Corwin, S.A., Schultz, P. (2005). "The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition", *Journal of Finance*, Cilt: 60/1, 443–486.
- Damodaran, A. (2010). "The Little Book of Valuation", New York University Stern School of Business, First Draft, 14 Ekim.

- Das, S., Guo, R.-J., Zhang, H. (2006). “Analysts’ Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms”, *Journal of Finance*, Cilt: 61/3, 1159–1185.
- Deb, S., Marisetty, V. (2010). “Information Content Of IPO Grading”, *Journal of Banking and Finance*, Cilt: 34/9, 2011–2306.
- Degeorge, F., Derrien, F., Womack, K.L. (2007). “Analyst Hype in IPOs: Explaining the Popularity of Bookbuilding”, *Review of Financial Studies*, Cilt: 20/4, 1021–1058.
- Demir, Y. (2001). “İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişisine Teorik Bir Yaklaşım”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, Cilt: 6/1, 55-71.
- Derrien, F., Womack, K. (2003). “Auction vs. Bookbuilding and the Control for Underpricing in the Hot IPO Markets”, *Review of Financial Studies*, Cilt: 16/1, 31-61.
- Derrien, F. (2005). “IPO Pricing in ‘Hot’ Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?”, *Journal of Finance*, Cilt: 60/1, 487–521.
- Dewenter, K.L., Malatesta, P.H. (1997). “Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison”, *Journal of Finance*, Cilt: 52, 1659–1679.
- Dorn, D. (2009). “Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt: 44, 85–108.
- Downes, D.H., Heinkel, R. (1982). “Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues”. *Journal of Finance*, Cilt: 37/1, 1–10.
- DuCharme, L.L., Malatesta, P.H., Sefcik, S.E. (2001). “Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Cilt: 16/4, 369–396.
- Dunbar, C.G. (2000). “Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Marketshare”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 55, 3–41.
- Dunbar, C.G., Foerster, S.R. (2008). “Second Time Lucky? Withdrawn IPOs that Return to the Market”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 87/3, 610–635.
- Durukan, M. B. (2002). “The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case Study of the Istanbul Stock Exchange”, *Managerial Finance*, Cilt: 28, 18-38.

- Eddy, A., Seifert, B. (1992). “An Examination of Hypothesis Concerning Earning Forecasts Errors”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Cilt: 31, 22-37.
- Engelen, P.J., van Essen, M. (2010). “Underpricing of IPOs: Firm-, Issue- and Country-Specific Characteristics”, *Journal of Banking and Finance*. Cilt: 34/8, 1958–1969.
- Ercan, M.K.E., Üreten, A. (2000). “Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi”, Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K.E., Öztürk, M.B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E.S., Demirgüneş, K. (2006). “Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması”, Literatür Yayınevi.
- Espenlaub, S., Goergen, M., Khurshed, A. (2001). “IPO Lock-In Agreements In the UK”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Cilt: 28/9, 1235–1278.
- Fan, Q. (2007). “Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms: Theory and Evidence”, *Accounting Review*, Cilt: 82/1, 27–64.
- Fenn, G.W. (2000). “Speed of Issuance and the Adequacy of Disclosure in the 144A High-Yield Debt Market”. *Journal of Financial Economics*, Cilt: 56, 383–405.
- Fernandez, P., (2015). “Valuation and Common Sense”. IESE Business School, *University of Navarra*, 3rd Edition, CH1.
- Field, L.C., Hanka, G. (2001). “The Expiration of IPO Share Lockups”, *Journal of Finance*, Cilt: 56/2, 471–500.
- Firth, M. (1998). “IPO Profit Forecasts and Their Role in Signalling Firm Value and Explaining Post-Listing Returns”, *Applied Financial Economics*, Cilt: 8/1, 29–39.
- Francis, J., Olsson, P., Oswald, D. (2000). “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, *Journal of Accounting Research*, Cilt: 38/1, 45-70.
- Giannetti, M., Yafeh, Y. (2012). “Do Cultural Differences Between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated Bank Loans”. *Management Science*, Cilt: 58, 365–383.
- Grammenos, C., Papapostolou, N. (2012). “US Shipping Initial Public Offerings: Do Prospectus and Market Information Matter? ”, *Transportation Research Part E*, Cilt: 48, 276-295.
- Grinblatt, M., Hwang, C.Y. (1989). “Signalling and the Pricing of New Issues”, *Journal of Finance*, Cilt: 44, 393–420.

- Gürbüz, O., Ergincan, Y. (2004). “Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar”, Literatür Yayınevi.
- Helwege, J., Liang, N. (2004). “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt: 39/3, 541–569.
- Hofstede, G.H. (2001). “Culture’s Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations”, Sage, Thousand Oaks, CA.
- Hofstede, G.H. (2017). Cultural Dimensions: National Culture, <https://geert-hofstede.com/united-states.html> (23.02.2017).
- Holmström, B., Tirole, J. (1993). “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, Cilt: 101, 678-709.
- Hoque, H. (2014). “Role of Asymmetric Information and Moral Hazard on IPO Underpricing and Lockup”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Cilt: 30, 81–105.
- Howe, J.C. -Y., Low, J.G. (1993). “Fractional Ownership With Underpricing: Signals of IPO Firm Value?”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Cilt: 1, 47–65.
- Huang, J., Shen, Y., Sun, Q. (2011). “Non-Negotiable Shares, Controlling Shareholders, and Dividend Payments in China”, *Journal of Corporate Finance*, Cilt: 17/1, 122–133.
- Ibbotson, R.G., Jaffe, J.F. (1975). “Hot Issue Markets”, *Journal of Finance*, Vol. 30, 1027-1042.
- Jain, B.A., Kini, O. (1994). “The Post-Operating Performance of IPO Firms”, *Journal of Finance*, Cilt: 49/5, 1699-1726.
- James, C.M., Karceski, J.J. (2006). “Strength of Analyst Coverage Following IPOs”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 82/1, 1–34.
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S., Lee, C.M.C. (2004). “Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?”, *Journal of Finance*, Cilt: 59/3, 1083–1124.
- Jegadeesh, N., Kim, W. (2006). “Value of Analyst Coverage: International Evidence”, *Journal of Financial Markets*, Cilt: 9/3, 274–309.
- Jiang, H. (2007). “Stock Price Analysis in a Non-Effective A-Shares Market”, *Journal of Financial Reviews*, Cilt: 8, 90-102.
- Jiang, G., Lee, C., Yue, H. (2010). “Tunneling through Inter-Corporate Loans: The China Experience”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 98/1, 1–20.

- Jones, S.L., Megginson, W.L., Nash, R.C., Netter, J.M. (1999). "Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 53, 217–253.
- Kaplan, N.S., Ruback, R.S. (1994). "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Cilt: 50/4, 1059-1093.
- Keasey, K., Short, H. (1997). "Equity Retention and Initial Public Offerings: The Influence of Signalling and Entrenchment Effects." *Applied Financial Economics*, Cilt: 7, 75–85.
- Keasey, K., McGuinness, P. (2008). "Firm Value and its Relation to Equity Retention Levels, Forecast Earnings Disclosures and Underpricing in IPO's in Hong Kong", *International Business Review*, Cilt: 17, 642-662.
- Kıymaz, H. (1996), "Halka İlk Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", *İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 3, 121-143.
- Kıymaz, H. (2000). "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Journal of Financial Management*, Cilt: 10, 213-227.
- Kim, J., Krinsky, I., Lee, J. (1995). "The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean Initial Public Offerings". *Pacific-Basin Finance Journal*, Cilt: 3/4, 449-464.
- Kim, M., Ritter, J. (1999). "Valuing IPOs", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 53/3, 409-437.
- Kim, J., Pukthuanthong-Le, K. (2008). "Leverage and IPO Underpricing: High-Tech versus Low-Tech IPOs", *Management Decision*, Cilt: 46/1, 106–130.
- Klein, A. (1996). "Can investors use the prospectus to price initial public offerings? ", *Journal of Financial Statement Analysis*, Cilt: 2, 23–29.
- Krishnamurti, C., Thong, T.Y., Vishwanath, S.R. (2009). "Does Certification Work in Emerging Markets: Evidence from the Indian IPO Market", *Journal of Corporate Finance Special Emerging Markets Conference*, Beijing.
- Kurtaran, A.T. (2013). "Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri ile Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi", *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Cilt: 6/11, 185-210.
- Küçükçaylı, F. (2013). *Halka Arzın Mali Performans Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*, Süleyman Demirel Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

- Küçükkaplan, İ. (2008). *Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti ve İMKB Uygulaması*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi.
- Küçükkaplan, İ., Gözbaşı, O., Nazlıoğlu, Ş. (2012). “Kaynak Yapısının Firma Değeri ile İlişkinin İMKB’de 2000-2011 Yılları Arasında Eşikli Panel Regresyon Yöntemiyle Araştırılması”, *16. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, 343-362.
- Küçükkocaoğlu, G. (2008). “Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Cilt: 13, 162-182.
- Küçükkocaoğlu, G., Alagöz, A. (2009). “İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C: 24/2, 65-86.
- Leland, H., Pyle, D. (1977). “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, *Journal of Finance*, Cilt: 32/2, 371–387.
- Li, Y., McConomy, B.J. (2004). “Simultaneous Signalling in IPOs via Management Earnings Forecasts and Retained Ownership: An Empirical Analysis of the Substitution Effect”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Cilt: 19/1, 1–28.
- Lian, Q., Wang, Q. (2009). “Does the Market Incorporate Previous IPO Withdrawals When Pricing Second-Time IPOs?”, *Financial Management*, Cilt: 38/2, 357–380.
- Ljungqvist, A.P., Nanda, V., Singh, R. (2006). “Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing”, *Journal of Business*, Cilt: 79/4, 1667–1702.
- Ljungqvist, A. (2007). “IPO Underpricing”, In: Eckbo, B.E. (Ed.), *Handbook of Corporate Finance*, North-Holland, Cilt: 1, 375-422.
- Loughran, T., Ritter, J.R. (2002). “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs”, *Review of Financial Studies*, Cilt: 15/2, 413–443.
- Loughran, T., Ritter, J.R. (2004). “Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?”, *Financial Management*, Cilt: 33/3, 5–37.
- Lowry, M., Officer, M., Schwert, G.W. (2010). “The Variability of IPO Initial Returns”, *Journal of Finance*, Cilt: 65, 425–465.
- Lucas, D.J., McDonald, R.L. (1990). “Equity Issues and Stock Price Dynamics”, *Journal of Finance*, Cilt: 45, 1019–1043.

- Ma, S. (2007). "Information Asymmetry and Valuation Uncertainty, the Determination of China's IPO Allocation Procedures", *Applied Financial Economics*, Cilt: 17/4, 271–284.
- Masouros, P. (2012). "Corporate Law and Economic Stagnation: How Shareholder Value and Short-Termism Contribute to the Decline of the Western Economics", *Eleven International Publishing*, 6–9.
- McNichols, M., O'Brien, P.C. (1997). "Self-Selection and Analyst Coverage", *Journal of Accounting Research*, Cilt: 35, 167–199.
- Megginson, W., Weiss, K. (1991). "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, Cilt: 46/3, 879–903.
- Merton, R.C. (1987). "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, Cilt: 42/3, 483–510.
- Michaely, R., Womack, K. (1999). "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Coverage", *Review of Financial Studies*, Cilt: 12/4, 653–686.
- Mok, M.K., Hui, Y.V. (1998). "Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China", *Pacific Basin Finance Journal*, Cilt: 6/5, 453–474.
- Moshirian, M., Ng, D., Wu, E. (2009). "The Value of Stock Analysts' Recommendations: Evidence from Emerging Markets", *International Review of Financial Analysis*, Cilt: 18/1-2, 74–83.
- Myers, S.C. (1984). "Financial Theory and Financial Strategy", *Interfaces*, C:14, 126–137.
- Nagata, K. (2013). "Does Earnings Management Lead to Favorable IPO Price Formation or Further Underpricing? Evidence From Japan", *Journal of Multinational Financial Management*, Cilt: 23/4, 301–313.
- Oran, J., Aytürk, Y., Akbaba, C. (2013). "İlk Halka Arz Bilmecesi: Türk Sermaye Piyasasından Güncel Bulgular", *Bankacılar Dergisi*, Cilt: 87, 79-97.
- Otlu, F., Ölmez, S. (2011). "Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları ile Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: İMKB'de bir Uygulama", *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, Kış, Cilt: 2/2, 14-44.
- Önal, Y.B., Karadeniz, E., Kandır, S.Y. (2005). "Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 14/2, 369-390.

- Öztürk, M.B. (2004). “Finansal Performansın Ölçümünde Alternatif Bir Yöntem Ekonomik Katma Değer”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C: 18/3-4, 351-368.
- Pagano, M. 1993. “The Floation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model”, *European Economic Review*, Cilt: 37, 1101-1125.
- Purnanandam, A.K., Swaminathan, B. (2004). “Are IPOs Really Underpriced?”, *Review of Financial Studies*, Cilt: 17/3, 811–848.
- Rajan, R.G. (1992). “Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm’s Lenght Debt”, *Journal of Finance*, Cilt: 47, 1367-1400.
- Rajan, R., Servaes, H. (1997). “Analyst Following of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, Cilt: 2/52, 507–529.
- Ritter, J.R. (1984). “The Hot Issue Market of 1980”, *Journal of Business*, Cilt: 57/2, 215-240.
- Ritter, J.R. (1991). “Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, Cilt: 46/1, 3-27.
- Ritter, J. (2003). “Differences between European and American IPO Markets”, *European Financial Management*, Cilt: 9/4, 421-434.
- Ritter, J. (2015). Average First Day Returns for European Countries, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2015/12/IPOs-International-Underpricing.pptx> (23.02.2017).
- Rock, K. (1986). “Why New Issues Are Underpriced?”, *Journal of Financial Economics*, Cilt: 15, 187–212.
- Roosenboom, P.G.J. (2007). “How Do Underwriters Value Ipos?: An Empirical Analysis Of The French IPO Market”, *Contemporary Accounting Research*, Cilt: 24/4, 1217-1243.
- Rosenboom, P. (2012). “Valuing and Pricing IPO’s”, *Journal of Banking and Finance*, Cilt: 36/6, 1653-1664.
- Ross, S. (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach”, *Bell Journal of Economics*, Cilt: 1, Spring, 23–40.
- Ryan, H.E., Trahan, E.A. (1999). “The Utilization of Value Based Management: An Empirical Analysis”, *Financial Practice and Education*, Cilt: 9/1, (Spring/Summer), 46–58.

- Sahoo, S. (2014). "Do Analyst's Pre-Issue Recommendation Create Value? Empirical Evidence From Indian IPO Market", *The Spanish Review Of Financial Economics*, Cilt: 12, 82–95
- Schenone, C., 2004. "The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing", *Journal of Finance*, Cilt: 59, 2903–2958.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı. *Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdf&submenuheader=null> (23.02.2017).
- Stern, J.M., Stewart G.B., Chew Jr., D.H. (1996). "EVA: An Integrated Financial Management System", *European Financial Management*, C: 2/2, 223-245.
- Stewart, B. (2009). "EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story", *Journal of Applied Corporate Finance*, C: 21/2, 74-86.
- Stickel, S.E. (1995). "The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Coverage", *Financial Analysts Journal*, Cilt: 51, 25–39.
- Stoughton, N.M., Zechner, J. (1998). "IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 49/1, 45–77.
- Suchard, J., Singh, J. (2007). "Determinants of the Pricing of Privatization IPOs in the UK and Australia", *International Journal of Business*, Cilt: 12/3, 361-384.
- Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J. (1998). "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, Cilt: 53/6, 1935–1974.
- Tian, L. (2011). "Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns", *Journal of Empirical Finance*, Cilt: 18/1, 78-90.
- Uysal, E. (2001). "Yatırım Projelerinin Analizinde Black-Scholes Opsiyon Fiyatlama Modelinin Kullanımı", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, C:56/1, 135-148.
- Ünlü, U., Ersoy, E. (2008). "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 23/2, 243-258.
- Welch, I. (1989). "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings". *Journal of Finance*, Cilt: 44, 421–449.
- Womack, K.L. (1996). "Do Brokerage Analysts' Coverage Have Investment Value? ", *Journal of Finance*, Cilt: 51/1, 137–167.

- Yu, T., Tse, Y.K. (2006). “An Empirical Examination of IPO Underpricing in Chinese A-Share Market”, *China Economic Review*, Cilt: 17/4, 363–382.
- Yung, C., Zender, J.F. (2010). “Moral Hazard, Asymmetric Information and IPO Lockups”, *Journal of Corporate Finance*, Cilt: 16/3, 320–332.
- Zheng, S.X., Odgen, J.P., Jen, F.C. (2005). “Pursuing Value Through Liquidity in IPOs: Underpricing, Share Retention, Lockup, and Trading Volume Relationships”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Cilt: 25, 293–312.
- Zhu, H., Cai, K. (2015a). “Cultural Distance and Foreign IPO Underpricing Variations”, *Journal of Multinational Financial Management*, Cilt: 29, 99-114.
- Zhu, H., Zhang, C., Li, H., Chen, S. (2015b). “Information Environment, Market-Wide Sentiment and IPO Initial Returns: Evidence from Analyst Forecasts Before Listing”, *China Journal of Accounting Research*, Cilt: 8, 193–211.

EKLER

EKLER 1- HALKA AÇILMA YILLARINA GÖRE 2005-2015 YILLARI ARASINDAKİ HALKA ARZLAR

Yıl	Şirket	Hisse Kodu
2005	Anel Telekomünikasyon AŞ	ANELT
2005	BİM AŞ	BIMAS
2005	Trabzonspor Sportif AŞ	TSPOR
2006	Armada Bilgisayar	ARMDA
2006	Coca Cola	CCOLA
2006	Datagate Bilgisayar	DGATE
2006	Karel Elektronik	KAREL
2006	Reysaş Lojistik	RYSAS
2006	Selçuk Ecza Holding	SELEC
2006	Vestel Beyaz Eşya	VESBE
2007	TAV Havalimanları	TAVHL
2010	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	KOZAL
2010	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	LATEK
2010	Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	MANGO
2010	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	AKSEN
2010	İhlas Gazetecilik A.Ş.	IHGZT
2010	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	ANELE
2010	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	CEMAS
2010	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	EKIZ
2010	Uyum Gıda İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	UYUM
2010	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KATMR
2010	Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	DESPC
2010	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	HATEK
2011	Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz. Eğt.Hiz. ve İnş. Taah. A.Ş.	LKMNH
2011	Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Tic. A.Ş.	BRKSN
2011	Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	UTPYA
2011	Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	BMEKS
2011	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BLCYT
2011	Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	DAGI
2011	Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	ERICO
2011	Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	MEPET
2011	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	SAMAT
2011	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	VANGD
2011	Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.	OZBAL
2011	Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	ADESE
2012	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	NIBAS
2012	Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	SANFM
2012	Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	BEYAZ
2012	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	OYLUM
2012	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	PRZMA
2012	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	ORGE
2012	Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	MEGAP
2012	MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret A.Ş.	MCTAS

2012	Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	TKNSA
2012	Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	ARTOG
2012	TGS Dış Ticaret A.Ş.	TGSAS
2012	Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	FLAP
2012	Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	AKGUV
2012	Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.	ETILR
2012	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	ULAS
2012	Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi	KRATL
2012	Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	ATPET
2012	Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TKURU
2012	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	TMSN
2013	Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ROYAL
2013	Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	TACTR
2013	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	ODAS
2013	Bakanlar Medya A.Ş.	BAKAN
2013	Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım Ve Ticaret A.Ş.	AKPAZ
2013	Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	SAYAS
2013	Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	RODRG
2013	Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	SEKUR
2013	Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	YAYLA
2013	İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	IZTAR
2013	Sanel Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	SANEL
2013	Te-Mapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	TMPOL
2014	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	POLTK
2014	RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.	RTALB
2014	Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.	BMELK
2014	Tuççelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	TUCLK
2014	İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	IZFAS
2014	Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	PSDTC
2014	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ULUUN
2015	Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	OZRDN
2015	Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	SNKRN
2015	Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	SEYKM

BİM A.Ş. (2005)**(BIMAS)****FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)****DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1/ NET	
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER
2005	-45.651.215	1,13000	0,8850	-40.399.306
2006	9.103.802	1,27690	0,7831	7.129.612
2007	11.088.197	1,44290	0,6931	7.684.677
2008	69.322.092	1,63047	0,6133	42.516.537
2009	35.329.730	1,84244	0,5428	19.175.562
2010	45.908.580	2,08195	0,4803	22.050.741
2011	50.524.434	2,35261	0,4251	21.475.948
2012	110.040.270	2,65844	0,3762	41.392.733
2013	76.896.150	3,00404	0,3329	25.597.562
2014	83.557.316	3,39457	0,2946	24.615.012
DED	1.217.080.398	3,39457	0,2946	358.537.704
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				529.776.783
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0630
Faaliyetlerin Değeri				563.160.445

NET FAALİYET KARI	158.220.452
AOSM	0,130
YSG	0,130
BÜYÜME (g)	0,030
DED	1.217.080.398

Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)**Faaliyetlerin Değeri 563.160.445**

Menkul Kıymetler 0

Firmanın Değeri 563.160.445

Finansal Borçlar 0

Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü -1.414.054

Özkaynakların Değeri 561.746.391

1,3337 USD/TL

Hisse Senedi Sayısı 25.300.000 Adet

561.746.391,026 USD

Hisse Senedinin Fiyatı 29,613 TL/Adet

749.201.161,712 TL

İştirakler (Defter Değeri)

0

Özkaynakların Değeri + İştirakler 561.746.391

Hisse Senedi Sayısı 25.300.000 Adet

561.746.391,026 USD

Hisse Senedinin Fiyatı 29,613 TL/Adet

749.201.161,712 TL

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	28,0%	19,0%	18,5%	18,3%	13,7%	11,0%	11,0%	9,0%	7,0%	5,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hariç)	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%
FVA Öncesi Marj	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	6,0%
İşltn Sermayesi/Net Satışlar											
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Ticari Alacaklar	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Stoklar	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Dönen Varlıklar	0,5%	0,5%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Borçlar	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2,0%	2,0%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Net İşletme Sermayesi Marjı	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

COCA COLA (2006)					CCOLA)	
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyet. Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI	
2006	-140.863.566	1,11000	0,9009	-126.904.113		307.945.547
2007	3.883.274	1,23210	0,8116	3.151.752	AOSM	0,110
2008	122.398.510	1,36763	0,7312	89.496.736	YSG	0,110
2009	67.487.370	1,51807	0,6587	44.456.021	BÜYÜME (g)	0,010
2010	222.674.684	1,68506	0,5935	132.146.587	DED	2.799.504.971
2011	118.201.475	1,87041	0,5346	63.195.335		
2012	129.757.647	2,07616	0,4817	62.498.862		
2013	385.813.419	2,30454	0,4339	167.414.665		
2014	191.314.654	2,55804	0,3909	74.789.637		
2015	204.610.575	2,83942	0,3522	72.060.669		
DED	2.799.504.971	2,83942	0,3522	985.942.199		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				1.568.248.350		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0536		
Faaliyetlerin Değeri				1.652.252.161		
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (\$)						
Faaliyetlerin Değeri			1.652.252.161			
Menkul Kıymetler			3.290.356			
Firmannın Değeri			1.655.542.517			
Finansal Borçlar			-253.411.090			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü			-10.226.859			
Özkaynakların Değeri			1.391.904.568			1,3366 USD/TL
Hisse Senedi Sayısı			249.589.770	Adet	1.391.904.568,330	USD
Hisse Senedinin Fiyatı			7,454	TL/Adet	1.860.419.646,031	TL
İştirakler (Defter Değeri)			1.969.742			
Özkaynakların Değeri + İştirakler			1.393.874.310			
Hisse Senedi Sayısı			249.589.770	Adet	1.393.874.310,468	USD
Hisse Senedinin Fiyatı			7,464	TL/Adet	1.863.052.403,371	TL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	28,0%	10,0%	12,5%	10,0%	10,5%	8,5%	8,0%	7,5%	6,9%	6,7%	1,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	68,0%	67,0%	67,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	64,0%
FVA Öncesi Marj İşletme Sermayesi/Net Stışlr	21,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	18,0%
FVA Öncesi Marj İşletme Sermayesi/Net Stışlr	11,0%	13,0%	13,0%	15,0%	15,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	18,0%
Nakit İhtiyacı	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Ticari Alacaklar	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Stoklar	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Diğer Dönen Varlıklar	3,5%	3,5%	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Ticari Borçlar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Net İşletme Sermayesi	18,5%	18,5%	18,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	50,0%	50,0%	40,0%	40,0%	30,0%	30,0%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%

DATA GATE BİLGİSAYAR (2006)

YILLAR	FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)			
	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2005	-5.502.197	1,11200	0,8993	-4.948.019
2006	-5.765.179	1,23654	0,8087	-4.662.332
2007	-8.253.586	1,37504	0,7273	-6.002.447
2008	4.381.103	1,52904	0,6540	2.865.262
2009	-1.773.971	1,70029	0,5881	-1.043.332
2010	-4.849.619	1,89073	0,5289	-2.564.950
2011	122.448	2,10249	0,4756	58.239
2012	17.217.837	2,33797	0,4277	7.364.450
2013	3.247.158	2,59982	0,3846	1.248.994
2014	3.342.442	2,89100	0,3459	1.156.155
DED	53.129.487	2,89100	0,3459	18.377.556
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				11.849.576
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0545
Faaliyetlerin Değeri				12.495.545

Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (\$)

Faaliyetlerin Değeri	12.495.545
Menkul Kıymetler	0
Firmannın Değeri	12.495.545
Finansal Borçlar	-8.063.849
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-29.310
Özkaynakların Değeri	4.402.386
Hisse Senedi Sayısı	1.550.000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	3,834 TL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	168.085
Özkaynakların Değeri + İştirakler	4.570.471
Hisse Senedi Sayısı	1.550.000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	3,981 TL/Adet

(DGATE)

DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)	
NET FAALİYET KARI	5.950.503
AOSM	0,112
YSG	0,112
BÜYÜME (g)	0,000
DED	53.129.487

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	25,0%	29,0%	33,0%	25,0%	14,0%	26,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	0,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	97,0%	97,0%	97,0%	96,5%	96,5%	96,5%	96,5%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
FVA Öncesi Marj	-1,0%	-1,0%	-1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%
İşlrm Sermayesi/Net Stıslr											
Nakit İhtiyacı	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ticari Alacaklar	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Stoklar	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Diğer Dönen Varlıklar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Borçlar	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Net İşletme Srmysı Marjı	9,5%	9,5%	9,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

REYSAŞ LOJİSTİK (2006)

FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)				
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 /	NET
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER
2005	-11.113.111	1,11000	0,9009	-10.011.812
2006	-3.216.050	1,23210	0,8116	-2.610.218
2007	-4.047.108	1,36763	0,7312	-2.959.211
2008	1.580.372	1,51807	0,6587	1.041.040
2009	-567.580	1,68506	0,5935	-336.831
2010	-4.229.855	1,87041	0,5346	-2.261.453
2011	6.415.588	2,07616	0,4817	3.090.122
2012	8.507.789	2,30454	0,4339	3.691.755
2013	6.429.519	2,55804	0,3909	2.513.458
2014	5.614.757	2,83942	0,3522	1.977.430
DED	82.161.171	2,83942	0,3522	28.935.889
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				23.070.169
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0536
Faaliyetlerin Değeri				24.305.932
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)				

Faaliyetlerin Değeri	24.305.932
Menkul Kıymetler	2.218.140
Firmanın Değeri	26.524.071
Finansal Borçlar	-13.152.481
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-1.101.493
Özkaynakların Değeri	12.270.098
Hisse Senedi Sayısı	3.500.000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	4,679 TL/Adet

İştirakler (Defter Değeri)

Özkaynakların Değeri + İştirakler	12.270.098
Hisse Senedi Sayısı	3.500.000 Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	4,679 TL/Adet

(RYSAS)

DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)	
NET FAALİYET KARI	9.037.729
AOSM	0,110
YSG	0,110
BÜYÜME (g)	0,000
DED	82.161.171

1,3348 USD/TL
12.270.097,893 USD
16.378.126,668 TL

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	11,0%	11,0%	13,0%	8,0%	8,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	81,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	80,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
FVA Öncesi Marj	14,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	15,0%
İşltm Sermayesi/Net Stışlr											
Nakit İhtiyacı	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Alacaklar	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Stoklar	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Diğer Dönen Varlıklar	1,0%	1,0%	1,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Borçlar	24,0%	24,0%	24,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Net İşletme Srmysı Marjı	2,5%	2,5%	2,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	13,0%	12,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%

SELÇUK ECZA DEPOSU (2006)**(SELEC)****FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 /	NET
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER
2006	-105.406.549	1,14000	0,8772	-92.461.885
2007	882.206	1,29960	0,7695	678.829
2008	15.219.570	1,48154	0,6750	10.272.776
2009	277.555.788	1,68896	0,5921	164.335.308
2010	111.557.233	1,92541	0,5194	57.939.331
2011	156.867.641	2,19497	0,4556	71.466.787
2012	168.789.636	2,50227	0,3996	67.454.638
2013	507.247.576	2,85259	0,3506	177.820.231
2014	305.539.296	3,25195	0,3075	93.955.760
2015	329.084.113	3,70722	0,2697	88.768.402
DED	3.111.366.036	3,70722	0,2697	839.271.727

Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri 1.479.501.906

Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü 1,0677

Faaliyetlerin Değeri 1.579.675.762**Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)**

Faaliyetlerin Değeri	1.579.675.762			
Menkul Kıymetler	0			
Firmanın Değeri	1.579.675.762			
Finansal Borçlar	-196.042.156			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı				
Yükümlülüğü	-3.561.342			
Özkaynakların Değeri	1.380.072.264			1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı	200.000.000	Adet	1.380.072.263,632	TL
Hisse Senedinin Fiyatı	6,900	TL/Adet	1.380.072.263,632	TL
İştirakler (Defter Değeri)	0			
Özkaynakların Değeri + İştirakler	1.380.072.264			
Hisse Senedi Sayısı	200.000.000	Adet	1.380.072.263,632	TL
Hisse Senedinin Fiyatı	6,900	TL/Adet	1.380.072.263,632	TL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	23,0%	16,0%	14,0%	16,0%	12,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	90,0%	90,0%	90,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	88,0%	88,0%	88,0%	88,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
FVA Öncesi Marj	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nakit İhtiyacı	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ticari Alacaklar	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Stoklar	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Diğer Dönen Varlıklar	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ticari Borçlar	33,0%	33,0%	33,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Net İşletme Srmysi Marjı	19,5%	19,5%	19,5%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

VESTEL BEYAZ EŞYA (2006)					(VESBE)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2006	-92.926.701	1,11500	0,8969	-83.342.333	NET FAALİYET KARI	90.590.355					
2007	-43.409.203	1,24323	0,8044	-34.916.610	AOSM	0,115					
2008	-31.378.234	1,38620	0,7214	-22.636.220	YSG	0,115					
2009	79.486.324	1,54561	0,6470	51.427.208	BÜYÜME (g)	0,010					
2010	42.602.637	1,72335	0,5803	24.720.779	DED	787.742.215					
2011	42.627.064	1,92154	0,5204	22.183.814							
2012	57.002.648	2,14252	0,4667	26.605.472							
2013	174.151.266	2,38891	0,4186	72.900.028							
2014	83.260.252	2,66363	0,3754	31.258.196							
2015	85.102.343	2,96995	0,3367	28.654.500							
DED	787.742.215	2,96995	0,3367	265.237.818							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				385.834.985							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0559							
Faaliyetlerin Değeri				403.465.236							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (\$)											
Faaliyetlerin Değeri				403.465.236							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				403.465.236							
Finansal Borçlar				-61.529.630							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-1.154.835							
Özkaynakların Değeri				340.780.771							
Hisse Senedi Sayısı				138.000.000	Adet	1,6349 USD/TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				4,037	TL/Adet	340.780.771,394 USD					
						557.142.483,153 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				340.780.771							
Hisse Senedi Sayısı				138.000.000	Adet	1,6349 USD					
Hisse Senedinin Fiyatı				4,037	TL/Adet	340.780.771,394 USD					
						557.142.483,153 TL					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	19,0%	24,0%	17,0%	16,0%	7,0%	7,0%	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	85,0%	85,0%	85,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
FVA Öncesi Marj	11,0%	11,0%	11,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Nakit İhtiyacı	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ticari Alacaklar	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Stoklar	14,0%	14,0%	14,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Dönen Varlıklar	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Borçlar	23,0%	23,0%	23,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Net İşletme Srmysi Marjı	12,5%	12,5%	12,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	42,0%	42,0%	42,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	12,0%	11,0%	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

KOZA ALTIN (2010)					(KOZAL)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2009	15.165.460	1,05000	0,9524	14.443.295	NET FAALİYET KARI	92.644.160					
2010	24.984.853	1,10250	0,9070	22.661.998	AOSM	0,050					
2011	29.927.824	1,15763	0,8638	25.852.780	YSG	0,050					
2012	74.754.453	1,21551	0,8227	61.500.674	BÜYÜME (g)	0,000					
2013	51.247.329	1,27628	0,7835	40.153.623	DED	1.852.883.206					
2014	58.596.301	1,34010	0,7462	43.725.462							
2015	73.683.332	1,40710	0,7107	52.365.369							
2016	125.410.206	1,47746	0,6768	84.882.564							
2017	88.272.784	1,55133	0,6446	56.901.423							
2018	89.460.104	1,62889	0,6139	54.920.744							
DED	1.852.883.206	1,62889	0,6139	1.137.509.558							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				1.594.917.490							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0247							
Faaliyetlerin Değeri				1.634.304.099							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (\$)											
Faaliyetlerin Değeri				1.634.304.099							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				1.634.304.099							
Finansal Borçlar				-26.496.535							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-10.623.836							
Özkaynakların Değeri				1.597.183.728							
Hisse Senedi Sayısı				60.000.000	Adet	1.597.183.727,535 USD					
Hisse Senedinin Fiyatı				38,782	TL/Adet	2.326.936.972,646 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				1.597.183.728							
Hisse Senedi Sayısı				60.000.000	Adet	1.597.183.727,535 USD					
Hisse Senedinin Fiyatı				38,782	TL/Adet	2.326.936.972,646 TL					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	30,0%	30,0%	30,0%	29,0%	29,0%	29,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	19,0%	19,0%	19,0%	17,0%	17,0%	17,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
FVA Öncesi Marj	51,0%	51,0%	51,0%	54,0%	54,0%	54,0%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%	57,0%
Nakit İhtiyacı	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Alacaklar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stoklar	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Dönen Varlıklar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ticari Borçlar	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Net İşletme Srmysı Marjı	34,0%	34,0%	34,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	70,0%	70,0%	70,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	11,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

AKSA ENERJİ (2010)					(AKSEN)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI						
2010	-577.141.908	1,10000	0,9091	-524.674.461		490.426.728					
2011	97.243.696	1,21000	0,8264	80.366.691	AOSM	0,100					
2012	248.632.721	1,33100	0,7513	186.801.443	YSG	0,100					
2013	220.508.974	1,46410	0,6830	150.610.596	BÜYÜME (g)	0,030					
2014	79.686.128	1,61051	0,6209	49.478.816	DED	4.904.267.276					
2015	148.187.407	1,77156	0,5645	83.647.928							
2016	160.884.015	1,94872	0,5132	82.558.938							
2017	546.639.894	2,14359	0,4665	255.011.545							
2018	328.988.670	2,35795	0,4241	139.523.312							
2019	342.157.617	2,59374	0,3855	131.916.573							
DED	4.904.267.276	2,59374	0,3855	1.890.807.338							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				2.526.048.719							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0488							
Faaliyetlerin Değeri				2.649.342.247							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (\$)											
Faaliyetlerin Değeri				2.649.342.247							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				2.649.342.247							
Finansal Borçlar				-787.079.565							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-437.746							
Özkaynakların Değeri				1.861.824.936		1,4815 USD/TL					
Hisse Senedi Sayısı				550.000.000 Adet	1.861.824.936,200	USD					
Hisse Senedinin Fiyatı				5,015 TL/Adet	2.758.293.642,981	TL					
İştirakler (Defter Değeri)											
				14.236							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				1.861.839.172							
Hisse Senedi Sayısı				550.000.000 Adet	1.861.839.172,105	USD					
Hisse Senedinin Fiyatı				5,015 TL/Adet	2.758.314.733,474	TL					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	60,0%	20,0%	15,0%	13,0%	13,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	68,0%	67,0%	67,0%	67,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
FVA Öncesi Marj	28,5%	29,5%	29,5%	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Nakit İhtiyacı	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Alacaklar	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Stoklar	18,0%	18,0%	18,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Diğer Dönen Varlıklar	48,0%	48,0%	48,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Ticari Borçlar	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Net İşletme Srmysı Marjı	93,0%	93,0%	93,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	67,0%	67,0%	67,0%	67,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	100,0%	75,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%

ANEL ELEKTRİK (2010)					(ANELE)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2010	-91.757.196	1,11400	0,8977	-82.367.322	NET FAALİYET KARI	33.900.012
2011	-6.154.820	1,24100	0,8058	-4.959.581	AOSM	0,114
2012	-9.011	1,38247	0,7233	-6.518	YSG	0,114
2013	33.366.117	1,54007	0,6493	21.665.310	BÜYÜME (g)	0,020
2014	28.671.166	1,71564	0,5829	16.711.653	DED	297.368.528
2015	14.683.478	1,91122	0,5232	7.682.769		
2016	33.626.951	2,12910	0,4697	15.793.964		
2017	52.041.219	2,37182	0,4216	21.941.481		
2018	40.433.717	2,64221	0,3785	15.303.013		
2019	26.521.380	2,94342	0,3397	9.010.403		
DED	297.368.528	2,94342	0,3397	101.028.312		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				121.803.484		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0555		
Faaliyetlerin Değeri				128.558.947		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)						
Faaliyetlerin Değeri				128.558.947		
Menkul Kıymetler				386.083		
Firmanın Değeri				128.945.030		
Finansal Borçlar				-91.044.691		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-262.051		
Özkaynakların Değeri				37.638.288	1,530	USD/TL
Hisse Senedi Sayısı				30.600.000	Adet	37.638.288,142
Hisse Senedinin Fiyatı				1,882	TL/Adet	57.586.580,858
İştirakler (Defter Değeri)				86.104.643		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				123.742.931		
Hisse Senedi Sayısı				30.600.000	Adet	123.742.930,932
Hisse Senedinin Fiyatı				6,187	TL/Adet	189.326.684,326

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	32,0%	12,0%	15,0%	6,0%	2,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	83,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	81,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
FVA Öncesi Marj	11,0%	11,0%	11,0%	12,0%	12,0%	13,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	15,0%
Nakit İhtiyacı	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Alacaklar	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Stoklar	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Diğer Dönen Varlıklar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ticari Borçlar	25,0%	25,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Net İşletme Srmysy Marjı	52,0%	52,0%	52,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

EKİZ YAG VE SABUN (2010)					(EKİZ)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2010	-21.640.944	1,13750	0,8791	-19.025.005	NET FAALİYET KARI	21.450.435					
2011	-1.351.710	1,29391	0,7729	-1.044.674	AOSM	0,138					
2012	532.622	1,47182	0,6794	361.881	YSG	0,138					
2013	9.224.917	1,67419	0,5973	5.510.066	BÜYÜME (g)	0,010					
2014	4.919.789	1,90439	0,5251	2.583.387	DED	156.003.161					
2015	5.992.431	2,16625	0,4616	2.766.270							
2016	13.086.601	2,46411	0,4058	5.310.886							
2017	24.703.904	2,80292	0,3568	8.813.621							
2018	14.938.207	3,18833	0,3136	4.685.283							
2019	15.578.475	3,62672	0,2757	4.295.472							
DED	156.003.161	3,62672	0,2757	43.014.942							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				57.272.128							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0665							
Faaliyetlerin Değeri				61.082.813							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				61.082.813							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				61.082.813							
Finansal Borçlar				-23.055.707							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-69.435							
Özkaynakların Değeri				37.957.670		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				5.500.000	Adet	37.957.670,408 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				6,901	TL/Adet	37.957.670,408 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				37.957.670							
Hisse Senedi Sayısı				5.500.000	Adet	37.957.670,408 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				6,901	TL/Adet	37.957.670,408 TL					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	12,0%	12,0%	12,0%	13,0%	11,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	87,0%	85,0%	83,0%	83,0%	82,0%	82,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	80,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
FVA Öncesi Marj	6,0%	8,0%	10,0%	11,0%	12,0%	12,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	15,0%
Nakit İhtiyacı	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Alacaklar	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Stoklar	17,0%	17,0%	17,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Diğer Dönen Varlıklar	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Ticari Borçlar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Net İşletme Srmysı Marjı	34,0%	34,0%	34,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

UYUM GIDA (2010)					(UYUM)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2010	268.283	1,16600	0,8576	230.088	NET FAALİYET KARI	66.372.075
2011	-18.547.110	1,35956	0,7355	-13.642.035	AOSM	0,166
2012	-12.278.507	1,58524	0,6308	-7.745.508	YSG	0,166
2013	-7.034.586	1,84839	0,5410	-3.805.786	BÜYÜME (g)	0,056
2014	5.654.821	2,15523	0,4640	2.623.772	DED	399.831.777
2015	8.465.502	2,51299	0,3979	3.368.693		
2016	15.667.592	2,93015	0,3413	5.347.027		
2017	-3.297.761	3,41655	0,2927	-965.230		
2018	19.516.741	3,98370	0,2510	4.899.145		
2019	25.089.985	4,64500	0,2153	5.401.506		
DED	399.831.777	4,64500	0,2153	86.077.928		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				81.789.601		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0798		
Faaliyetlerin Değeri				88.317.622		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri			88.317.622			
Menkul Kıymetler			0			
Firmanın Değeri			88.317.622			
Finansal Borçlar			-13.259.415			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü			-309.988			
Özkaynakların Değeri			74.748.219			1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı			10.000.000	Adet	74.748.219,036	TL
Hisse Senedinin Fiyatı			7,475	TL/Adet	74.748.219,036	TL
İştirakler (Defter Değeri)			16.634.075			
Özkaynakların Değeri + İştirakler			91.382.294			
Hisse Senedi Sayısı			10.000.000	Adet	91.382.294,036	TL
Hisse Senedinin Fiyatı			9,138	TL/Adet	91.382.294,036	TL

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	15,0%	115,0%	49,0%	23,0%	20,0%	18,0%	14,5%	14,0%	12,0%	10,0%	5,6%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	74,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	21,0%	21,0%	21,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVA Öncesi Marj	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	6,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Alacaklar	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Stoklar	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Diğer Dönen Varlıklar	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Borçlar	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,5%	-3,5%	-3,5%	-3,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	15,0%	15,0%	15,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

KATMERCİLER ARACUSTU EKİPMAN (2010)					(KATMR)						
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2010	2.980.502	1,11840	0,8941	2.664.970	NET FAALİYET KARI	9.103.073					
2011	851.808	1,25082	0,7995	681.000	AOSM	0,118					
2012	2.259.905	1,39892	0,7148	1.615.469	YSG	0,118					
2013	7.851.689	1,56455	0,6392	5.018.506	BÜYÜME (g)	0,015					
2014	6.049.220	1,74979	0,5715	3.457.113	DED	76.884.059					
2015	1.874.578	1,95696	0,5110	957.901							
2016	7.665.452	2,18867	0,4569	3.502.335							
2017	11.178.506	2,44781	0,4085	4.566.742							
2018	8.877.030	2,73763	0,3653	3.242.599							
2019	8.859.920	3,06176	0,3266	2.893.731							
DED	76.884.059	3,06176	0,3266	25.111.041							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				53.711.409							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0575							
Faaliyetlerin Değeri				56.802.196							
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)											
Faaliyetlerin Değeri				56.802.196							
Menkul Kıymetler				0							
Firmanın Değeri				56.802.196							
Finansal Borçlar				-7.277.620							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-173.192							
Özkaynakların Değeri				49.351.384	1,3921	USD/TL					
Hisse Senedi Sayısı				11.000.000	Adet	49.351.384,144					
Hisse Senedinin Fiyatı				6,246	TL/Adet	68.702.061,867					
İştirakler (Defter Değeri)				4.546.683							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				53.898.068							
Hisse Senedi Sayısı				11.000.000	Adet	53.898.067,572					
Hisse Senedinin Fiyatı				6,821	TL/Adet	75.031.499,867					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	5,0%	31,0%	19,0%	13,0%	10,0%	5,0%	5,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,5%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	76,0%	76,0%	76,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
FVA Öncesi Marj	9,0%	9,0%	9,0%	11,0%	11,0%	11,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
İşletme Sermayesi/Net Satışlar											
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	28,0%	28,0%	28,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Stoklar	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Dönen Varlıklar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Borçlar	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	10,0%	10,0%	10,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	15,0%	13,0%	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

DESPEC BİLGİSAYAR (2010)					(DESPEC)		
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)		
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BÜGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI		
2010	2.859.339	1,10000	0,9091	2.599.399		9.117.618	
2011	1.132.484	1,21000	0,8264	935.937	AOSM	0,100	
2012	1.271.879	1,33100	0,7513	955.582	YSG	0,100	
2013	7.110.061	1,46410	0,6830	4.856.267	BÜYÜME (g)	0,010	
2014	4.080.561	1,61051	0,6209	2.533.707	DED	91.176.178	
2015	3.934.168	1,77156	0,5645	2.220.735			
2016	4.796.386	1,94872	0,5132	2.461.304			
2017	9.808.132	2,14359	0,4665	4.575.566			
2018	5.845.333	2,35795	0,4241	2.478.992			
2019	6.132.954	2,59374	0,3855	2.364.519			
DED	91.176.178	2,59374	0,3855	35.152.363			
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				61.134.372			
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0488			
Faaliyetlerin Değeri				64.118.271			
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)							
Faaliyetlerin Değeri				64.118.271			
Menkul Kıymetler				0			
Firmanın Değeri				64.118.271			
Finansal Borçlar				-5.840.587			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-71.637			
Özkaynakların Değeri				58.206.046		1,418	USD/TL
Hisse Senedi Sayısı				11.000.000	Adet	58.206.046,022	USD
Hisse Senedinin Fiyatı				7,503	TL/Adet	82.536.173,260	TL
İştirakler (Defter Değeri)				595.213			
Özkaynakların Değeri + İştirakler				58.801.259			
Hisse Senedi Sayısı				11.000.000	Adet	58.801.258,998	USD
Hisse Senedinin Fiyatı				7,580	TL/Adet	83.380.185,260	TL

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	1,0%	8,5%	8,3%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	91,0%	91,0%	91,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	89,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
FVA Öncesi Marj	4,0%	4,0%	4,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	7,0%
İşletme Sermayesi/Net Satışlar											
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Stoklar	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Diğer Dönen Varlıklar	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Ticari Borçlar	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Net İşletme Sermayesi Marjı	25,5%	25,5%	25,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

LOKMAN HEKİM (2011)					(LKMNH)	
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2010	-593.523	1,14200	0,8757	-519.723	NET FAALİYET KARI	13.295.191
2011	5.404.530	1,30416	0,7668	4.144.057	AOSM	0,142
2012	9.840.854	1,48936	0,6714	6.607.459	YSG	0,142
2013	9.619.995	1,70084	0,5879	5.656.014	BÜYÜME (g)	0,010
2014	11.980.264	1,94236	0,5148	6.167.879	DED	93.628.109
2015	10.123.070	2,21818	0,4508	4.563.685		
2016	14.943.116	2,53316	0,3948	5.899.000		
2017	16.016.540	2,89287	0,3457	5.536.558		
2018	16.180.424	3,30366	0,3027	4.897.731		
2019	16.281.265	3,77278	0,2651	4.315.460		
DED	93.628.109	3,77278	0,2651	24.816.767		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				72.084.888		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0686		
Faaliyetlerin Değeri				77.033.083		
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				77.033.083		
Menkul Kıymetler				0		
Firmannın Değeri				77.033.083		
Finansal Borçlar				-22.862.823		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-153.061		
Özkaynakların Değeri				54.017.200		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				11.130.000 Adet	54.017.199,647	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				4,853 TL/Adet	54.017.199,647	TL
İştirakler (Defter Değeri)				519.576		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				54.536.776		
Hisse Senedi Sayısı				11.130.000 Adet	54.536.775,647	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				4,900 TL/Adet	54.536.775,647	TL

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	11,0%	8,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	70,0%	70,0%	70,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	68,0%	68,0%	68,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%
FVA Öncesi Marj	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Diğer Dönen Varlıklar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Borçlar	24,0%	24,0%	24,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	18,0%	18,0%	18,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	80,0%	80,0%	75,0%	75,0%	70,0%	70,0%	65,0%	65,0%	60,0%	55,0%	50,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

BERKOSAN YALITIM (2011)					(BRKSN)						
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2010	767.907	1,10000	0,9091	698.097	NET FAALİYET KARI	4.348.808					
2011	-8.581.818	1,21000	0,8264	-7.092.412	AOSM	0,100					
2012	593.104	1,33100	0,7513	445.607	YSG	0,100					
2013	-5.710.244	1,46410	0,6830	-3.900.173	BÜYÜME (g)	0,030					
2014	-987.792	1,61051	0,6209	-613.341	DED	43.488.078					
2015	5.359.679	1,77156	0,5645	3.025.399							
2016	1.548.295	1,94872	0,5132	794.520							
2017	1.901.473	2,14359	0,4665	887.051							
2018	3.690.278	2,35795	0,4241	1.565.038							
2019	2.173.468	2,59374	0,3855	837.966							
DED	43.488.078	2,59374	0,3855	16.766.537							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				13.414.290							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0488							
Faaliyetlerin Değeri				14.069.026							
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				14.069.026							
Menkul Kıymetler				0							
Firmanın Değeri				14.069.026							
Finansal Borçlar				-5.347.999							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-88.808							
Özkaynakların Değeri				8.632.219		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				4.000.000	Adet	8.632.218,907 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				2,158	TL/Adet	8.632.218,907 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				8.632.219							
Hisse Senedi Sayısı				4.000.000	Adet	8.632.218,907 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				2,158	TL/Adet	8.632.218,907 TL					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	15,0%	95,0%	15,0%	40,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	60,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	21,0%	21,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVA Öncesi Marj	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	17,0%	17,0%	18,0%	18,0%	18,0%	20,0%
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ticari Alacaklar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Diğer Dönen Varlıklar	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Borçlar	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	54,0%	54,0%	54,0%	53,0%	54,0%	54,0%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	75,0%	75,0%	60,0%	60,0%	60,0%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

ÜTOPYA TURİZM (2011)					(UTPYA)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI						
2010	24.513.652	1,12000	0,8929	21.887.190		19.186.396					
2011	2.376.759	1,25440	0,7972	1.894.737	AOSM	0,120					
2012	7.639.049	1,40493	0,7118	5.437.324	YSG	0,120					
2013	12.686.779	1,57352	0,6355	8.062.677	BÜYÜME (g)	0,040					
2014	16.098.603	1,76234	0,5674	9.134.780	DED	159.886.637					
2015	6.993.640	1,97382	0,5066	3.543.196							
2016	22.685.923	2,21068	0,4523	10.261.960							
2017	11.054.365	2,47596	0,4039	4.464.673							
2018	21.519.375	2,77308	0,3606	7.760.102							
2019	14.105.306	3,10585	0,3220	4.541.531							
DED	159.886.637	3,10585	0,3220	51.479.218							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				128.467.388							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0583							
Faaliyetlerin Değeri				135.957.104							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				135.957.104							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				135.957.104							
Finansal Borçlar				-59.014.900							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-126.567							
Özkaynakların Değeri				76.815.637		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				20.000.000	Adet	76.815.636,610 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				3,841	TL/Adet	76.815.636,610 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				5.031.477							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				81.847.114							
Hisse Senedi Sayısı				20.000.000	Adet	81.847.113,610 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				4,092	TL/Adet	81.847.113,610 TL					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	15,0%	14,0%	12,0%	5,0%	-7,0%	13,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	55,0%	55,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%
FVA Öncesi Marj	35,0%	35,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%	47,0%
Nakit İhtiyacı	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Alacaklar	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diğer Dönen Varlıklar	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Ticari Borçlar	23,0%	23,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	42,0%	42,0%	42,0%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	36,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	85,0%	85,0%	80,0%	80,0%	75,0%	75,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

BİMEKS (2011)					(BMEKS)	
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2011	15.507.699	1,11400	0,8977	13.920.736	NET FAALİYET KARI	54.801.745
2012	2.224.933	1,24100	0,8058	1.792.861	AOSM	0,114
2013	2.985.030	1,38247	0,7233	2.159.201	YSG	0,114
2014	13.889.418	1,54007	0,6493	9.018.687	BÜYÜME (g)	0,010
2015	10.597.076	1,71564	0,5829	6.176.751	DED	480.717.064
2016	11.458.885	1,91122	0,5232	5.995.580		
2017	21.751.186	2,12910	0,4697	10.216.135		
2018	50.863.962	2,37182	0,4216	21.445.129		
2019	26.227.875	2,64221	0,3785	9.926.505		
2020	27.239.258	2,94342	0,3397	9.254.295		
DED	480.717.064	2,94342	0,3397	163.319.345		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				253.225.225		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0555		
Faaliyetlerin Değeri				267.269.598		
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				267.269.598		
Menkul Kıymetler				0		
Firmannın Değeri				267.269.598		
Finansal Borçlar				-60.405.567		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-808.918		
Özkaynakların Değeri				206.055.113		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				46.000.000 Adet	206.055.112,857	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				4,479 TL/Adet	206.055.112,857	TL
İştirakler (Defter Değeri)				1.466.181		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				207.521.294		
Hisse Senedi Sayısı				46.000.000 Adet	207.521.293,857	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				4,511 TL/Adet	207.521.293,857	TL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	45,0%	29,0%	28,5%	28,5%	25,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	81,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%
FVA Öncesi Marj	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	5,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Alacaklar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stoklar	25,0%	25,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Diğer Dönen Varlıklar	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Borçlar	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Net İşletme Sermayesi Marjı	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-1,0%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

BİLCİ YATIRIM (2011)					(BLCYT)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2011	-50.525	1,10850	0,9021	-45.580	NET FAALİYET KARI	7.654.263
2012	2.704.037	1,22877	0,8138	2.200.601	AOSM	0,109
2013	2.220.733	1,36209	0,7342	1.630.381	YSG	0,109
2014	4.957.534	1,50988	0,6623	3.283.393	BÜYÜME (g)	0,030
2015	2.747.860	1,67370	0,5975	1.641.784	DED	70.546.203
2016	3.582.062	1,85530	0,5390	1.930.718		
2017	3.802.361	2,05660	0,4862	1.848.858		
2018	9.030.989	2,27974	0,4386	3.961.409		
2019	4.907.832	2,52709	0,3957	1.942.086		
2020	5.265.026	2,80128	0,3570	1.879.505		
DED	70.546.203	2,80128	0,3570	25.183.534		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				45.456.691		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0529		
Faaliyetlerin Değeri				47.859.225		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri			47.859.225			
Menkul Kıymetler			0			
Firmanın Değeri			47.859.225			
Finansal Borçlar			-35.142			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü			-86.498			
Özkaynakların Değeri			47.737.585			1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı			20.073.320	Adet	47.737.584,750	TL
Hisse Senedinin Fiyatı			2,378	TL/Adet	47.737.584,750	TL
İştirakler (Defter Değeri)			8.645.208			
Özkaynakların Değeri + İştirakler			56.382.793			
Hisse Senedi Sayısı			20.073.320	Adet	56.382.792,754	TL
Hisse Senedinin Fiyatı			2,809	TL/Adet	56.382.792,754	TL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	82,0%	6,0%	7,0%	7,0%	8,0%	12,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	55,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	52,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%
FVA Öncesi Marj	35,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	40,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Stoklar	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Diğer Dönen Varlıklar	18,0%	18,0%	18,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Ticari Borçlar	12,0%	12,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	37,0%	37,0%	37,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	75,0%	70,0%	70,0%	65,0%	65,0%	60,0%	60,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	13,0%	11,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

DAGI GİYİM (2011)					(DAGI)						
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2011	6.387.910	1,17000	0,8547	5.459.752	NET FAALİYET KARI	17.073.252					
2012	2.019.912	1,36890	0,7305	1.475.573	AOSM	0,170					
2013	3.290.343	1,60161	0,6244	2.054.394	YSG	0,170					
2014	7.462.560	1,87389	0,5337	3.982.395	BÜYÜME (g)	0,100					
2015	3.844.903	2,19245	0,4561	1.753.703	DED	100.430.893					
2016	8.235.857	2,56516	0,3898	3.210.655							
2017	6.317.325	3,00124	0,3332	2.104.904							
2018	13.182.242	3,51145	0,2848	3.754.070							
2019	15.102.529	4,10840	0,2434	3.676.012							
2020	10.353.961	4,80683	0,2080	2.154.011							
DED	100.430.893	4,80683	0,2080	20.893.380							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				50.518.849							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0817							
Faaliyetlerin Değeri				54.644.490							
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri			54.644.490								
Menkul Kıymetler			6.037.500								
Firmanın Değeri			60.681.990								
Finansal Borçlar			-12.546.324								
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü			-144.220								
Özkaynakların Değeri			47.991.446			1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı			18.864.450	Adet	47.991.445,661	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı			2,544	TL/Adet	47.991.445,661	TL					
İştirakler (Defter Değeri)			0								
Özkaynakların Değeri + İştirakler			47.991.446								
Hisse Senedi Sayısı			18.864.450	Adet	47.991.445,661	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı			2,544	TL/Adet	47.991.445,661	TL					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	48,0%	47,0%	46,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	35,0%	35,0%	34,0%	34,0%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	30,0%
FVA Öncesi Marj	17,0%	18,0%	20,0%	21,0%	21,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	25,0%
Nakit İhtiyacı	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Ticari Alacaklar	16,0%	16,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Stoklar	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Diğer Dönen Varlıklar	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Borçlar	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	47,0%	47,0%	46,0%	38,0%	39,0%	39,0%	39,0%	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	11,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%

SARAY MATBAACILIK (2011)					(SAMAT)						
FCFF Yöntemine Göre Firmann Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2011	199.093	1,12150	0,8917	177.524	NET FAALİYET KARI	9.888.028					
2012	-751.651	1,25776	0,7951	-597.610	AOSM	0,122					
2013	-903.488	1,41058	0,7089	-640.508	YSG	0,122					
2014	2.440.966	1,58197	0,6321	1.542.995	BÜYÜME (g)	0,050					
2015	298.535	1,77417	0,5636	168.267	DED	81.382.948					
2016	2.060.383	1,98974	0,5026	1.035.505							
2017	2.230.957	2,23149	0,4481	999.761							
2018	7.616.371	2,50262	0,3996	3.043.364							
2019	6.458.478	2,80668	0,3563	2.301.106							
2020	6.725.415	3,14770	0,3177	2.136.615							
DED	81.382.948	3,14770	0,3177	25.854.767							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				36.021.787							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0590							
Faaliyetlerin Değeri				38.147.396							
Firmann Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				38.147.396							
Menkul Kıymetler				0							
Firmann Değeri				38.147.396							
Finansal Borçlar				-10.077.116							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-14.158							
Özkaynakların Değeri				28.056.121		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				8.600.000 Adet	28.056.121,410	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				3,262 TL/Adet	28.056.121,410	TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				28.056.121							
Hisse Senedi Sayısı				8.600.000 Adet	28.056.121,410	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				3,262 TL/Adet	28.056.121,410	TL					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	28,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	84,0%	84,0%	84,0%	83,0%	83,0%	83,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
FVA Öncesi Marj	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	8,0%	9,0%	9,0%	10,0%	11,0%	11,0%	12,0%
Nakit İhtiyacı	8,0%	8,0%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Ticari Alacaklar	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	25,0%	25,0%	25,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Diğer Dönen Varlıklar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Borçlar	30,0%	30,0%	30,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	17,0%	17,0%	17,0%	16,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

VANET GIDA (2011)					(VANGD)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI						
2011	5.438.006	1,11000	0,9009	4.899.105		13.159.886					
2012	-6.091.353	1,23210	0,8116	-4.943.879	AOSM	0,110					
2013	-10.698.576	1,36763	0,7312	-7.822.706	YSG	0,110					
2014	-5.142.202	1,51807	0,6587	-3.387.328	BÜYÜME (g)	0,040					
2015	-17.474.744	1,68506	0,5935	-10.370.410	DED	119.635.324					
2016	1.004.805	1,87041	0,5346	537.210							
2017	1.100.889	2,07616	0,4817	530.252							
2018	4.670.863	2,30454	0,4339	2.026.811							
2019	2.824.876	2,55804	0,3909	1.104.314							
2020	3.172.139	2,83942	0,3522	1.117.178							
DED	119.635.324	2,83942	0,3522	42.133.704							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				25.824.252							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0536							
Faaliyetlerin Değeri				27.207.537							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				27.207.537							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				27.207.537							
Finansal Borçlar				0							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-266.873							
Özkaynakların Değeri				26.940.664		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				11.050.000	Adet	26.940.664,439 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				2,438	TL/Adet	26.940.664,439 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				26.940.664							
Hisse Senedi Sayısı				11.050.000	Adet	26.940.664,439 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				2,438	TL/Adet	26.940.664,439 TL					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	30,0%	39,5%	50,0%	40,0%	51,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	4,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
FVA Öncesi Marj	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Alacaklar	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Stoklar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diğer Dönen Varlıklar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Ticari Borçlar	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	42,0%	42,0%	44,0%	41,0%	43,0%	43,0%	43,0%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

ÖZBAL ÇELİK BORU (2011)					(ÖZBAL)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (\$)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (\$)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2011	-6.218.683	1,10300	0,9066	-5.637.972	NET FAALİYET KARI	11.579.125
2012	-4.320.582	1,21661	0,8220	-3.551.332	AOSM	0,103
2013	1.020.211	1,34192	0,7452	760.262	YSG	0,103
2014	3.027.546	1,48014	0,6756	2.045.449	BÜYÜME (g)	0,010
2015	5.625.541	1,63259	0,6125	3.445.773	DED	112.418.694
2016	9.375.089	1,80075	0,5553	5.206.218		
2017	10.681.431	1,98623	0,5035	5.377.753		
2018	15.558.125	2,19081	0,4565	7.101.550		
2019	9.586.889	2,41646	0,4138	3.967.328		
2020	10.967.098	2,66536	0,3752	4.114.685		
DED	112.418.694	2,66536	0,3752	42.177.750		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				65.007.466		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0502		
Faaliyetlerin Değeri				68.273.315		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (\$)						
Faaliyetlerin Değeri				68.273.315		
Menkul Kıymetler				44.110		
Firmanın Değeri				68.317.425		
Finansal Borçlar				-26.592.421		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-108.127		
Özkaynakların Değeri				41.616.876		1,5483 USD/TL
Hisse Senedi Sayısı				15.800.000	Adet	41.616.876,272 USD
Hisse Senedinin Fiyatı				4,078	TL/Adet	64.435.409,531 TL
İştirakler (Defter Değeri)				3.666.948		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				45.283.825		
Hisse Senedi Sayısı				15.800.000	Adet	45.283.824,763 USD
Hisse Senedinin Fiyatı				4,438	TL/Adet	70.112.945,880 TL

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	37,4%	21,0%	16,7%	15,6%	15,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%	72,0%	72,0%	72,0%	72,0%	72,0%	72,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
FVA Öncesi Marj	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	30,0%	30,0%	30,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diğer Dönen Varlıklar	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Ticari Borçlar	35,0%	35,0%	35,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	22,0%	22,0%	23,0%	19,0%	19,0%	20,0%	20,0%	17,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

ADESE (2011)					(ADESE)						
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / NET		NET FAALİYET KARI						
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER							
2011	157.637.344	1,14200	0,8757	138.036.203		94.398.165					
2012	-47.641.511	1,30416	0,7668	-36.530.307	AOSM	0,142					
2013	-41.199.390	1,48936	0,6714	-27.662.567	YSG	0,142					
2014	-15.392.421	1,70084	0,5879	-9.049.873	BÜYÜME (g)	0,040					
2015	-53.433.823	1,94236	0,5148	-27.509.692	DED	664.775.808					
2016	35.715.142	2,21818	0,4508	16.101.108							
2017	-13.063.856	2,53316	0,3948	-5.157.137							
2018	3.077.090	2,89287	0,3457	1.063.681							
2019	-10.687.573	3,30366	0,3027	-3.235.074							
2020	-10.506.427	3,77278	0,2651	-2.784.800							
DED	664.775.808	3,77278	0,2651	176.203.353							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				219.474.895							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0686							
Faaliyetlerin Değeri				234.540.530							
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				234.540.530							
Menkul Kıymetler				0							
Firmanın Değeri				234.540.530							
Finansal Borçlar				-67.238.976							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-5.589.544							
Özkaynakların Değeri				161.712.010		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				21.182.801 Adet	161.712.009,833	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				7,634	TL/Adet	161.712.009,833 TL					
İştirakler (Defter Değeri)											
İştirakler				14.042.464							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				175.754.474							
Hisse Senedi Sayısı				21.182.801 Adet	175.754.473,833	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				8,297	TL/Adet	175.754.473,833 TL					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	12,3%	17,0%	17,7%	15,2%	14,3%	13,5%	12,9%	12,3%	11,8%	11,4%	4,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	75,0%	75,0%	75,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%
Faaliyet Gdr./Net Satışlar	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	18,0%
FVA Öncesi Marj	3,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	8,0%
Nakit İhtiyacı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Alacaklar	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Stoklar	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Dönen Varlıklar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Borçlar	20,0%	20,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Net İşl. Sermayesi Marjı	-3,0%	-1,0%	-1,0%	-3,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

MEGA POLİETİLEN KÖPÜK (2012)					(MEGAP)						
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2012	-185.968	1,16050	0,8617	-160.248	NET FAALİYET KARI	6.149.924					
2013	1.513.154	1,34676	0,7425	1.123.551	AOSM	0,161					
2014	851.578	1,56292	0,6398	544.865	YSG	0,161					
2015	1.245.948	1,81376	0,5513	686.941	BÜYÜME (g)	0,040					
2016	1.642.622	2,10487	0,4751	780.390	DED	38.317.285					
2017	5.294.017	2,44270	0,4094	2.167.277							
2018	3.596.932	2,83476	0,3528	1.268.867							
2019	4.139.003	3,28974	0,3040	1.258.156							
2020	4.561.493	3,81774	0,2619	1.194.815							
2021	4.994.426	4,43049	0,2257	1.127.286							
DED	38.317.285	4,43049	0,2257	8.648.550							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				18.640.451							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0773							
Faaliyetlerin Değeri				20.080.707							
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri			20.080.707								
Menkul Kıymetler			0								
Firmanın Değeri			20.080.707								
Finansal Borçlar			-712.066								
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü			-63.936								
Özkaynakların Değeri			19.304.705		1	TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı			9.221.450	Adet	19.304.704,683	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı			2,093	TL/Adet	19.304.704,683	TL					
İştirakler (Defter Değeri)			0								
Özkaynakların Değeri + İştirakler			19.304.705								
Hisse Senedi Sayısı			9.221.450	Adet	19.304.704,683	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı			2,093	TL/Adet	19.304.704,683	TL					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	32,0%	23,0%	11,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	4,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	83,0%	78,0%	76,0%	74,0%	73,0%	70,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%
FVA Öncesi Marj	9,0%	14,0%	17,0%	19,0%	20,0%	23,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	29,0%
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Diğer Dönen Varlıklar	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Borçlar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Net İşletme Serm. Marjı	18,0%	8,0%	8,0%	13,0%	13,0%	3,0%	4,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	40,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%

MCT MÜŞAVİRLİK (2012)

FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)				
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 /	NET
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER
2012	-543.570	1,15420	0,8664	-470.949
2013	940.941	1,33218	0,7507	706.318
2014	1.062.969	1,53760	0,6504	691.317
2015	1.322.030	1,77470	0,5635	744.933
2016	2.171.910	2,04836	0,4882	1.060.319
2017	4.420.423	2,36421	0,4230	1.869.724
2018	1.942.775	2,72877	0,3665	711.959
2019	2.845.695	3,14955	0,3175	903.524
2020	3.043.934	3,63521	0,2751	837.347
2021	3.255.993	4,19576	0,2383	776.020
DED	31.548.539	4,19576	0,2383	7.519.147
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				15.349.659
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0743
Faaliyetlerin Değeri				16.490.706

Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)

Faaliyetlerin Değeri	16.490.706													
Menkul Kıymetler	0													
Firmannın Değeri	16.490.706													
Finansal Borçlar	0													
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-119.813													
Özkaynakların Değeri	16.370.893										1	TL/TL		
Hisse Senedi Sayısı	4.370.000	Adet										16.370.893,390	TL	
Hisse Senedinin Fiyatı	3,746	TL/Adet										16.370.893,390	TL	
İştirakler (Defter Değeri)	0													
Özkaynakların Değeri + İştirakler	16.370.893													
Hisse Senedi Sayısı	4.370.000	Adet											16.370.893,390	TL
Hisse Senedinin Fiyatı	3,746	TL/Adet											16.370.893,390	TL

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	2,0%	13,0%	13,0%	4,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	58,0%	55,0%	55,0%	55,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%
FVA Öncesi Marj	7,0%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	20,0%
Nakit İhtiyacı	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Ticari Alacaklar	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Stoklar	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Diğer Dönen Varlıklar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ticari Borçlar	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	1,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Amırtsmn/Geçen Yıl MDV	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%

AR TARIM ORGANİK GIDA (2012)					ARTOG						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI						
2012	-1.463.401	1,15500	0,8658	-1.267.014		8.013.392					
2013	-1.285.760	1,33403	0,7496	-963.820	AOSM	0,155					
2014	2.622.288	1,54080	0,6490	1.701.902	YSG	0,155					
2015	4.740.180	1,77962	0,5619	2.663.587	BÜYÜME (g)	0,030					
2016	3.904.891	2,05546	0,4865	1.899.761	DED	51.699.305					
2017	5.113.999	2,37406	0,4212	2.154.114							
2018	4.388.555	2,74204	0,3647	1.600.471							
2019	8.090.503	3,16706	0,3158	2.554.581							
2020	8.543.597	3,65795	0,2734	2.335.624							
2021	5.534.751	4,22493	0,2367	1.310.021							
DED	51.699.305	4,22493	0,2367	12.236.715							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				26.225.941							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0747							
Faaliyetlerin Değeri				28.185.262							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				28.185.262							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				28.185.262							
Finansal Borçlar				-850.826							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-2.286							
Özkaynakların Değeri				27.332.149		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				14.450.000	Adet	27.332.149,346 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				1,891	TL/Adet	27.332.149,346 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				27.332.149							
Hisse Senedi Sayısı				14.450.000	Adet	27.332.149,346 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				1,891	TL/Adet	27.332.149,346 TL					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	30,0%	25,0%	5,0%	16,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	85,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	75,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
FVA Öncesi Marj	14,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	24,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Stoklar	45,0%	45,0%	45,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Diğer Dönen Varlıklar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Borçlar	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	11,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Net İşletme Serm. Marjı	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	100,0%	90,0%	80,0%	60,0%	50,0%	40,0%	30,0%	20,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	20,0%	15,0%	10,0%	9,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%

TGS DIŞ TİCARET (2012)					(TGSAS)						
FCFF Yöntemine Göre Firmann Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEğER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / NET		NET FAALİYET KARI						
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEğER							
2012	-6.234.083	1,15400	0,8666	-5.402.152		26.732.799					
2013	4.998.628	1,33172	0,7509	3.753.524	AOSM	0,154					
2014	1.446.177	1,53680	0,6507	941.031	YSG	0,154					
2015	9.851.467	1,77347	0,5639	5.554.918	BÜYÜME (g)	0,030					
2016	7.460.853	2,04658	0,4886	3.645.520	DED	173.589.604					
2017	-11.183.714	2,36176	0,4234	-4.735.340							
2018	8.648.542	2,72547	0,3669	3.173.235							
2019	21.054.201	3,14519	0,3179	6.694.101							
2020	-24.205.461	3,62955	0,2755	-6.669.006							
2021	9.031.888	4,18850	0,2387	2.156.356							
DED	173.589.604	4,18850	0,2387	41.444.378							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				50.556.566							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0742							
Faaliyetlerin Değeri				54.310.083							
Firmann Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				54.310.083							
Menkul Kıymetler				0							
Firmann Değeri				54.310.083							
Finansal Borçlar				-24.132.243							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-22.262							
Özkaynakların Değeri				30.155.579		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				5.000.000	Adet	30.155.578,650 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				6,031	TL/Adet	30.155.578,650 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				30.155.579							
Hisse Senedi Sayısı				5.000.000	Adet	30.155.578,650 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				6,031	TL/Adet	30.155.578,650 TL					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	65,0%	42,0%	34,0%	18,0%	15,0%	12,0%	12,0%	8,5%	8,5%	9,5%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	25,0%	20,0%	15,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%
FVA Öncesi Marj	60,0%	70,0%	75,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	81,0%
Nakit İhtiyacı	75,0%	75,0%	70,0%	70,0%	65,0%	65,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Ticari Alacaklar	5200%	5100%	5000%	5000%	5000%	5000%	5000%	5000%	5000%	5000%	5000%
Stoklar	375%	375,0%	350%	350%	350%	325%	325%	325%	325%	325%	300%
Diğer Dönen Varlıklar	850%	850%	850%	825%	825%	825%	825%	800%	800%	800%	800%
Ticari Borçlar	6000%	6000%	5900%	5900%	5900%	5800%	5800%	5800%	5700%	5700%	5700%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	100%	100%	95,0%	95,0%	90,0%	90,0%	85,0%	85,0%	80,0%	75,0%	75,0%
Net İşl. Serm. Marjı	400%	300%	275%	250%	250%	325%	325%	300%	405%	410%	385%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	14,0%	11,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

AKDENİZ GÜVENLİK (2012)					(AKGUV)						
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2012	-18.415.190	1,13600	0,8803	-16.210.555	NET FAALİYET KARI	34.254.357					
2013	3.629.190	1,29050	0,7749	2.812.245	AOSM	0,136					
2014	14.467.014	1,46600	0,6821	9.868.336	YSG	0,136					
2015	23.751.138	1,66538	0,6005	14.261.693	BÜYÜME (g)	0,040					
2016	-3.276.655	1,89187	0,5286	-1.731.965	DED	251.870.271					
2017	34.699.684	2,14917	0,4653	16.145.650							
2018	20.089.412	2,44145	0,4096	8.228.467							
2019	22.498.387	2,77349	0,3606	8.111.940							
2020	27.187.771	3,15068	0,3174	8.629.162							
2021	28.780.360	3,57918	0,2794	8.041.053							
DED	251.870.271	3,57918	0,2794	70.370.979							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				128.527.005							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0658							
Faaliyetlerin Değeri				136.988.324							
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				136.988.324							
Menkul Kıymetler				3.000							
Firmanın Değeri				136.991.324							
Finansal Borçlar				-11.494.313							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				0							
Özkaynakların Değeri				125.497.011		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				11.000.000 Adet	125.497.010,847	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				11,409	TL/Adet	125.497.010,847 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				125.497.011							
Hisse Senedi Sayısı				11.000.000 Adet	125.497.010,847	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				11,409	TL/Adet	125.497.010,847 TL					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	55,0%	15,0%	20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	9,0%	5,0%	4,0%	4,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	85,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
FVA Öncesi Marj	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Nakit İhtiyacı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Alacaklar	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Stoklar	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Diğer Dönen Varlıklar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Ticari Borçlar	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Net İşletme Serm. Marjı	21,0%	21,0%	21,0%	16,0%	21,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	20,0%	19,0%	15,0%	13,0%	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

ETİLER İNCİ BÜFE (2012)					(ETİLR)						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER							
2012	929.571	1,15590	0,8651	804.197	NET FAALİYET KARI	6.987.946					
2013	-1.037.848	1,33610	0,7484	-776.771	AOSM	0,156					
2014	1.156.473	1,54440	0,6475	748.815	YSG	0,156					
2015	-1.670.522	1,78518	0,5602	-935.774	BÜYÜME (g)	0,050					
2016	1.229.516	2,06349	0,4846	595.844	DED	44.823.256					
2017	2.023.150	2,38518	0,4193	848.216							
2018	2.140.038	2,75703	0,3627	776.211							
2019	2.600.539	3,18685	0,3138	816.021							
2020	1.927.370	3,68368	0,2715	523.218							
2021	2.384.243	4,25797	0,2349	559.948							
DED	44.823.256	4,25797	0,2349	10.526.906							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				14.486.831							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0751							
Faaliyetlerin Değeri				15.575.196							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				15.575.196							
Menkul Kıymetler				0							
Firmannın Değeri				15.575.196							
Finansal Borçlar				-1.017.579							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				0							
Özkaynakların Değeri				14.557.617		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				5.000.000	Adet	14.557.617,096 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				2,912	TL/Adet	14.557.617,096 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				14.557.617							
Hisse Senedi Sayısı				5.000.000	Adet	14.557.617,096 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				2,912	TL/Adet	14.557.617,096 TL					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	110,0%	66,0%	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
FVA Öncesi Marj	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	50,0%	50,0%	50,0%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Stoklar	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Diğer Dönen Varlıklar	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ticari Borçlar	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Net İşletme Serm. Marjı	10,0%	10,0%	10,0%	19,0%	19,0%	19,0%	23,0%	27,0%	32,0%	37,0%	37,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	15,0%	15,0%	16,0%	16,0%	17,0%	17,0%	18,0%	18,0%	19,0%	19,0%	20,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	15,0%	15,0%	12,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%

TAÇ TARIM ÜRÜNLERİ (2013)					(TACTR)						
FCFF Yöntemine Göre Firmann Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	I / NET		NET FAALİYET KARI						
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER							
2013	-6.451.378	1,10010	0,9090	-5.864.356		3.456.013					
2014	-2.987.197	1,21022	0,8263	-2.468.309	AOSM	0,100					
2015	2.911.768	1,33136	0,7511	2.187.058	YSG	0,100					
2016	4.181.353	1,46463	0,6828	2.854.882	BÜYÜME (g)	0,060					
2017	6.307.636	1,61124	0,6206	3.914.766	DED	34.525.609					
2018	1.436.283	1,77253	0,5642	810.302							
2019	1.538.352	1,94996	0,5128	788.916							
2020	1.169.084	2,14515	0,4662	544.990							
2021	1.229.475	2,35988	0,4238	520.991							
2022	2.113.420	2,59610	0,3852	814.075							
DED	34.525.609	2,59610	0,3852	13.299.022							
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				17.402.336							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0489							
Faaliyetlerin Değeri				18.252.554							
Firmann Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				18.252.554							
Menkul Kıymetler				0							
Firmann Değeri				18.252.554							
Finansal Borçlar				-4.052.712							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-2.849							
Özkaynakların Değeri				14.196.993		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				4.000.000 Adet	14.196.993,020	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				3,549 TL/Adet	14.196.993,020	TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				14.196.993							
Hisse Senedi Sayısı				4.000.000 Adet	14.196.993,020	TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				3,549 TL/Adet	14.196.993,020	TL					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	63,0%	44,0%	13,0%	13,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	58,0%	62,0%	63,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	58,0%	58,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	16,0%	14,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,0%	9,0%
FVA Öncesi Marj	26,0%	24,0%	24,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	32,0%	33,0%
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Stoklar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Dönen Varlıklar	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%
Ticari Borçlar	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%
Net İşletme Serm. Marjı	36,0%	26,0%	21,0%	16,0%	11,0%	6,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Net MDV/Net Satışlar	300%	250%	200%	150%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	8,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%

ODAŞ ELEKTRİK (2013)					(ODAS)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BÜGÜNKÜ DEĞER	NET FAALİYET KARI	
2013	-212.696.506	1,12760	0,8868	-188.627.621	YSG	81.179.533
2014	167.553.434	1,27148	0,7865	131.778.087	BÜYÜME (g)	0,128
2015	80.429.314	1,43372	0,6975	56.098.230	DED	636.203.237
2016	19.616.103	1,61667	0,6186	12.133.678		
2017	15.908.870	1,82295	0,5486	8.726.980		
2018	77.518.155	2,05556	0,4865	37.711.432		
2019	39.292.901	2,31785	0,4314	16.952.300		
2020	21.721.529	2,61361	0,3826	8.310.935		
2021	64.833.662	2,94710	0,3393	21.999.102		
2022	47.743.256	3,32316	0,3009	14.366.844		
DED	636.203.237	3,32316	0,3009	191.445.518		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				310.895.484		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0619		
Faaliyetlerin Değeri				330.135.287		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				330.135.287		
Menkul Kıymetler				0		
Firmanın Değeri				330.135.287		
Finansal Borçlar				-158.762.251		
Vergi Sonrası Kıdem tazminatı Yükümlülüğü				-73.343		
Özkaynakların Değeri				171.299.693		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				30.000.000 Adet	171.299.692,592	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				5,710	TL/Adet	171.299.692,592
İştirakler (Defter Değeri)				0		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				171.299.693		
Hisse Senedi Sayısı				30.000.000 Adet	171.299.692,592	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				5,710	TL/Adet	171.299.692,592

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	138,0%	-33,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	70,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
FVA Öncesi Marj	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	27,0%
Nakit İhtiyacı	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ticari Alacaklar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Stoklar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Diğer Dönen Varlıklar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Ticari Borçlar	35,0%	35,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Net İşletme Serm. Marjı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%	18,0%	18,0%	23,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Net MDV/Net Satışlar	80,0%	75,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	15,0%	13,0%	11,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%

YAYLA ENERJİ (2013)					(YAYLA)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	İ / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
2013	-1.062.242	1,10400	0,9058	-962.176	NET FAALİYET KARI	3.058.536
2014	-19.732.823	1,21882	0,8205	-16.190.157	AOSM	0,104
2015	166.026	1,34557	0,7432	123.387	YSG	0,104
2016	2.442.902	1,48551	0,6732	1.644.484	BÜYÜME (g)	0,030
2017	8.299.216	1,64001	0,6098	5.060.480	DED	29.409.001
2018	8.887.212	1,81057	0,5523	4.908.526		
2019	24.614.909	1,99887	0,5003	12.314.442		
2020	4.072.060	2,20675	0,4532	1.845.277		
2021	2.855.430	2,43625	0,4105	1.172.060		
2022	3.511.593	2,68962	0,3718	1.305.610		
DED	29.409.001	2,68962	0,3718	10.934.263		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				22.156.197		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0507		
Faaliyetlerin Değeri				23.279.827		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				23.279.827		
Menkul Kıymetler				0		
Firmanın Değeri				23.279.827		
Finansal Borçlar				-7.001.372		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-42.942		
Özkaynakların Değeri				16.235.513		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				6.850.000	Adet	16.235.512,628 TL
Hisse Senedinin Fiyatı				2,370	TL/Adet	16.235.512,628 TL
İştirakler (Defter Değeri)				16.974.134		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				33.209.647		
Hisse Senedi Sayısı				6.850.000	Adet	33.209.646,628 TL
Hisse Senedinin Fiyatı				4,848	TL/Adet	33.209.646,628 TL

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	20,0%	135,0%	10,0%	5,0%	1,0%	1,0%	-55,0%	1,0%	1,0%	-5,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	65,0%	80,0%	80,0%	75,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
FVA Öncesi Marj	30,0%	15,0%	15,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	32,0%
Nakit İhtiyacı	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Alacaklar	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Stoklar	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Diğer Dönen Varlıklar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ticari Borçlar	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Net İşletme Serm. Marjı	48,0%	48,0%	48,0%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	70,0%	70,0%	65,0%	65,0%	60,0%	55,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	9,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

POLİTEKNİK METAL (2014)					(POLTK)	
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / NET		NET FAALİYET KARI	
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER		
2014	39.899	1,15040	0,8693	34.682		6.826.841
2015	995.492	1,32342	0,7556	752.211	AOSM	0,150
2016	1.486.515	1,52246	0,6568	976.388	YSG	0,150
2017	4.509.036	1,75144	0,5710	2.574.472	BÜYÜME (g)	0,035
2018	2.863.303	2,01486	0,4963	1.421.095	DED	45.391.228
2019	4.254.130	2,31789	0,4314	1.835.344		
2020	4.495.916	2,66650	0,3750	1.686.072		
2021	7.390.142	3,06755	0,3260	2.409.139		
2022	5.110.560	3,52890	0,2834	1.448.200		
2023	5.364.900	4,05965	0,2463	1.321.517		
DED	45.391.228	4,05965	0,2463	11.181.066		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				25.640.187		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0726		
Faaliyetlerin Değeri				27.500.819		
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				27.500.819		
Menkul Kıymetler				0		
Firmannın Değeri				27.500.819		
Finansal Borçlar				-47.360		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-194.769		
Özkaynakların Değeri				27.258.690		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				3.000.000	Adet	27.258.689,859 TL
Hisse Senedinin Fiyatı				9,086	TL/Adet	27.258.689,859 TL
İştirakler (Defter Değeri)				0		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				27.258.690		
Hisse Senedi Sayısı				3.000.000	Adet	27.258.689,859 TL
Hisse Senedinin Fiyatı				9,086	TL/Adet	27.258.689,859 TL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	20,0%	20,0%	16,0%	12,0%	9,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
FVA Öncesi Marj	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	15,0%
Nakit İhtiyacı	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	20,0%
Ticari Alacaklar	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Stoklar	35,0%	35,0%	35,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Diğer Dönen Varlıklar	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Borçlar	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Net MDV/Net Satışlar Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

RTA LABORATUVARLARI (2014)					(RTALB)	
FCFF Yöntemine Göre Firmann Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / NET BUGÜNKÜ		NET FAALİYET KARI	
			İSKONTO FAKTÖRÜ	DEĞER		
2014	6.295.030	1,14510	0,8733	5.497.363		14.521.391
2015	3.958.809	1,31125	0,7626	3.019.101	AOSM	0,145
2016	4.412.420	1,50152	0,6660	2.938.641	YSG	0,145
2017	4.780.541	1,71939	0,5816	2.780.375	BÜYÜME (g)	0,030
2018	5.201.354	1,96887	0,5079	2.641.796	DED	100.078.504
2019	8.494.489	2,25455	0,4435	3.767.704		
2020	7.776.007	2,58169	0,3873	3.011.984		
2021	8.540.720	2,95629	0,3383	2.888.998		
2022	10.722.829	3,38525	0,2954	3.167.515		
2023	11.514.822	3,87645	0,2580	2.970.456		
DED	100.078.504	3,87645	0,2580	25.817.053		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				58.500.986		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0701		
Faaliyetlerin Değeri				62.601.522		
Firmann Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				62.601.522		
Menkul Kıymetler				0		
Firmann Değeri				62.601.522		
Finansal Borçlar				-8.471		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-268.448		
Özkaynakların Değeri				62.324.603		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				4.800.000	Adet	62.324.603,247 TL
Hisse Senedinin Fiyatı				12,984	TL/Adet	62.324.603,247 TL
İştirakler (Defter Değeri)				3.920.000		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				66.244.603		
Hisse Senedi Sayısı				4.800.000	Adet	66.244.603,247 TL
Hisse Senedinin Fiyatı				13,801	TL/Adet	66.244.603,247 TL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	30,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVA Öncesi Marj	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	40,0%	40,0%	40,0%	45,0%	45,0%	50,0%
Nakit İhtiyacı	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ticari Alacaklar	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Stoklar	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Diğer Dönen Varlıklar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Ticari Borçlar	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%
Net MDV/Net Satışlar	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%

TUĞÇELİK ALÜMİNYUM VE METAL (2014)					(TUCLK)	
FCFF Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, (€)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (€)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	I / NET		NET FAALİYET KARI	
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER		
2014	-10.992.183	1,06310	0,9406	-10.339.745		8.544.605
2015	-13.119.439	1,13018	0,8848	-11.608.257	AOSM	0,063
2016	-9.870.041	1,20150	0,8323	-8.214.793	YSG	0,063
2017	3.669.135	1,27731	0,7829	2.872.548	BÜYÜME (g)	0,010
2018	1.486.471	1,35791	0,7364	1.094.676	DED	135.413.702
2019	1.401.661	1,44359	0,6927	970.953		
2020	4.783.085	1,53468	0,6516	3.116.659		
2021	6.762.845	1,63152	0,6129	4.145.114		
2022	3.024.037	1,73447	0,5765	1.743.492		
2023	3.116.574	1,84392	0,5423	1.690.193		
DED	135.413.702	1,84392	0,5423	73.438.100		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				58.908.940		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0311		
Faaliyetlerin Değeri				60.739.088		
Firmanın Özkaynaklarının Değeri, (€)						
Faaliyetlerin Değeri				60.739.088		
Menkul Kıymetler				0		
Firmanın Değeri				60.739.088		
Finansal Borçlar				-23.024.115		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-86.317		
Özkaynakların Değeri				37.628.657		2,8471 Euro/TL
Hisse Senedi Sayısı				25.000.000	Adet	37.628.656,512 Euro
Hisse Senedinin Fiyatı				4,285	TL/Adet	107.132.547,956 TL
İştirakler (Defter Değeri)				1.454.943		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				39.083.600		
Hisse Senedi Sayısı				25.000.000	Adet	39.083.599,942 Euro
Hisse Senedinin Fiyatı				4,451	TL/Adet	111.274.917,394 TL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	50,0%	38,0%	23,0%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	79,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
FVA Öncesi Marj	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	19,0%
Nakit İhtiyacı	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Alacaklar	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Stoklar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diğer Dönen Varlıklar	45,0%	45,0%	45,0%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Ticari Borçlar	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	98,0%	98,0%	98,0%	89,0%	89,0%	89,0%	84,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
Net MDV/Net Satışlar	60,0%	60,0%	60,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%

PERGAMON STATUS (2014)					PSDTC						
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)						
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	I / NET		NET FAALİYET KARI						
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER							
2014	46.422.171	1,14200	0,8757	40.649.887	5.196.274						
2015	637.572	1,30416	0,7668	488.874	0,142						
2016	1.187.117	1,48936	0,6714	797.068	0,142						
2017	2.488.137	1,70084	0,5879	1.462.884	0,030						
2018	2.531.595	1,94236	0,5148	1.303.358							
2019	2.784.803	2,21818	0,4508	1.255.445							
2020	3.063.336	2,53316	0,3948	1.209.294							
2021	4.747.220	2,89287	0,3457	1.641.007							
2022	4.060.499	3,30366	0,3027	1.229.092							
2023	4.262.879	3,77278	0,2651	1.129.905							
DED	36.593.476	3,77278	0,2651	9.699.350		36.593.476					
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				60.866.164							
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0686							
Faaliyetlerin Değeri				65.044.261							
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)											
Faaliyetlerin Değeri				65.044.261							
Menkul Kıymetler				3.200.000							
Firmannın Değeri				68.244.261							
Finansal Borçlar				-45.502.559							
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı											
Yükümlülüğü				0							
Özkaynakların Değeri				22.741.702		1 TL/TL					
Hisse Senedi Sayısı				3.020.000	Adet	22.741.701,959 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				7,530	TL/Adet	22.741.701,959 TL					
İştirakler (Defter Değeri)				0							
Özkaynakların Değeri + İştirakler				22.741.702							
Hisse Senedi Sayısı				3.020.000	Adet	22.741.701,959 TL					
Hisse Senedinin Fiyatı				7,530	TL/Adet	22.741.701,959 TL					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	0,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	55,0%	53,0%	51,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	49,0%
FVA Öncesi Marj	45,0%	47,0%	49,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	51,0%
Nakit İhtiyacı	60,0%	60,0%	60,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Ticari Alacaklar	300%	300%	300%	275%	275%	275%	275%	250%	250%	250%	250%
Stoklar	32,0%	32,0%	32,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Diğer Dönen Varlıklar	55,0%	55,0%	55,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Ticari Borçlar	275%	275%	275%	250%	250%	250%	250%	225%	225%	225%	225%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	41,0%	41,0%	41,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Net İşletme Serm. Marjı	131%	131%	131%	123%	123%	123%	123%	115%	115%	115%	115%
Net MDV/Net Satışlar	1,0%	1,0%	1,0%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

ULUSOY UN (2014)					(ULUUN)	
FCFF Yöntemine Göre Firmannın Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / NET		NET FAALİYET KARI	
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER		
2014	-79.011.985	1,14300	0,8749	-69.126.846	YSG	58.772.160
2015	12.127.153	1,30645	0,7654	9.282.531	AOSM	0,143
2016	14.202.518	1,49327	0,6697	9.511.011	BÜYÜME (g)	0,030
2017	87.902.646	1,70681	0,5859	51.501.162	DED	410.994.123
2018	22.907.222	1,95088	0,5126	11.741.978		
2019	25.108.137	2,22986	0,4485	11.259.967		
2020	26.133.309	2,54873	0,3924	10.253.468		
2021	131.437.176	2,91320	0,3433	45.117.848		
2022	52.462.953	3,32978	0,3003	15.755.662		
2023	53.854.131	3,80594	0,2627	14.150.009		
DED	410.994.123	3,80594	0,2627	107.987.455		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri					217.434.245	
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü					1,0691	
Faaliyetlerin Değeri					232.461.513	
Firmannın Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri					232.461.513	
Menkul Kıymetler					10.557	
Firmannın Değeri					232.472.070	
Finansal Borçlar					-20.864.884	
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü					-434.532	
Özkaynakların Değeri					211.172.654	1 TL /TL
Hisse Senedi Sayısı					65.000.000 Adet	211.172.654,041 TL
Hisse Senedinin Fiyatı					3,249 TL/Adet	211.172.654,041 TL
İştirakler (Defter Değeri)					4.265.000	
Özkaynakların Değeri + İştirakler					215.437.654	
Hisse Senedi Sayısı					65.000.000 Adet	215.437.654,041 TL
Hisse Senedinin Fiyatı					3,314 TL/Adet	215.437.654,041 TL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	92,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
FVA Öncesi Marj	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Nakit İhtiyacı	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Alacaklar	18,0%	18,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Stoklar	23,0%	23,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Diğer Dönen Varlıklar	6,0%	6,0%	6,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ticari Borçlar	33,0%	33,0%	33,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Net İşletme Serm. Marjı	19,5%	19,5%	19,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Maddi Duran Varlıklar											
Net MDV/Net Satışlar	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	13,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

SENKRON GÜVENLİK (2015)					(SNKRN)	
FCFF Yöntemine Göre Firmann Faaliyetlerinin Değeri, (TL)					DEVAM EDEN DEĞER (DED), (TL)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	I / NET		NET FAALİYET KARI	
			İSKONTO FAKTÖRÜ	BUGÜNKÜ DEĞER		
2014	-3.081.482	1,13240	0,8831	-2.721.195		13.573.046
2015	-1.724.019	1,28233	0,7798	-1.344.443	AOSM	0,132
2016	-1.656.921	1,45211	0,6887	-1.141.044	YSG	0,132
2017	-285.506	1,64437	0,6081	-173.626	BÜYÜME (g)	0,030
2018	-1.414.135	1,86208	0,5370	-759.437	DED	102.515.456
2019	-381.764	2,10862	0,4742	-181.049		
2020	-401.413	2,38781	0,4188	-168.110		
2021	4.915.805	2,70395	0,3698	1.818.008		
2022	3.588.286	3,06195	0,3266	1.171.894		
2023	4.329.384	3,46736	0,2884	1.248.612		
DED	102.515.456	3,46736	0,2884	29.565.875		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				27.315.485		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0641		
Faaliyetlerin Değeri				29.067.579		
Firmann Özkaynaklarının Değeri, (TL)						
Faaliyetlerin Değeri				29.067.579		
Menkul Kıymetler				0		
Firmann Değeri				29.067.579		
Finansal Borçlar				-15.695		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü				-51.375		
Özkaynakların Değeri				29.000.508		1 TL/TL
Hisse Senedi Sayısı				5.500.000 Adet	29.000.508,314	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				5,273	TL/Adet	29.000.508,314 TL
İştirakler (Defter Değeri)				0		
Özkaynakların Değeri + İştirakler				29.000.508		
Hisse Senedi Sayısı				5.500.000 Adet	29.000.508,314	TL
Hisse Senedinin Fiyatı				5,273	TL/Adet	29.000.508,314 TL

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sonsuz
Faaliyetler											
Net Satışlardaki Büyüme SMM/Net Satışlar (A.Hriç)	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	3,0%
Flyt. Gdr./Net Satışlar	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	83,0%	83,0%	81,0%	81,0%	81,0%	80,0%
FVA Öncesi Marj	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,0%	11,0%	10,0%
Nakit İhtiyacı	0,0%	1,0%	2,0%	2,0%	3,0%	5,0%	5,0%	7,0%	8,0%	8,0%	10,0%
Ticari Alacaklar	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Stoklar	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Diğer Dönen Varlıklar	8,0%	8,0%	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Ticari Borçlar	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17,0%	17,0%	17,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Net MDV/Net Satışlar Amrtsmn/Geçen Yıl MDV	25,0%	25,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

EKLER 3- LİTERATÜR ÖZETİ

<i>Çalışma</i>	<i>Periyot</i>	<i>Ülke</i>	<i>Örneklem Büyüklüğü</i>	<i>Kullanılan Metodoloji</i>	<i>Sonuç</i>
Hanley ve Hoberg (2010)	1996-2005	ABD	1750 İlk Halka Arz	Kelime Algoritması	İzahnamelerdeki açıklayıcı bilgilerin artmasıyla düşük fiyatlamının azalacağı sonucuna ulaşılmıştır
Oran, Aytürk ve Akbaba (2013)	2008-2013	Türkiye	61 İlk Halka Arz	Regresyon, Wilcoxon, Wald	İNA yaklaşımının % 94,24 açıklayıcılık oranı var, % 8,3 düşük fiyatlama tespit edilmiş, düşük fiyatlamayı açıklayan tek değişken olarak fiyat iskontosu belirlenmiştir
Küçükkoçaoğlu (2008)	1993-2005	Türkiye	217 İlk Halka Arz	Probit	% 7 sabit fiyatla talep toplama, % 11,4 ön talep toplama, % 15,68 borsada satış yönteminde düşük fiyatlama görülüyor
Kim ve Ritter (1999)	1992-1993	ABD	190 İlk Halka Arz	Regresyon	Karşılaştırma atlası oluşturularak hem buradaki şirketlere göre projeksiyon yapılmış hem de tarihi getirilerin yanında tahmin edilen getiriler de kullanılmıştır. Böylelikle daha etkin değerlendirme sonuçlarına ulaşılmıştır. 10 yaşından küçük firmalarda mutlak değişken hatası %31,9 iken, daha yaşlı firmalarda bu oran %23'e düşmektedir.

<p>Chai ve Zhu (2015)</p>	<p>1980-2012</p>	<p>ABD</p>	<p>503 İlk Halka Arz</p>	<p>Regresyon</p>	<p>Halka arzlar, kültürel uzaklık açısından incelenmiştir. Daha önce kendi ülkesinde halka arz gerçekleştirmiş ve gerçekleştirmemiş Amerika piyasasındaki yabancı halka arzlardan örneklem oluşturulmuştur. Kültürel uzaklık değeri 1 birim arttıkça, düşük fiyatlamamanın %12,4 arttığı gözlemlenmiştir. Amerikalı yatırımcıların riskten kaçındığını, yabancı ülke menşeli ilk halka arzlar gibi daha riskli yatırımlara girdiklerinde ise daha çok getiri beledikleri ispatlanmıştır.</p>
<p>Grammenos ve Papapostolou (2012)</p>	<p>1987-2008</p>	<p>ABD</p>	<p>51 İlk Halka Arz</p>	<p>Ols Regresyon</p>	<p>Nakliye piyasaları üzerinden yapılan araştırmada, sıcak aylarda düşük fiyatlamamanın daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Rock'ın "kazananın laneti" teorisi reddedilmiştir. Yatırımcı duygusu gibi pazar koşullarının düşük fiyatlamayı açıklamada daha belirgin olduğu tespit edilmiştir.</p>

<p>Keasey ve McGuinness (2008)</p>	<p>2002-2003</p>	<p>Hong Kong</p>	<p>82 İlk Halka Arz</p>	<p>Regresyon (PD/DD ve Tobin'in q'su)</p>	<p>Altkonan özsermaye ile kazanç büyümesi arasında pozitif ilişki bulunmuştur, pay altkoymanın büyüklüğü, halka arz değerini etkilemektedir. Pay altkoyma düzeyi sadece ilk halka arzda değil arz sonrası değer artımında da kilit rol oynamaktadır.</p>
<p>Chen, Wang, Li, Sun ve Tong (2015)</p>	<p>1999-2007</p>	<p>Çin</p>	<p>675 İlk Halka Arz</p>	<p>Regresyon</p>	<p>Örneklemede 109 merkezi hükümet halka arzı (CSOE), 336 mahalli hükümet halka arzı (LSOE), 230 ise özel sektör halka arzı bulunmaktadır. Özel sektör halka arzları ile kıyaslandığında CSOE'ler %27, LSOE'ler ise %7 daha düşük fiyatlanmaktadır. Ayrıca şirketin örgütsel çevresi de düşük fiyatlama ile ilişkilendirilmiştir. Araştırmaya göre, organizasyonel çevre 1 birim iyileştiğinde, düşük fiyatlama % 2 azalmaktadır. Daha iyi örgütsel çevre en çok özel şirketler, sonrasında ise sırasıyla LSOE'ler ve CSOE'ler için halka arz düşük fiyatlamasını azaltmaktadır. Örgütsel olarak zayıf kalan eyaletlerde % 145,25, güçlü eyaletlerde ise % 119,24 düşük fiyatlama tespit edilmiştir. Ortalama ilk gün düşük fiyatlaması ise % 127'dir.</p>

Sahoo (2014)	2007-2012	Hindistan	157 İlk Halka Arz	Regresyon	<p>Analistler tarafından sunulan halka arz öncesi yorumların düşük fiyatlamaya etkisi incelenmiştir. Örneklem için ortalama şirket yaşı 15'tir. Ortalama % 14,23 düşük fiyatlama bulunmuştur. Daha çok analist yorumunun düşük fiyatlamayı azalttığı tespit edilmiştir. Eski şirketlerin tanınırlığı daha fazla olduğu için özellikle yeni şirketlerin, halka arz öncesi analist yorumlarından daha fazla etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.</p>
Nagata (2013)	1989-2005	Japonya	1476 İlk Halka Arz	Çok Değişkenli Regresyon	<p>Örneklemdaki ortalama şirket yaşı 311 ay'dır. Amerika piyasası'nın ortalama ilk halka açılma yaşı ise 110 ay'dır. Daha çok gelir yönetimi yapan şirketlerin daha çok düşük fiyatlandığı bulunmuştur.</p>
Hoque (2014)	1999-2006	İngiltere	831 İlk Halka Arz	Ols Regresyon	<p>Bilgi asimetrisi düşük fiyatlamanın determinantıdır, bilgi asimetrisi zorunlu tutma taahhütlerinin sebebi değildir, ama ahlaki tehlike arttıkça zorunlu tutma taahhütleri artar.</p>

<p>Zhu, Zhang, Li ve Chen (2015)</p>	<p>2001-2011</p>	<p>Çin</p>	<p>949 İlk Halka Arz</p>	<p>Regresyon</p>	<p>Analist tahmin sapması ve dağılımı azaldıkça, halka arz ilk gün getirileri üzerindeki Pazar duygusu etkisi azalır. Yeni hisselerin % 90'ından fazlası pozitif ilk gün getirisi ile sermaye piyasalarına giriş yapmıştır. Shenzen Hisse Senetleri Piyasası'nda alım tarafında işlem yapanların % 90'ının bireysel yatırımcılar olmasından dolayı yatırımcı duygusunun bu piyasada çok önemli olduğu görülmektedir. Çalışma, gürültülü işlemlerin sebebinin bilgi asimetrisi olduğunu ve regüle edilmeyen piyasalarda analist yorumlarının ilk halka arzlar üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu göstermektedir.</p>
<p>Cooney, Madureira, Singh ve Yang (2015)</p>	<p>2000-2009</p>	<p>ABD</p>	<p>1530 İlk Halka Arz</p>	<p>Regresyon</p>	<p>Bir yatırım bankasının halka arz şirketi ile ilişkisi arttıkça, o sendikada yüksek pozisyonda yönetici olma olasılığının arttığı görülmüştür. Geçmişe dayalı sosyal bağlantılara sahip bankaların halka arz sendikalarında lider olabilmeleri durumunu % 42 oranında artırmaktadır. Teklif fiyatı revizyonu, lider yönetici şöhreti, risk sermayesi ile ilişkili ihraççı olma gibi faktörler ilk gün getirilerini artırırken, sosyal bağların ilk gün getirileri ile önemli bir ilişkisi yoktur.</p>

Kıymaz (1996)	1990-1995	Türkiye	88 İlk Halka Arz	Regresyon	%12,3 ilk gün getirisi bulunmuştur.
Durukan (2002)	1990-1997	Türkiye	173 İlk Halka Arz	Regresyon	%14,61 düşük fiyatlama tespit edilmiştir.
Kıymaz (2000)	1990-1996	Türkiye	163 İlk Halka Arz	Regresyon	%13,1 ilk gün getirisi hesaplanmıştır.
Ünlü ve Ersoy (2008)	1995-2008	Türkiye	112 İlk Halka Arz	Regresyon	%6,52 düşük fiyatlama bulunmuş, 20 yaşından büyük firmaların ilk halka açılmada daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.
Otlu ve Ölmez (2011)	2006-2011	Türkiye	53 İlk Halka Arz	Regresyon	%6,99 ilk gün getirisi tespit edilmiştir.
Başpınar (2008)	1993-2007	Türkiye	240 İlk Halka Arz	Regresyon	%9,16 düşük fiyatlama hesaplanmış, şirketlerin değerlerinin, gerçeğe uygun değerden farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

EKLER 4- ŞİRKETLERİN KULLANDIĞI PROJEKSİYONLAR, ESKİ ORTALAMALAR VE TARİHSEL İNA YAKLAŞIMINDA KULLANILAN PROJEKSİYONLARIN KARŞILAŞTIRILMASI

<i>Şirket</i>	<i>Ş. AOSM</i>	<i>Ş. Satışlarda Ort. Büyüme</i>	<i>Ş. Ort. SMM/NS</i>	<i>Ş. Ort. Faal. Gid./NS</i>	<i>TİNA AOSM</i>	<i>TİNA Satışlarda Ort. Büy.</i>	<i>TİNA Ort. SMM/NS</i>	<i>TİNA Ort. Faal. Gid./NS</i>	<i>Eski Satışlarda Ort. Büy.</i>	<i>Eski Ort. SMM</i>	<i>Eski Ort. Faal. Gid.</i>
ANELT*	12,0%	9%	71%	8%	12,0%	9%	75%	13%	77%	75%	11%
BIMAS*	13,0%	20%	83%	12%	13,0%	14%	83%	13%	23%	83%	16%
TSPOR*	10,5%	-	-	-	10,5%	116%	70%	18%	470%	71%	24%
ARMDA*	11,7%	28%	94%	4%	11,7%	19%	93%	6%	38%	93%	5%
CCOLA*	11,0%	11%	67%	18%	11,0%	11%	66%	20%	16%	67%	21%
DGATE*	11,2%	27%	94%	1%	11,2%	17%	97%	3%	21%	96%	3%
KAREL*	14,0%	8%	-	-	14,0%	7%	66%	14%	-4%	66%	14%
RYSAS*	11,0%	8%	81%	5%	11,0%	6%	81%	6%	73%	76%	4%
SELEC*	14,0%	12%	91%	4%	14,0%	12%	89%	6%	24%	89%	5%
VESBE*	11,5%	17%	-	-	11,5%	10%	83%	3%	39%	82%	3%
TAVHL*	11,0%	10%	-	-	11,0%	15%	43%	23%	19%	43%	29%
KOZAL*	5,0%	1%	37%	9%	5,0%	8%	29%	17%	5%	22%	15%
LATEK*	9,6%	24%	85%	6%	9,6%	10%	90%	5%	-17%	92%	4%
MANGO*	13,0%	-	-	-	13,0%	10%	81%	10%	18%	82%	12%
AKSEN*	10,0%	-	-	-	10,0%	16%	66%	3%	102%	69%	4%
IHGZT*	13,0%	5%	69%	12%	13,0%	5%	68%	12%	14%	67%	11%
ANELE*	11,4%	7%	-	-	11,4%	9%	83%	5%	59%	81%	5%
CEMAS*	11,0%	19%	85%	8%	11,0%	22%	82%	8%	4%	86%	8%
EKIZ*	13,8%	12%	-	-	13,8%	9%	83%	6%	74%	89%	7%
UYUM*	16,6%	29%	77%	19%	16,6%	29%	75%	20%	18%	75%	21%
KATMR*	11,8%	19%	71%	14%	11,8%	9%	75%	14%	61%	76%	12%
DESPC*	10,0%	7%	90%	3%	10,0%	6%	90%	4%	12%	91%	4%
HATEK*	12,0%	-	-	-	12,0%	11%	66%	17%	-3%	69%	18%
LKMNH*	14,2%	4%	-	5%	14,2%	5%	69%	5%	70%	65%	4%
BRKSN*	10,0%	21%	-	-	10,0%	21%	62%	21%	-15%	65%	21%
UTPYA*	12,0%	11%	52%	8%	12,0%	7%	51%	9%	-	56%	9%
BMEKS*	11,4%	31%	-	-	11,4%	19%	82%	15%	10%	81%	15%
BLCYT*	10,9%	8%	74%	5%	10,9%	15%	53%	9%	19%	52%	8%
DAGI*	17,0%	10%	-	-	17,0%	10%	46%	34%	0%	51%	36%
ERICO*	13,5%	21%	87%	8%	13,5%	15%	86%	9%	47%	86%	10%
MEPET*	10,0%	17%	-	-	10,0%	19%	90%	1%	38%	91%	1%
SAMAT*	12,2%	10%	92%	-	12,2%	12%	84%	7%	12%	87%	7%
VANGD*	11,0%	23%	76%	16%	11,0%	26%	75%	11%	-	-	-
OZBAL*	10,3%	17%	83%	-	10,3%	11%	73%	16%	20%	72%	15%
ADESE*	14,2%	14%	78%	-	14,2%	14%	74%	22%	9%	75%	21%
NIBAS*	12,5%	23%	79%	7%	12,5%	16%	80%	9%	3%	84%	11%
SANFM*	15,0%	10%	84%	-	15,0%	15%	70%	11%	24%	74%	15%
BEYAZ*	18,0%	11%	-	-	18,0%	13%	32%	6%	-2%	35%	7%
OYLUM*	12,0%	29%	80%	11%	12,0%	31%	69%	12%	-	74%	15%
PRZMA*	15,2%	63%	86%	3%	15,2%	35%	77%	3%	49%	73%	8%
ORGE*	14,6%	14%	88%	-	14,6%	21%	85%	8%	-	82%	16%

MEGAP*	16,1%	17%	77%	-	16,1%	13%	71%	7%	29%	83%	25%
MCTAS*	15,4%	7%	56%	29%	15,4%	8%	52%	35%	58%	57%	35%
TKNSA*	15,5%	15%	77%	-	15,5%	11%	76%	19%	21%	77%	20%
ARTOG*	15,5%	17%	85%	2%	15,5%	14%	81%	1%	79%	92%	1%
TGSAS*	15,4%	27%	-	19%	15,4%	23%	11%	14%	45%	7%	-
FLAP*	13,2%	19%	-	-	13,2%	21%	81%	8%	-20%	86%	7%
AKGUV*	13,6%	16%	87%	3%	13,6%	16%	86%	3%	24%	87%	5%
ETILR*	15,6%	11%	-	-	15,6%	23%	45%	43%	-	46%	47%
ULAS*	12,0%	37%	55%	15%	12,0%	23%	55%	13%	-8%	61%	14%
KRATL*	12,4%	19%	94%	1%	12,4%	22%	93%	2%	83%	94%	3%
ATPET*	13,5%	19%	-	-	13,5%	24%	78%	10%	119%	84%	10%
TKURU*	13,8%	57%	53%	-	13,8%	57%	53%	25%	0%	43%	32%
TMSN*	15,6%	11%	76%	5%	15,6%	9%	76%	5%	-	77%	8%
ROYAL*	12,0%	11%	70%	11%	12,0%	8%	69%	14%	13%	69%	16%
TACTR*	10,0%	17%	64%	12%	10,0%	17%	63%	12%	35%	42%	19%
ODAS*	12,8%	18%	-	-	12,8%	15%	75%	4%	-	43%	4%
BAKAN*	12,0%	16%	80%	7%	12,0%	16%	79%	7%	21%	80%	9%
AKPAZ*	13,0%	8%	92%	5%	13,0%	6%	92%	5%	31%	93%	5%
SAYAS*	13,5%	12%	74%	10%	13,5%	9%	76%	7%	-28%	83%	7%
RODRG*	11,8%	17%	78%	17%	11,8%	18%	78%	13%	19%	78%	16%
SEKUR*	11,6%	16%	87%	6%	11,6%	18%	85%	6%	32%	85%	6%
YAYLA*	10,4%	11%	52%	2%	10,4%	11%	69%	5%	-	85%	3%
IZTAR*	11,3%	27%	74%	6%	11,3%	14%	68%	6%	-	52%	9%
SANEL*	14,0%	13%	82%	6%	14,0%	10%	85%	8%	59%	84%	9%
TMPOL*	11,4%	11%	85%	4%	11,4%	11%	85%	4%	48%	84%	4%
POLTK*	15,0%	16%	65%	15%	15,0%	10%	65%	19%	-12%	65%	17%
RTALB*	14,5%	18%	58%	16%	14,5%	7%	42%	20%	6%	52%	25%
BMELK*	11,3%	31%	-	-	11,3%	21%	8%	7%	-	-	32%
TUCLK*	6,3%	20%	80%	4%	6,3%	16%	80%	3%	-11%	85%	3%
IZFAS*	13,3%	24%	75%	12%	13,3%	8%	64%	14%	1%	68%	17%
PSDTC*	14,2%	12%	-	58%	14,2%	11%	0%	51%	-12%	0%	26%
ULUUN*	14,3%	15%	94%	3%	14,3%	5%	91%	4%	23%	92%	4%
OZRDN*	14,1%	14%	64%	20%	14,1%	11%	63%	19%	15%	67%	19%
SENKRN*	13,2%	21%	78%	13%	13,2%	21%	83%	13%	30%	82%	13%
SEYKM*	14,5%	11%	66%	15%	14,5%	9%	63%	15%	9%	62%	14%
ESKİ ORANLAR İLE TİNA ORANLARININ KORELASYONU									74%	94%	85%

*ANELT: Geçmiş satış büyümesine ait izahnamede tek oran olduğu için eski satış büyümesi ortalaması yüksek gözüküyor. Satış büyümesi projeksiyonu, ortalama sektör büyümesine göre yapılmıştır.

*BIMAS: Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Satışlar giderek düşmektedir. Perakende sektöründeki rekabet düşünülerek projeksiyonlar yapılmıştır.

***TSPOR:** Süper lig yayın gelirlerinin ciddi oranda artması sebebiyle, satış büyümesi fazla gözükmektedir. Satışların ciddi oranda yükselmesine oranla, faaliyet giderleri düşmüştür.

***ARMDA:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Satışlardaki büyüme zamanla düşüyor. Dinamik bir sektör olması ve rekabetin yoğun olması göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***COLA:** Gazlı içecekler sektöründeki rekabet, satışların giderek düşmesi ve hammadde temininde yurtdışı piyasalara bağımlı olma faktörleri projeksiyonlar yapılırken dikkate alınmıştır.

***DGATE:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Satışlar önce artıyor, sonra sektörün dinamikliği ve rekabet koşulları sebebiyle düşüyor. Bilgi teknolojisi ürünlerinin çoğunun yurtdışından ithal edilmesi koşulu da hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***KAREL:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Şirketin ilk seneler çok borç yükü olması sebebiyle satış büyümesi negatiftir. Sonraki yıllarda, sektör büyümesine göre artan rekabet ve teknoloji sektörünün çok hızlı değişmesi faktörleri de göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***RYSAS:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Operasyon ağının genişletilmesi ile tarihsel satış büyümesi yüksek çıkmıştır. Satış büyümesi, zamanla azalmaktadır. Sektör ve rekabet koşulları düşünülerek projeksiyonlar yapılmıştır.

***SELEC:** Ecza sektöründe pozisyonunu koruyabilmek adına şirketin Ar-Ge faaliyetlerinin artması ile faaliyet giderleri artıyor. Satış büyümesi, eski oranlarda tedarikçi ağının artmasının etkisiyle yüksek gözükmektedir. İlerleyen yıllarda sektörde meydana gelebilecek yapısal değişiklikler hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***VESBE:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Tarihsel oranlarda, satış büyümesinde, sert bir düşüş yaşanmıştır. Hammadde de %50 oranında yurtdışına bağımlılık ve rekabet etkisi düşünülerek satış projeksiyonları yapılmıştır.

***TAVHL:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. İzmir Adnan Menderes, Ankara Esenboğa ve İstanbul Atatürk havalimanları ihalelerinin kazanılmasının etkisinin ilerleyen yıllarda da devam edeceği projeksiyonlara yansıtılmıştır.

***KOZAL:** Arz öncesinde, 15 senelik projeksiyon yapılmıştır. Altın fiyatlarının yükselişi, tedarik zincirinin genişlemesi ve şirketin sektördeki konumu hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***LATEK:** Global kriz sonrası dünya ticaret hacminin gelişmesi göz önünde bulundurularak, eski oranlara göre artan hızda bir satış büyümesi projeksiyonu yapılmıştır. Bunda beyaz eşya, havacılık ve otomotiv sektörünün de çıkışta olması etkindir.

***MANGO:** Perakendecilik sektörü ile çalışan şirketin, satışlarının eski oranlarıyla uyumlu şekilde artması ile birlikte müşteri sadakat oranının düşük olması da hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***AKSEN:** Türkiye elektrik tüketiminin %7 civarında büyümesi, şirketin sektördeki konumu, eski oranlarda yapılan yatırımlar sebebiyle aşırı büyüme gerçekleşmesine rağmen, bunun zamanla elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalarla birlikte belli bir denge seviyesine geleceği faktörleri göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***IHGZT:** İnternet gazeteciliğinin artmasının getireceği satış kaybı ve reklam gelirlerinin dalgalı olması faktörlerine göre projeksiyonlar yapılmıştır.

***ANELE:** Arz öncesinde, 8 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Elektrik ve güneş enerjisi piyasasının yapısal değişikliklere maruz olması, rekabet etkisi ve fiyat dalgalanmaları göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***CEMAS:** Arz öncesinde, 6 senelik projeksiyon yapılmıştır. Şirket, madencilik gibi yeni sektörlere girerek pazardaki konumunu yükseltmektedir. Bu durumun ilerideki yıllara da yansıtacağı varsayımı ile projeksiyonlar yapılmıştır.

***EKIZ:** Arz öncesinde, 6 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Şirketin zeytinyağı üretiminin artması ile Türkiye’de 4. sıraya yükselmiş olması eski oranların seviyesini yükseltmiştir. Sektörün %7 büyümesi ile şirketin konumu hesaba katılarak satış projeksiyonları yapılmıştır.

***UYUM:** Şirketin mağaza sayısı 5 sene içerisinde neredeyse 2 katına çıkmıştır. Şirketin insan kaynaklarına yaptığı yatırımlar göz önüne alınarak, satış projeksiyonları yapılmıştır.

***KATMR:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. İlk seneler satışların hızla büyümesi sonrasında, ihracatın daha çok Afrika ve Ortadoğu gibi ekonomisi kırılgan ülkelere yapılması ve Çin'in araç üstü ekipman sektöründe belirgin olarak öne çıkmaya başlaması faktörleri göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapıldı.

***DESPC:** Bilgi teknolojileri sektöründe rekabetin çok yoğun yaşanması, satılan ürünlerin neredeyse tamamının yurtdışından getirilmesi faktörleri göz önünde bulundurularak satış büyümesi projeksiyonları yapılmıştır.

***HATEK:** Global krizin etkisinden dolayı eski oranlarda satış büyümesi negatif gerçekleştirmiş olup, şirketin ekonominin normalleşmesi ve turizm, tekstil, inşaat, hayvancılık gibi çok farklı sektörlerle yayılmasının da etkisiyle satış büyümesi yaşayacağı projeksiyonu yapılmıştır.

***LKMNH:** Arz öncesinde, hastane sayısının artması ile satışlarda ciddi oranda büyüme gerçekleşmiş olmakla birlikte, mevzuat ile ilgili potansiyel yapısal değişikliklerin olması ve hasta portföyünün %66'sının SGK'dan gelmesi hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***BRKSN:** Arz öncesinde, global krizin etkisiyle satışlarda azalma yaşanmış olmasına rağmen, ekonominin açılması ve XPS yalıtım pazarında Türkiye'deki iki firmadan biri olması faktörleri göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***UTPYA:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Şirketin son yıllarda açtığı otellerin, satış büyümesi üzerindeki olumlu etkileriyle beraber, turizm sektörünün politik riskler taşıması dolayısıyla dalgalı olması da hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***BMEKS:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Şirketin, global krize rağmen gelişen dinamik bir sektör olması ve artan franchise anlaşmaları göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***BLCYT:** Çin ve Hindistan'ın tekstil ürünleri pazarında düşük maliyetli ürünler yapması ve hammadde fiyatlarının dalgalanması faktörleri hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***DAGI:** Şirketin global krize rağmen toparlanması ve yenilenen kurumsal imajı ile beraber mağaza sayısını son yıllarda sürekli artırıyor olması göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***ERICO:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Bilişim teknolojileri sektörünün rekabet yoğun olması ve şirketin gelirlerinin %84'ünün operatörlerden gelmesi sonucu riskin eşit dağılmaması faktörleri hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***MEPET:** Havayolu ve demiryolu taşımacılığının giderek daha cazip hale gelmesi ve şirketin sözleşmelerinin iptal edilmesi ihtimali göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***SAMAT:** Şirketin, yurt içi devlet kurumları ile işbirliği ve ihracat kanallarını kullanarak sektöründeki rekabet riskini dengelemesi de düşünülerek satış projeksiyonları yapılmıştır.

***VANGD:** Şirketin, Metro Ticari Yatırımlar Holding'den beslenmesi ve bütçe planı göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***OZBAL:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Şirketin, rekabet yoğun bir sektörde yer alması ve demir-çelik fiyatlarındaki dalgalanmalar hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***ADESE:** Şirketin son 5 yılda mağaza sayısını %35 artırması ile birlikte restoran ve kafe sektörlerine de girmiş olması göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***NIBAS:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Global krizin etkisiyle satış büyümesi negatiften pozitif geçiş yapan şirketin, geniş bir bölgesel pazara ulaşıyor olması ve sürekli gelişen prefabrik sektöründe 14. sırada yer alması hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***SANFM:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Hammaddelerin yurtdışından temin edilmesi ve enerji fiyatlarındaki dalgalanma düşünülerek satış projeksiyonları yapılmıştır.

***BEYAZ:** Arz öncesinde, 9 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Global krizle beraber yaşanan daralmanın ardından, filo kiralamalarında artış yaşanmıştır. Şirketin 2008 yılında aldığı BOFA ML kredisinin pozitif etkileri ve şirketin kira sözleşmelerinin artması göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***OYLUM:** Üretiminin %40'ını Ortadoğu ve Afrika ülkelerine yapan şirket, Türkiye'de de birçok market zinciri ve bayilerle anlaşması da olup, bu satış ağı sürekli artmaktadır. Bu faktörler hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***PRZMA:** Arz öncesinde, 4 senelik projeksiyon yapılmıştır. Dünya kağıt piyasalarında yaşanabilecek dalgalanmalar ve sektördeki rekabet unsurları göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***ORGE:** Arza yakın yıllarda yapılan AVM, konut, üniversite, organize sanayi bölgesi ve fabrika tesisatları ile şirketin cirosu rekabete rağmen artmaktadır. Bu faktörlere göre projeksiyonlar yapılmıştır.

***MEGAP:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Hammaddelerin yurtdışından temin edilmesi ve birim nakliye ücretlerinin artması ve genel yönetim giderlerinin azalması göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***MCTAS:** Sektördeki rekabet ve danışmanlık üzerine bir denetleme mekanizmasının olmaması ciroyu etkilemiştir ve etkilemeye devam etmektedir.

***TKNSA:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Şirketin bulunduğu sektörün rekabet yoğun olması ve internet alışverişlerinin yaygınlaşması faktörleri göz önünde bulundurularak satış projeksiyonları yapılmıştır.

***ARTOG:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Dünya tahıl fiyatlarındaki dalgalanmalar ve organik tarım bilincinin oturmasının zaman alacak olması faktörleri hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***TGSAS:** Şirketin satış büyümesi artan rekabet ile düşmekle birlikte şirketin gelirlerinin %99'unun tekstil sektöründen gelmesi riskin dağıtımını zorlaştırıyor. Bu faktörler göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***FLAP:** Şirket, son yıllarda uluslararası birçok prestijli toplantı organizatörlüğü yaparak tanınırlığını artırmakla birlikte, filo kiralama sektörüne de girerek gelirlerini artırma yoluna girmiştir.

***AKGUV:** Şirketin mevzuat gereği başka sektörlerle genişleyememesi, cironun %70'ini teşkil eden kamu kesimi ile yapılan anlaşmaların uzun vadeli olmaması ve değişmesi ihtimali ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***ETILR:** Şirketin önde gelen tedarikçilerle çalışması, şube ve franchise sayısını artırması ve sektördeki diğer rakiplere göre hammadde kalitesinin gördüğü talep göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***ULAS:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Şirket turizm gelirlerinin 2011'de düşmesi sonrası negatif satış büyümesi yaşasa da, beyaz eşya sektöründen çıkıp sadece turizm sektörüne odaklanmayı planlamaktadır. Satış projeksiyonları, turizm gelirlerinin şirkete pozitif etkisi olacağı düşünülerek yapılmıştır.

***KRATL:** Altın fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar ve sektördeki rekabet unsurları, Çin ve Hindistan'daki düşük işçiliğin pazarı etkilemesi faktörleri ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***ATPET:** Türkiye'deki karayolu araç sayısının artması ve ihracat yapılan ülkelerin sayısındaki yükselme ile beraber sektördeki rekabetin yoğunluğu da düşünülerek satış projeksiyonları yapılmıştır.

***TKURU:** Şirketin kapasite kullanım oranının %15 gibi düşük bir seviyede olmasından dolayı eski oranlar düşük iken, global kriz sonrası tarım ve sanayi ihracatının %20 artması ve şirketin hammadde ve enerji kaynaklarına yakın olması ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***TMSN:** Tarım sektörünün gelişmesi ile beraber çok yüksek satış grafikleri elde eden şirketin, yedek parça üretimi yapan yan sanayinin baskısı ve çiftçilerin uzun vadeli kredi ile traktör alabilmeleri faktörleri hesaba katılarak satış projeksiyonları yapılmıştır.

***ROYAL:** Şirketin iplik üretiminde yoğunlaşması, rakip şirketlerin fazlalığı, yurtdışına ihraç edilen ürünlerde dış ekonomik konjonktüre bağımlılık faktörleri ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***TACTR:** Hammadde maliyetlerindeki artışın sektör kar marjlarını baskılaması ve hayvansal hastalıklardaki artış göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***ODAS:** Elektrik üretim maliyetlerinin volatil olması ve sektördeki rekabet hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***BAKAN:** Basım ürünlerine talebin dalgalı olması, dijital ürünlere olan talebin artması ve eski oranlarda satışların düşmesi ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***AKPAZ:** Hızlı tüketim malları sektöründe tedarik konusunda rekabetin çok yoğun olması, sözleşmelerin uzun süreli olmayıp rakiplerin devreye girebilmesi ihtimali göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***SAYAS:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Sektördeki rekabetin etkisi eski oranlarda görülürken, kentsel dönüşüm projelerinin artması ve tedarik zincirinin gelişmesi ve açık hava reklamcılığının yaygınlaşması faktörleri hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***RODRG:** Şirketin sahip olduğu tanınır alt markalar ve fason üretim kapasitesi şirketin satışlara oranla faaliyet giderlerini düşürmektedir.

***SEKUR:** Şirketin ambalaj satışlarında 2011 yılında ciddi bir artış yaşanmakla birlikte, ambalaj sektörünün ekonomik unsurlardan minimum etkilenmesi, şirketin sanayi ihracatının %16 olması gibi rakiplerinden üstün özellikleri olması ışığında dengeli bir satış projeksiyonu yapılmıştır.

***YAYLA:** Enerji sektörün çok volatil olması ile birlikte bu alanda tamamlanmış projelerin varlığı, şirketin inşaat sektöründe genişleme çabaları göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***IZTAR:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Verimlilik artışı ve hayvan satış gelirlerinden eski oranlarda yüksek satış büyümesi gerçekleşmiş olmasına rağmen, artan rekabet, yem fiyatları ve hayvan hastalıklarının artması faktörleri hesaba katılarak projeksiyonlar yapılmıştır.

***SANEL:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. İnşaat sektöründe yaşanabilecek olumsuz gelişmelerin zaten volatil olan elektrik taahhüt

sektörünü etkilemesi, hammadde fiyatlarının dalgalı olması ve artan rekabet göz önünde bulundurularak projeksiyonlar yapılmıştır.

***TMPOL:** Hammadde fiyat dalgalanmaları, plastik sektöründeki rekabet ve satışlarda mevsimsellik etkisi düşünülerek satış projeksiyonları yapılmıştır.

***POLTK:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Şirketin eski oranlarda satış düşüşü yaşamasına rağmen, know-how ve ar-ge gücü ile alüminyum sektöründeki birçok firmaya hizmet sunması ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***RTALB:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Şirket, hayvan aşularının ithalatını artık kendisi yapmayacağı için satılan malın maliyeti azalmaktadır. Sektördeki rekabet de düşünülerek projeksiyonlar yapılmıştır.

***BMELK:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Elektrik piyasasının özelleşmesi, rekabetin artması, kuraklığın kapasite kullanım oranlarına etkisi ve elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalar ışığında projeksiyonlar yapılmıştır.

***TUCLK:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Arçelik ile yapılan anlaşmanın feshedilmesi ve elektrik-doğalgaz piyasasının değişkenliği satış büyümesi projeksiyonlarına yansıtılmıştır.

***IZFAS:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Hammaddenin yurtdışından temin edilmesinden dolayı riskler satışlara baskı yapıyor, faaliyet giderleri artıyor ama net satışlara oranı düşüyor, satılan malın maliyeti tedarik zincirinin genişlemesi ile tarihsel olarak azalıyor.

***PSDTC:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Tekstil sektörünün gelişimine göre satış yükselişi artıyor, faaliyet giderlerinin satışlara oranla büyümesi daha az gerçekleşiyor.

***ULUUN:** Arz öncesinde, 4 senelik projeksiyon yapılmıştır. Hammadde fiyat dalgalanmaları ve şirketin ürünlerinin önemli kısmının yurtdışına ihracı sebebiyle satışlar üzerindeki baskısı ve rekabet faktörleri projeksiyonlara yansıtılmıştır.

***OZRDN:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Hammadde fiyat dalgalanmaları ve döviz baskısı düşünülerek satış projeksiyonları yapılmıştır.

***SENKRN:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapılmıştır. Rekabet ve tedarikçi baskısı düşünülerek projeksiyonlar yapılmıştır.

***SEYKM:** Arz öncesinde, 5 senelik projeksiyon yapıldığı görülmektedir. Şirketin tıbbi cihazları kendi markası ile üretmesinin avantajı ile birlikte, hammadde ve döviz baskısı göz önüne alınarak projeksiyonlar yapılmıştır.

ÖZGEÇMİŞ**Adı Soyadı : Orhan Emre ELMA****Doğum Tarihi : 28 / 05 / 1984****Doğum Yeri : KONYA****Öğrenim Durumu :**

Derece	Alan	Üniversite	Yıl
Lisans	İşletme (İngilizce)	İstanbul Üniversitesi	2008
Yüksek Lisans	Sermaye Piyasaları ve Finans (İngilizce)	Bahçeşehir Üniversitesi	2011