

Göreceli Değerlemede Emsal Firmaların Tespiti

İhsan KULALI*
Hakan BİLİR**

ÖZET

Göreceli değerlendirme yöntemi, emsal firmaların çeşitli çarpanlar yoluyla karşılaştırılması yoluyla varlığın değerinin hesaplanmasında yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Yöntemde gerçek verilerin kullanılması nedeniyle piyasa değerinin elde edildiği düşünülmektedir. Yöntemin yaygın kullanımının en önemli nedenlerinin başında, kolay anlaşılabilir ve uygulanabilir olması gelmektedir. Bununla birlikte yöntem hem teoriden hem de uygulamadan kaynaklı bazı zayıflıkları da içerisinde barındırmaktadır. Yöntemin; “risk, büyüme ve nakit akışları” gibi temel değişkenleri dikkate almaması ve dayandığı varsayımların açık olmaması gibi konular yöntemin teorisi ile ilgili problemleri yansıtmaktadır. Emsal firmaların yanlış tespit edilmesi ise, uygulamada yapılan en önemli hataların başında gelmektedir. Bununla birlikte çarpanların doğru bir şekilde tasarlanması uygulama için gereklidir. Bu çalışmada, uygulamadan kaynaklanan hataların en aza indirilebilmesi amacıyla, emsal firmaların tespitinin temel esasları açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Değerleme, göreceli değerlendirme, emsal firmalar, işletme değeri çarpanları, özkaynak çarpanları
Çalışmanın Türü: Araştırma

Comparable Firms Determination at Relative Valuation

ABSTRACT

Relative valuation is one of most common asset valuation methods via comparison of similar firms. Because of real data utilization, it is thought that market price is obtained by relative valuation. Easy understandability and applicability are two of the most important reasons of common use. However, the method contains some disadvantages which are related with both theory and application. Relative valuation does not take care of some fundamental variables such as risk, growth and cash flows as well does not have obvious assumptions. While these problems are related with the theory, selection of wrong comparable firms is one of the most important errors related with the practice. However, correct multiple design is necessary for proper application. In this article, we try to explain determination of comparable firms to minimize errors based on misapplication.

Keywords: Valuation, relative valuation, comparable firms, enterprise value multiples, equity multiples,
The type of research: Research

1. Giriş

Değerleme, varlığın gerçek değerini yansıtan fiyatın bulunabilmesini amaçlayan bir kavramdır. İçerisinde çeşitli avantaj ve dezavantajları barındıran ve varlığın değerinin ortaya konulabilmesine yönelik çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemlerden bir tanesi olan göreceli değerlendirme (*relative valuation*), çarpan (*multiple*) olarak adlandırılan finansal oranlar yardımı ile varlığın değeri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Yöntem, emsal varlıkların birbirleri ile karşılaştırılması esasına dayanmaktadır. Bu çerçevede varlığın değeri, piyasadaki emsallerinin değeri üzerinden tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Bu yöntemde hedef firma, genellikle dahil olduğu sektördeki emsal firmalar ile çeşitli çarpanlar veya finansal oranlar yardımı ile değerlemeye tabi tutulmaktadır. Bu yöntem ile firmanın benzer firmalar ile karşılaştırılması yapılarak, varlığın piyasada değerinden düşük (*under valued*) veya yüksek (*over valued*) değerlendirilip değerlendirilmediği analiz edilmektedir. Göreceli değerlendirme, varlığın, toplam piyasa, alternatif sektörler veya aynı sektör içerisinde yer alan çeşitli firmalara göre, piyasa tarafından nasıl değerlendirildiğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda göreceli değerlendirme, piyasanın varlığa şu anda ne kadar değer biçtiği hakkında bilgi sağlamaktadır.

Göreceli değerlendirme, emsal firmaların karşılaştırılması üzerinde şekillenmesi nedeniyle, hem firmanın hem de firmanın rakiplerinin değerlendirildiği stratejik bir süreci ifade etmektedir. Yöntem anlaşılması ve

* Dr., Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu

** Dr., Rekabet Kurumu

uygulanması kolay olarak öne çıkarken, aynı zamanda gerçek değer yerine gerçek veriler kullanılarak elde edilen göreceli değer varlığın piyasa değerini yansıttığı algısı nedeniyle yaygın bir kullanıma sahiptir. Çarpanları esas olarak oluşturulan göreceli değerlemenin üstünlükleri aynı zamanda zayıflıkları da beraberinde getirmektedir. Pratikte yöntemin uygulanmasına yönelik yapılan yanlışlıklarında değerlemenin sonucunu olumsuz olarak etkilediği görülmektedir. Yöntemin ilk aşamasının emsal firmaların tespit edilmesi olması nedeniyle bu aşamada yapılacak bir hatanın telafisinin olmadığını söylemek mümkündür. Bu açıdan karşılaştırma yapılacak emsal firmaların tespit edilememesi veya mevcut olmaması göreceli değerlendirme yönteminin kullanılmayacağı anlamına gelirken, emsal firmaların olması gerekenden az ya da fazla tespit edilmesi ise analizin yanlış sonuçlanmasına neden olacaktır.

Bu Çalışma'da, göreceli değerlemenin ilk aşaması olan karşılaştırmada kullanılacak emsal firmaların nasıl tespit edilmesi gerektiğine ve bu konuda uygulamada yapılabilecek hataların en aza indirilmesine yönelik anahtar prensiplerin açıklanması amaçlanmaktadır. Metnin ikinci bölümünde göreceli değerlendirme yöntemi tanıtılmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümde ise, emsal firmaların tespitine yönelik geleneksel ve alternatif yaklaşımlara yer verilmesi ardından firmalar arasındaki farklılıkların kontrolüne yönelik testlere yer verilmiştir.

2. Göreceli Değerleme

Değer kavramı, gelecekteki net karlılığı temsil eden, zamana göre indirgenmiş nakit akımlarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Değerleme (*valuation*) fikri, varlığın gerçek değerini yansıtan fiyatın belirlenebilmesini amaçlamaktadır. Geleneksel olarak varlık değerlendirme ile ilgili olarak “piyasa, maliyet ve gelir” yaklaşımları mevcuttur. Piyasa yaklaşımı, pazardaki karşılaştırılabilir varlıkların fiyatının araştırılarak piyasanın pazar fiyatında dengeye ulaşacağını varsaymaktadır. Maliyet yaklaşımı varlığın gelecek karlılığını dikkate alarak yeniden üretilebilmesi veya yenilenmesi için gereken maliyetlerin araştırılmasını dikkate almaktadır. Gelir yaklaşımı ise varlığın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının karlılığının şimdiki değerine indirgenmesi ile elde edilmektedir (Mun 2002, 55 – 56).

Göreceli değerlendirme değeri tespit edilmek istenen hisse senedinin (firmanın) değeri; kazançlar, nakit akımları, defter değeri ya da satışlar gibi değişkenlere bağlı olarak, karşılaştırılabilir hisse senetlerinin değerleri dikkate alınarak belirlenmektedir. Genellikle halka açık olmayan firmaların değerinin tespitinde, göreceli değerlendirme yöntemi kullanılmaktadır (Kelecioğlu 2011, 4). Çarpan analizinin önemi; “getiri, faiz oranı ve büyüme” gibi görece elde edilmesi zor ve/veya kötüye kullanılabilir verilerle duyulan ihtiyacı belirli oranda ve/veya algısal olarak ortadan kaldırmasından kaynaklanmaktadır. Yöntemin diğerlerine göre en büyük avantajı, tarafsız karşılaştırma yapabilesidir. Yöntem, kimilerince elde edilmesi mümkün olmayan gerçek değere (*intrinsic value*) olan ihtiyacı ortadan kaldırmaktadır (Cohen 2000, 1).

Göreceli değerlendirme, varlığın değerinin piyasa değerine eşit olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu yöntemde varlığın değerinin tahmini ve çeşitli farklılıkların kontrolü, benzer ve/veya karşılaştırılabilir varlıkların fiyatları kullanılarak yapılmaktadır. Yöntem iki temel prensip üzerinde şekillenmektedir (Pomoni 2010, 2):

- Varlığın gerçek değeri herhangi bir değerlendirme yöntemi ile tahmin edilemez. Varlığın değeri her zaman, varlığa ait özellikler nedeniyle, piyasanın varlığa ödemeye istekli olduğu değere eşittir.
- Piyasa etkin olmasa ve varlıklar mükemmel şekilde fiyatlanmasa bile, varlıkların karşılaştırılabilir olması nedeniyle fiyatlamada yapılan hataların tespit edilebilmesi ve düzeltilmesi mümkündür.

Aşağıda, halka açılma çalışmaları yapan sağlık alanına yönelik bir internet şirketi olan “*echicago.com*”un değerlendirme süreci ele alınmıştır. Firmanın değerlemesi için emsal firmaların dikkate alınması yöntemi benimsenmiştir. Bu açıardan sağlık alanında hizmet veren daha önce başarılı bir biçimde halka açılan; “*estanford.com*” ve “*eharvard.com*” şirketlerinin verileri kullanılmıştır. Örnekte basitliğin sağlanması açısından, firmaların tamamının borç kullanmadığı ve bu nedenle öz kaynak değeri (*equity value*) ve işletme değerinin (*enterprise value*) eşit olduğu varsayılmaktadır. Bu anlamda çarpanların hesaplanmasında borsa değeri (*market capitalization*) dikkate alınmıştır. Değerler milyon Amerikan Doları olarak ele alınmıştır (Vault 2005, 44).

Tablo 1. İnternet şirketlerinin finansal bilgilerinin karşılaştırılması

Firma	Borsa Değeri	Satışlar	EBITDA	Kar / Zarar	Satış Çarpanı ¹
echicago.com	?	80	20	(10)	?
estanford.com	2.100	70	17	(12)	30
eharvard.com	3.000	75	18	(8)	40

Kaynak: Vault (2005, 44)

Tablo 1’de, halka açılma çalışmaları yerine getirilen *echicago.com* ile aynı sektörde yer alan benzer finansal özelliklere sahip firmaların karşılaştırılmasına yer verilmektedir. Çarpan analizine göre *echicago.com*’un değerinin; “2,4 milyon (30x80) ile 3,2 (40x80) milyon Amerikan Doları” arasında olması beklenmektedir. Ortalama satış çarpanı değeri 35 olarak kabul edilirse, firmanın değerinin yaklaşık 2,8 milyon Amerikan Doları olarak hesaplanabilmesi mümkündür (Vault 2005, 44).

Yukarıda yer verilen basit örnekten de görüldüğü üzere, göreceli değerlemede çeşitli aşamalar bulunmaktadır. Bunları dört başlık altında sıralamak mümkündür:

Öncelikli olarak karşılaştırma yapılacak emsal firmalar belirlenmelidir. İkinci olarak; “EBITDA² (FAVÖK³), EBIT⁴ (FVÖK⁵), P/E (F/K⁶)” veya benzeri hangi standart oranlar özelinde karşılaştırma yapılacağına karar verilmeli, üçüncü olarak gerekli olduğu ölçüde oranlarda kullanılan firma mali tablolarından elde edilen kalemlerde (verilerde) düzeltmeler yapılmalı ve son olarak hedef firmanın oranları ile sektör ortalamaları karşılaştırmaya tabi tutularak varlığın değeri (ve/veya düşük ya da yüksek değeri değerlendirilmediği) belirlenmelidir.

Yöntemde karşılaştırmaya dayalı bir analiz yapılabilmesi için öncelikle, değerlemeye tabi tutulacak hedef firmaya benzer firmaların belirlenmesi gerekmektedir (Jindal 2011, 74). Aynı sektörde yer alan firmaların dahi; “risk, büyüme potansiyeli ve nakit akışları” açısından farklı olduğu dikkate alındığında benzer firmaların bulunması oldukça zordur. Bu açıdan, çok sayıda firmanın farklılıklarının nasıl kontrol edileceği temel soruyu oluşturmaktadır (Damodaran 2001, 1).

Göreceli değerlemenin ikinci aşaması, göreceli olarak varlığın değerinin saptanabilmesi için göstergeler temelinde çarpanlara dönüştürülen standart fiyatların bulunmasıdır (Damodaran 2001, 1). Göreceli değerlemede, cari (*absolute*) piyasa fiyatlarının karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle, fiyatların standardize edilmesine ihtiyaç duyulmakta ve bu yüzden fiyat çarpanları yaratılmaktadır⁷ (Pomoni 2010, 2). Göreceli değerlemede kullanılan oranların genellikle; “kazanç (*earning*), defter (*book*) değeri, yenileme (*replacement*) değeri, gelir (*revenue*) ve sektörel” başlıkları altında standardize edildiği görülmektedir (Damodaran 2001, 3-5):

1. **Kazanç Çarpanları:** Herhangi bir varlığın değerini bulmanın temel sezgisel yollarından bir tanesi, varlığın ne kadar kazandırmış olduğudur. Genellikle hisselerin satın alınması anında, ödenecek fiyat karşılığında hisse başına kazancın ne kadar getireceğine bakılmaktadır. Söz konusu fiyat/kazanç (P/E) oranı; cari (*trailing*) fiyat/kazanç oranı olabileceği gibi, gelecek yıl için beklenen (*forward*) oran da olabilmektedir⁸.

¹ Borsa değeri / satışlar (ve/veya işletme değeri / satışlar)

² *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*

³ Faiz, amortisman (itfa) ve vergi öncesi kar

⁴ *Earnings before interest and tax*

⁵ Faiz ve vergi öncesi kar

⁶ Fiyat / kazanç (ve/veya fiyat /kar)

⁷ Bir firmanın hisse fiyatı; hem öz kaynağın değerinin hem de hisse sayısının bir fonksiyonudur. Örneğin hissenin bölünmesi (*stock split*), hisse sayısını iki katına çıkartırken hisse fiyatını yarıya düşürmektedir. Bu durumda farklı firmaların hisse fiyatlarının karşılaştırılabilir olmadığı görülmektedir. Piyasadaki benzer firmaların değerlerinin karşılaştırılabilmesi için değerlerin standardize edilmesine ihtiyaç bulunmaktadır (Damodaran 2001, 3).

⁸ Göreceli değerlemede kullanımı en yaygın oranlardan birisi, hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse başına kara bölünmesi ile bulunan fiyat/kazanç (P/E) oranıdır. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda sıkça kullanılan P/E oranı, piyasa analistleri ve potansiyel yatırımcılar için firmanın 1 YTL. lik vergi sonrası hisse başına karına karşılık piyasadaki değerinin ne olması gerektiği konusunda önemli bir işaret olarak kabul edilmektedir. Bir başka ifadeyle bu oran, hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancın kaç kat olduğunu açıklamaktadır (Öztürk 2007, 276). Mevcut varlığın (hisse senedi fiyatlarının) doğru, az veya aşırı değerlendirilmiş olup olmadığını belirlemede yatırımcılar genellikle fiyat/kazanç veya piyasa değeri/defter değeri gibi muhasebe tabanlı karşılaştırmalara güvenmektedirler. Diğer koşullar aynı kalmak koşuluyla, tarihsel olarak yüksek fiyat/kazanç ve piyasa/

2. Defter Değeri ve Yenileme Değeri Çarpanları: Bir varlığın piyasa değeri ile muhasebe verileri çerçevesinde elde edilen değerleri arasında çeşitli farklılıklar bulunmaktadır. Muhasebe temelli defter değeri, varlığın elde edildiği andaki orijinal (tarihsel) fiyat ve amortisman gibi çeşitli muhasebe kuralları çerçevesinde belirlenmektedir. Yatırımcılar genellikle, hisse için ödenen fiyat ile varlığın defter değeri arasındaki ilişkiye bakarak, hissenin az veya çok değerlendirildiği konusunda çıkarımda bulunmaktadır. Fiyat/defter değeri oranı, büyüme gibi faktörler nedeniyle, sektörler göre değişiklik göstermektedir. Söz konusu oran değerlendirilmede, öz kaynak yerine tüm varlıkları kullanılmaktadır. Defter değerinin varlığın gerçek değerinin yansıtmadığını düşünenler, alternatif olarak yenileme değerini kullanmaktadır.

3. Gelir Çarpanları: Kazanç ve defter değeri çarpanları temel olarak muhasebe kurallarını esas almaktadır. Alternatif yaklaşım ise, muhasebe kurallarından daha az etkilenen, varlığı yarattığı gelire göre değerlendirmektir. Öz kaynak yatırımcısı için bu oran, hisse başına piyasa değerinin, hisse başına gelire bölünmesi ile elde edilen fiyat/net satışlar oranı iken, firma için bu oran; firmanın toplam değerinin dikkate alındığı firma değeri/net satışlara dönüşmektedir. Söz konusu oran, benzer şekilde kar marjının bir fonksiyonu olması nedeniyle sektörler göre değişmektedir. Gelir çarpanlarının kullanılmasının avantajı; farklı muhasebe yöntemlerini kullanılan firmaların karşılaştırılabilmesine olanak sağlamasıdır.

4. Sektörel Çarpanlar: Kazanç, defter değeri ve gelir özelinde belirlenen çarpanlar tüm sektörler için kullanılabilirken, çeşitli çarpanlar ise sadece bazı sektörler için uygundur. Örneğin 1990'lı yılların sonlarında ortaya çıkan internet şirketleri, negatif kazanç ve önemsenmeyecek gelir ve defter değerine sahip olduklarından, analistler söz konusu firmaları, internet sitelerinin tıklanma sayısı gibi çeşitli kriterler altında değerlemeye tabi tutmuşlardır. Bununla birlikte söz konusu çarpanlar açısından iki temel tehlike bulunmaktadır. Öncelikle, söz konusu çarpanlar sektörün bir bütün olarak az veya çok değerlendirilmesine yol açabilmektedir. İkincisi ise, dikkate alınan çarpanların firmanın gelir elde etmesine yol açıp açmayacağı belirsizdir.

Kazanç (karlılık), defter değeri, gelir ve sektörel olmak üzere standartlaştırılan çarpanlar içerisinde; “fiyat/kazanç oranı (P/E), fiyat/defter değeri oranı, fiyat/net satışlar oranı, işletme değeri/EBIT, işletme değeri/EBITDA, işletme değeri /net satışlar” gibi çarpanların daha yoğun bir biçimde kullanıldığı görülmektedir. Yapılacak değerlendirilmede hangi çarpanların kullanılması gerektiği analiz edilen endüstriye bağlı olarak değişmektedir (Pomoni 2010, 3). Oranlar aracılığıyla değerlendirme yapabilmek çok sayıda çarpan kullanımını gerektirdiğinden, bir sektör için uygun olan çarpan bir başkası için uygun olmayabilecektir⁹ (Larsen 2008, 322). Örneğin işletme değeri/(EBITDA-Capex¹⁰) çarpanı genellikle sermaye yoğun sektörlerde kullanılırken, hizmet (danışmanlık) sektörü için uygun değildir (Jindal 2011, 77).

Göreceli değerlendirilmenin son aşamasında, elde edilen oranlar, firmanın değerinin düşük ya da yüksek olup olmadığını anlamak bakımından karşılaştırmaya tabi tutulmaktadır. Örneğin hedef firmanın önümüzdeki yıl için EBITDA'sının 50.000 birim ve sektörün medyan işletme değeri/EBITDA çarpanı 10 olarak kabul edilirse, firmanın değeri, EBITDA'nın 10 katı şeklinde 500.000 birim olarak hesaplanacaktır. Firmanın halka açık olması halinde, (ıma edilen) hisse başına değer, işletme değerinden toplam borçların (nakit dahil) çıkarılması ve hisse adedine bölünmesi ile bulunması mümkündür. Firmanın toplam borçlarının 200.000 birim olması halinde, öz kaynaklar, işletme değerinden toplam borçların çıkarılması ile 300.000 birim olarak hesaplanacaktır. Hisse adedinin 10.000 olduğu kabul edilirse, hisse başına fiyat (değer) 300 olarak hesaplanacaktır. Bu durumda, hissenin piyasa fiyatının 300'ün altında olması halinde, şirketin daha düşük değerlendirildiği, üzerinde olması halinde ise yüksek değerlendirildiği görülecektir (Jindal 2011, 79).

defter değeri oranları yatırımcılara hisse senedi piyasasının potansiyel olarak aşırı değerlendirildiğini göstermektedir. Kısacası, fiyat/kazanç oranı piyasa değerlemelerinin uygunluğu için geniş olarak kabul edilen bir ölçü olarak görülmektedir (Aydemir vd 2012, 280). P/E oranı, banka ve aracı kurumlardaki piyasa analistleri ve yatırımcılar tarafından şirketlerin ve endüstri kollarının potansiyel karlılıklarını karşılaştırmak için yaygın olarak kullanılmaktadır. Türkiye’de P/E oranı aracı kurumlar ve bankalar tarafından en çok kullanılan değerlendirme yöntemidir. Hesaplanmasının kolay olması, hesaplamasında gerçek verilerin kullanılması ve kar eden tüm firmalara uygulanabilmesi P/E oranının avantajlar olarak belirtilebilir (Öztürk 2007, 276).

⁹ Üretim firmaları için fiyat /kazanç oranı, büyüyen firmalar için büyüme uyarlanmış fiyat / kazanç oranı, genç ve zarardaki firmalar için gelir çarpanları, altyapı firmaları için işletme değeri/EBITDA, finansal hizmetler için fiyat / defter değeri ve perakendeciler için gelir çarpanlarının yaygın bir biçimde kullanıldığı görülmektedir.

¹⁰ Yatırım giderlerine karşılık gelmek üzere kullanılan *capex* (*capital expenditure*) kavramı, işletmelerin elde etme ya da inşa etme yoluyla aktiflerine kazandırdıkları binalar, makine ve teçhizat, santraller gibi fiziksel altyapılar (sabit kıymetler) için yapılan harcamaları dikkate almaktadır.

Anlaşılması kolay bir yöntem olması göreceli değerlemenin hem yatırımcılar hem de analistler tarafından tercih edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Benzer ürünler üreten, aynı coğrafi bölgede faaliyet gösteren ve nispeten benzer risk düzeyine veya finansal özelliklere sahip firmaların fiyatlandırma politikaları da benzer olmaktadır. Bu yöntem içerisinde gerçek verilerin kullanılması, yöntemin tercih edilmesinde rol oynamaktadır. Bu yöntemde değer tahminleri hisse senetlerinin gerçek fiyatları ya da işlem fiyatları üzerinden yapılmakta olup, varsayımlar ya da belirsizliği yüksek tahminler kullanılmamaktadır (Aydın 2012, 105). Bu anlamda, göreceli değerlendirme yöntemi, gerçek (*intrinsic*) değer yerine göreceli değerleri ölçmesi nedeniyle, piyasanın mevcut durumunu daha yakından yansıtmaktadır. Örneğin, internet şirketleri hisse fiyatlarının yükseldiği bir durumda, göreceli değerlendirme, indirgenmiş nakit akışı¹¹ (*discounted cash flow*) yöntemine göre hisseleri daha yüksek değerlemesi nedeniyle, piyasa fiyatlarına daha yakın değerlere ulaşmaktadır (Damodaran 2001, 2). Göreceli değerlemenin en büyük avantajı, pazar dalgalanmalarının dikkate alınması nedeniyle, herhangi bir zamanda yatırımcıların, hisselerin satılması ya da yatırım yapılmasının en iyi fayda sağlayacağını farkına varmasına yardımcı olmasıdır. Buna ek olarak, yöntem, varlıkların düşük ya da yüksek değerlendirildiğini göstermesi nedeniyle, portföy yöneticilerinin daha çeşitlendirilmiş portföyler oluşturmaya olanak sağlamaktadır (Pomoni 2010, 3).

Bununla birlikte yöntemin üstünlükleri aynı zamanda zayıflıklarını da beraberinde getirmektedir. İlk olarak risk, potansiyel büyüme ve nakit akışı gibi temel değişkenlerin dikkate alınmaması, tutarsız değerlendirme tahminlerine neden olmaktadır (Damodaran 2001, 2). Yaklaşım itibarıyla sınırlı varsayımın kullanılmasının bir sonucu olarak, şeffaflık konusunda problemler yaşanmakta ve değerlendirme manipülasyonlara açık olmaktadır. Bu durum göreceli değerlemenin kolay uygulanabilirliğinin yanında tutarsız saptamalar yapılmasına imkân vermesinden dolayı önemli bir dezavantajı beraberinde getirmektedir (Aydın 2012, 106). İkinci olarak, değerlendirme sonucunun piyasa fiyatlarını daha çok yansıtmaması, piyasanın aşırı değerlendirildiği ya da çok düşük değerlendirildiği durumlarda, değerlemenin de bu durumdan etkilenmesine neden olmaktadır (Damodaran 2001, 2). Yöntem kullanılarak yüksek değerlendirildiği belirlenen bir varlığın, piyasa ile karşılaştırıldığında düşük değerlendirilmiş olması mümkündür. Bu sonuç her ne kadar yöntem piyasanın etkin olmasa dahi, fiyatlamalardaki yanlışlığın kolaylıkla tespit edilebileceği ve düzeltililebileceği öngörüsünden kaynaklanmaktadır. Bu durum toplamda piyasa için geçerli olabilmekle birlikte tek tek varlıklar için uygulanabilir olmamaktadır. Yöntem, her ne kadar, indirgenmiş nakit akışından (İNA) dan daha az veriye ihtiyaç duymakla birlikte, değişkenlerdeki bir hata bütün modelin yanlış olmasına neden olabilmektedir¹² (Pomoni 2010, 3). Çarpan analizi, aynı sektörde yer alan firmaların yüksek ya da düşük değerlendirildiğini göstermek amacıyla oldukça yararlı olmakla birlikte, tüm sektörün yüksek değerlendirildiği durumlarda hatalı sonuçlara ulaşılması özellikle yeni gelişen piyasalar bakımından ortaya

¹¹ İNA yöntem(ler)i Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konulmuştur. Bu yöntemde göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri gelecek dönemlere ait nakit akımları tahmin edilerek tespit edilmeye çalışılmaktadır. Yöntemde, paranın zaman değeri nedeniyle, gelecek yıllara ait nakit akışları bugünkü değere indirgenerek, net bugünkü değer hesaplanmaktadır (Safarov 2009, 14). Net bugünkü değer (*net present value*) en çok kullanılan İNA yöntemi olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu değer, hissedarların aynı sistematik riske sahip benzer menkullere yapacağı yatırımın beklenen nakit akımlarından oluşmaktadır (Broyles 2003, 83). İNA yöntemini anlamak için firma sermayesinin fırsat maliyetinin anlaşılabilmesi temel bir gerekliliktir. Firmalar yatırımlarının finansmanını, “kreditörler ve hissedarlar” olmak üzere iki gruptan sağlamaktadır. Firmalar söz konusu gruplardan borçlarını ve öz sermayelerini (*equity capital*) temin etmektedir. Her iki grup da, katlandıkları risk ölçüsünde, bir takım getiri oranı beklemektedir. Borç verenler sabit ödemelerin yanı sıra söz konusu ödemeler gerçekleşmez ise firmanın tasfiyesini veya iflasını talep edebilmektedirler. Diğer taraftan hissedarlar ise, firmanın diğer bütün ödemelerinin yapılmasından sonra kalan nakit akımlarını almaktadırlar. Sonuç olarak, borcun daha az riskli olması nedeniyle, borç verenlere ödenen faizler, sermayenin gerekli getiri oranından (*required rate of return*) daha düşüktür. Nakit akımlarının ağırlık ortalamaya sermaye maliyetinden (*weighted average cost of capital*) iskonto edilmesi bu durumun bir ifadesidir (Copeland vd. 2003, 36 - 37).

¹² İNA yöntemine göre hesaplamalarda kullanılacak en önemli parametrelerin başında gelecek dönem nakit akışlarının bugünkü değere indirgenmesinde kullanılan iskonto oranının belirlenmesi gelmektedir. Bu açıdan firmanın sermaye maliyetinin belirlenmesi gerekmektedir. İşletmelerin sermaye maliyetinin hesaplanmasında üç adım bulunmaktadır. İlk adım hesaplamalarda kullanılacak her bir fon kaynağının tespit edilmesidir. İkinci adım her bir kaynağın maliyetinin hesaplanmasıdır. Borçlanma ve tercihi hisse senedi gibi kaynakların maliyetinin hesaplanması nispeten daha kolayken, öz kaynakların maliyetinin tahmin edilmesi oldukça zordur. Bunun için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Son adım ise, her bir maliyetin hedef sermaye yapısı içindeki oranına göre ağırlıklandırılarak toplanmasıdır (Fabozzi ve Drake, 2009: 397 – 398).

çıkılmaktadır. Bu gibi durumlarda gerçek (*intrinsic*) değerın İNA yöntemleri ile elde edilmesi daha doğru olacaktır (Jindal 2011, 79).

Göreceli değerlendirme yönteminde önemli olan varsayımların bazıları açık değildir. Değerleme sürecinde kullanılan oranların hesaplanmasındaki en önemli varsayım, firmanın satışlarının ya da getirilerinin büyüme oranına yönelik olarak yapılan varsayımdır. Büyüme oranlarının dönemler itibari ile tahmin edildiği İNA yönteminin aksine, göreceli değerlendirme yaklaşımında firmanın büyüme oranına yönelik olarak açık bir yaklaşım bulunmamaktadır¹³. Buna bağlı olarak, firmanın büyüme oranı, karşılaştırılabilir firmaların büyüme oranlarının bir fonksiyonu olmaktadır. Ayrıca risk ve marjlar gibi diğer önemli varsayımlar da açık bir biçimde ifade edilmemektedir¹⁴ (Aydın 2012, 106). Bu anlamda göreceli değerlemenin dayandığı varsayımların şeffaf olmaması, değerlemenin manipüle edilebilmesine neden olmaktadır (Damodaran 2001, 2).

Son olarak, yöntemin en önemli dezavantajlarından bir tanesi karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesinde yaşanan sıkıntılardır. Göreceli değerlendirme yönteminin temelini oluşturan bu konu oldukça önemlidir. Karşılaştırılabilir firmaların bulunamaması bu yöntemin kullanılmasına olanak vermemektedir. Bazı firmaların dokularının birbirinden farklılıklar içermesi benzerlerinin piyasada bulunabilmesini zorlaştırmaktadır (Aydın 2012, 106).

Çarpan analizinde emsal firmaların nasıl tespit edilmesi gerektiğine yönelik açıklamalara geçilmesi öncesinde, konunun daha iyi anlaşılabilmesi bakımından, işletme değeri ve öz kaynak çarpanlarının örnek üzerinden açıklanması yerinde olacaktır. Değerleme çarpanları, kısaca, değer ile ilgili olduğu varsayılan göreceli anahtar istatistiklerin piyasa değeri ifadesidir. Değerleme çarpanları, firma değerlemesinin en hızlı yoludur. “İşletme değeri çarpanları¹⁵” ve “öz kaynak çarpanları¹⁶” olmak üzere iki temel çarpan grubu bulunmaktadır.

Tablo 2. Çarpanların sınıflandırılması

	İşletme değeri çarpanları	Öz kaynak çarpanları	
Gelir çarpanı	İşletme değeri/EBITDA	Fiyat/Kazanç	Kazanç çarpanı
	İşletme değeri/EBIT	Fiyat/Büyüme	
	İşletme değeri/Net satışlar	Fiyat/Net Satışlar	
Sektörel çarpan	İşletme değeri/Faaliyet verileri ¹⁷	Fiyat/Defter Değeri	Defter değeri çarpanı

¹³ İNA yöntemleri varlığın değerinin, varlığın beklenen nakit akışlarının şimdiki değerine eşit olduğu varsayımı üzerine kuruludur. Bu yöntemde varlığın yaşamı boyunca elde edeceği beklenen nakit akışları üstlenilen riskin maliyetinden şimdiki zamana indirgenmektedir. Bu çerçevede İNA yönteminin girdilerini; nakit akışı, iskonto oranı (*discount rate*) ve büyüme oranı oluşturmaktadır. Yöntem hem varlıkların hem de firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır (Pomoni 2010, 2).

¹⁴ Nakit akışlarının modern anlamda değerlendirilmesi, zaman ve risk ölçütleri dikkate alınarak yapılmaktadır. Gelecek nakit akımları bakımından herhangi bir riskin söz konusu olmadığı durumlarda, nakit akımlarının erken gerçekleşmesi rasyonel yatırımcılar tarafından, söz konusu paranın yeniden değerlendirilebilmesi ve faiz geliri elde edilebilmesi için tercih edilecektir. Nakit akımlarının ileri bir tarihe ertelenmesi, paranın zaman değeri anlamına gelen yatırımcının önceden belirli olan faizi ve fırsat maliyetini (*opportunity cost*) elde etmesi karşılığında mümkündür. Fırsat maliyetinin dikkate alınabilmesi, gelecek nakit akımlarının, yatırımcının en iyi elde edilebilir fırsattan kazanacağı geri dönüşe eşit orandan şimdiki zamana indirgenmesi ile gerçekleşebilecektir (Guj 2006, 103).

¹⁵ İşletme değeri çarpanları, sermaye yapısından (*capital structure*) etkilenmedikleri argümanı nedeniyle pratikte daha geniş uygulama alanı bulmaktadır (Johnson 2001, 6). İşletme değeri (*enterprise value*), herhangi bir zamanda firmanın gerçek ekonomik değerinin ölçülmesini, bir başka deyişle, firmanın bir başkası tarafından devir alınması durumundaki gerçek maliyetini ifade etmektedir. Bu durumda işletme değerini basitçe; borç verenler ve hissedarlar gibi tüm finansman kaynaklarının piyasa değeri olarak tanımlamak mümkündür. Bu anlamda kavram, firmanın tamamının satın alınabilmesi için ihtiyaç duyulan miktarı işaret etmektedir (Jindal 2011, 74).

¹⁶ Öz kaynak çarpanları, işletme öz kaynaklarının kazanç (vergi gideri sonrası, vergi öncesi veya vergi sonrası net gelir) veya defter değeri temelinde ölçülmesine olanak sağlamaktadır. Öz kaynak çarpanları, işletmenin sermaye yapısından etkilendiği algısı nedeniyle işletme değeri çarpanlarından daha az kullanışlı olmakla birlikte, kurumsal satın almalar ya da piyasa paydaşları için gerekli olan Bir proje ya da yatırımdan beklenen minimum ve beklenen getiri oranını ifade eden “*hurdle rate*” konusunda bazı çıkarımlar sağlamaktadır. Bu çerçevede, hissedarlar için elde edilebilir nakit akışlarına karşı firmanın öz kaynaklarının piyasa değerinin ölçülmesi uygun olmaktadır (Johnson 2001, 9).

¹⁷ Önemli faaliyet verileri sektörden sektöre değişiklik göstermektedir. Örneğin telekomünikasyon sektörü açısından abone sayıları önemli iken, perakende sektörü açısından mağaza sayısı önem kazanmaktadır.

Aşağıda, yarı iletken sektöründe faaliyet gösteren ve net borcu 100 milyon \$, yıllık net satışları 180 milyon \$, EBITDA'sı 70 milyon \$ ve karı (kazanıcı) 40 milyon \$ olan *Wharton Semiconductor* firmasının değerinin; “satışlar, EBITDA ve kazanç” göre belirlendiği örneğe yer verilmektedir. Sektörde yer alan firmalara ait değerlerin aynı zaman dilimine (gelecek 12 ay veya geçmiş mali yıl gibi) ait olduğu varsayılmaktadır (Vault 2005, 46).

Tablo 3. Yarı iletken sektöründe yer alan firmaların karşılaştırılması

Firma	Borsa Değeri	Satışlar	EBITDA	Kar
Chicago Semiconductor	900	220	115	82
Harvard Semiconductor	700	190	90	60
Kellogg Semiconductor	650	280	68	42
Stanford Semiconductor	320	150	45	26
Wharton Semiconductor	?	180	70	40
	Satış Çarpanı ¹⁸	EBITDA Çarpanı ¹⁹	P/E Çarpanı ²⁰	
Chicago Semiconductor	4.1	7.8	11.0	
Harvard Semiconductor	3.7	7.8	11.7	
Kellogg Semiconductor	2.3	9.6	15.5	
Stanford Semiconductor	2.1	7.1	12.3	
ORTALAMA	3.1	8.1	12.6	

Kaynak: Vault (2005, 46)

Tablo 3'te yer alan tüm çarpanların hesaplanmasında basitliğin sağlanması açısından “borsa değeri” dikkate alınmış olmakla birlikte, uygulamada genellikle satış ve EBITDA çarpanlarının elde edilmesinde oranın payında “işletme değeri”, P/E çarpanının elde edilmesinde ise oranın payında “fiyat” verisi kullanılmaktadır. Yukarıda yer verilen değerler dikkate alınarak *Wharton Semiconductor*'ın işletme ve öz kaynak değerini aşağıdaki şekilde hesaplamak mümkündür (Vault 2005, 47):

- Satış çarpanına göre hesaplanan değer:
İşletme değeri = (Satışlar) x (ortalama satış çarpanı)
(180 milyon \$) x (3,1) = 558 milyon \$
Öz kaynak değeri = İşletme değeri – Net Borç
= 558 milyon \$ - 100 milyon \$ = 458 milyon \$
- EBITDA çarpanına göre hesaplanan değer:
İşletme değeri = (EBITDA) x (ortalama EBITDA çarpanı)
= (70 milyon \$) x (8,1) = 565 milyon \$
Öz kaynak değeri = İşletme değeri – Net Borç
= 565 milyon \$ - 100 milyon \$ = 465 milyon \$
- P/E çarpanına göre hesaplanan değer:
Öz kaynak değeri = (P/E) x (ortalama P/E çarpanı)
= (40 milyon \$) x (12,6) = 505 milyon \$

Bu durumda çarpan analizine göre *Wharton Semiconductor*'ın öz kaynak değeri; 449 milyon \$ ile 505 milyon \$ arasında hesaplanmıştır. *Wharton Semiconductor*'ın işletme değeri ise, öz kaynak değerine 100 milyon \$ net borcun eklenmesi ile 549 milyon \$ ile 605 milyon \$ arasında hesaplanmaktadır. Görüldüğü üzere, işletme değeri çarpanları için borç miktarı dikkate alınırken, öz kaynak değeri için borç dikkate alınmamaktadır.

Yukarıda yer verilen örnekte; 3 ayrı çarpan üzerinden ve işletme değeri ve öz kaynak çarpanları birlikte kullanılarak bir değerlendirme yapılmıştır. Bununla birlikte; “hangi çarpanın kullanılması gerektiği” ve birden fazla çarpanın hesaplanması halinde “farklı çarpanların birbirleri ile çelişen sonuçları önermesi

¹⁸ Borsa değeri / satışlar (ve/veya işletme değeri / satışlar)

¹⁹ Borsa değeri / EBITDA (ve/veya işletme değeri / EBITDA)

²⁰ Borsa değeri / kar (ve/veya hisse fiyatı / hisse başına düşen kazanç)

durumunda” hangi çarpanın kullanılması gerektiğine karar verilmesi, çarpan kullanımında dikkate edilmesi gereken önemli konuların başında gelmektedir. Aşağıda yer verilen örnekte, *Best Buy* ve *Circuit City Stores* firmalarının çarpanlarına yer verilmektedir. İşletme değeri çarpanlarına bakıldığında, *Best Buy*’un oranlarının daha iyi olduğu görülmekle birlikte (6,4’e karşın 4.4), öz kaynak çarpanları bakımından *Circuit City Stores* öne çıkmaktadır (13,8’e karşın 22,3). Bu durumda hangi şirketin yüksek veya düşük değerlendirildiği konusuna karar verebilmek önem kazanmaktadır (Goedhart vd. 2005, 8).

Tablo 4. Çarpanların karşılaştırılması (\$)

	Hisse Fiyatı (23 Temmuz 2004)	Borsa Değeri (milyon)	Hisse başı kazanç (EPS ²¹)		Beklenen çarpan değerleri (2005)	
			2004	2005	EBITDA	P/E ²²
Best Buy	47.11	15,537	2.88	3.41	6.4	13.8
Circuit C.S.	13.58	2,708	0.55	0.61	4.4	22.3

Kaynak: Goedhart vd (2005, 8)

Tablo 4’de yer verilen değerlerden, *Circuit City Stores*’a ait olan P/E çarpanının, firmanın toplam varlık değeri olan 2,708 milyar USD’nin yaklaşık 1 milyarlık bölümünün nakitten oluşuyor olması nedeniyle, anlamsız olduğu görülmektedir. Firmanın her ne kadar P/E oranı yüksek olmakla birlikte, yatırıma dönüştürülmeyerek nakit olarak tutulan para daha az gelir getirmektedir. Bir başka deyişle, firmanın tutmuş olduğu nakit yapay bir biçimde P/E oranının yükselmesine neden olmaktadır. Nakit miktarının toplam varlıklardan düşülmesi halinde (2,7 milyar – 1 milyar) elde edilen değer üzerinden hesaplanan P/E çarpanının ise 22.3’den 14.9’a düşecektir (Goedhart vd. 2005, 8).

Bu anlamda, göreceli değerlendirme bakımından, hangi çarpanların kullanılması gerektiği, çarpanların hesaplanması sürecinde yapılacak düzeltmeler ile çarpanların özellikleri ve avantaj ve dezavantajlarının bilinmesi önem kazanmaktadır. Ancak tüm bu süreçlerin yapılabilmesinin/kontrol edilebilmesinin ön şartı ise karşılaştırılabilir emsal firmaların mevcudiyetidir. Bu anlamda Çalışmada göreceli değerlemenin ilk aşaması olan emsal firmanın tespiti açıklanmaya çalışılmaktadır.

3. Göreceli Değerlemede Emsal Firmaların Tespiti

Göreceli değerlendirme ilk adımı, karşılaştırma yapılabilecek emsal firmaların tespit edilmesidir. Bu nedenle analizde öncelikle değerlemeye tabi tutulacak hedef firmaya benzer firmaların belirlenmesi gerekmektedir (Jindal 2011, 74). Emsal firmaların tespiti için çok katı kuralların uygulanması karşılaştırma yapabileceğimiz az sayıda firmanın bulunması ile sonuçlanacağından, tek bir firmanın özel durumu dahi karşılaştırma yapılacak sektör ortalamalarının çok ciddi etkilenmesine neden olabilecektir. Bunun tam tersi ise karşılaştırılabilir olmayan firmaların analize dahil edilmesidir. Karşılaştırılabilir firmaların mevcut olmaması, çarpan analizi kullanılarak değerlendirme yapılamayacağı anlamına gelmektedir (Larsen 2008, 323).

Hangi firmaların gerçekten karşılaştırılabilir olduğu çarpan analizinin en temel konu başlıklarından birisini oluşturmaktadır. Tablo 5’de yer alan firmalardan Home Depot ve onun en önemli rakibi Lowe’s birbirlerine yakın finansal oranlara sahiptir. Firmaların P/E oranı yalnızca %8 ve işletme değeri/EBITDA oranı ise yalnızca %3 oranında farklıdır. Bununla birlikte bu benzerlik; işletme değeri /EBITDA çarpanı bakımından ev mobilyası ya da tüketici elektroniği alanında faaliyet gösteren firmalar bakımından devam etmemektedir (Goedhart ve diğerleri 2005, 8).

Bu durumda; ev tamirat ürünleri üreten/pazarlayan Home Depot firmasının göreceli değerlendirme yöntemine göre değerinin saptanabilmesi için; yalnızca bu alanda faaliyet gösteren Lowe’s firmasının mı yoksa sektör daha geniş bir biçimde ele alınırsa ev mobilyası ve tüketici elektroniği alanlarında faaliyet gösteren diğer firmalarında mı analizde dikkate alınması gerektiği cevaplandırılması gereken ilk soruyu oluşturmaktadır.

²¹ *Earning per share* (hisse başına düşen kazanç) = kar / hisse sayısı

²² Hisse fiyatı / Hisse başına kazanç

Tablo 5. Emsal firmanın tespiti

Sektör/Firma	Hisse Fiyatı (\$) (23 Temmuz 2004)	Borsa Değeri (milyon \$)	Hisse başı kazanç (\$) (EPS)		Beklenen çarpan değerleri (2005)	
			2004	2005	EBİTDA	P/E
Ev Tamirat						
Home Depot	33.00	74,250	2.18	2.48	7.1	13.3
Lowe's	48.39	39,075	2.86	3.36	7.3	14.4
Ev Mobilyası						
BedBath&Beyond	34.89	10,697	1.58	1.83	9.9	19.1
Linens Things	25.86	1,152	1.86	2.13	5.1	12.1
T. Elektronik						
Best Buy	47.11	15,537	2.88	3.41	6.3	13.8
Circuit C.S.	13.58	2,708	0.55	0.61	4.4	22.3

Kaynak: Goedhart vd (2005, 8)

Uygulamada emsal firmanın tespit edilmesine yönelik çeşitli kriterlerin kullanıldığı görülmektedir. “Aynı sektörde veya iş kolunda yer almak” ve “benzer veya rakip ürünler üretmek” söz konusu kriterlerden en yaygın biçimde kullanılanların başında gelmektedir. Literatürde emsal firmaların tespitine yönelik çeşitli kesimlerce farklı kriterlerin öne çıkarıldığı görülmektedir. Bu anlamda geleneksel ve alternatif yaklaşım olarak kabul edilebilecek kesin bir ayırım mevcut olmamakla birlikte, okuyucunun konuyu daha iyi takip edebilmesi açısından çalışmada bu tarz bir sınıflandırmanın uygun olacağı düşünülmüştür. Esasen söz konusu yaklaşımların birbirlerinin rakibi değil tamamlayıcısı olduğundan bahsedilebilmesi mümkündür. Bu açıdan metinde geleneksel yaklaşım birinci aşama alternatif yaklaşım ikinci aşama ve firma farklılıklarının kontrol edilmesi ise üçüncü aşama olarak adlandırılmıştır.

3.1. İlk Adım: Geleneksel Yaklaşım

Karşılaştırılabilir firmanın tespit edilebilmesi için hedef firmanın iyi analiz edilmesi gerekmektedir. İnternet sitesi, yıllık faaliyet raporları, araştırma raporları, yatırımcı sunumları firmanın anlaşılabilmesine yardımcı olmaktadır. Bu açıdan hedef şirketin; “içinde yer aldığı sektör, ürettiği mal ve hizmetler, içerisinde yer aldığı ekonomik/coğrafi çevre ve firmanın büyüklüğü” doğru bir biçimde ortaya konulmalıdır (Jindal 2011, 75). Karşılaştırılabilir firmaların belirlenmesinde genellikle; “sektör sınıflandırması, teknoloji, müşteriler, firma büyüklüğü” gibi kriterler dikkate alınmaktadır (Larsen 2008, 324).

- Aynı sektör/ürün kriteri

Çarpanların kullanılabilmesi, karşılaştırma yapılacak firmaların tespitine bağlıdır. Geleneksel yaklaşım, aynı endüstride yer alan firmaların seçilmesi iken, bunun her zaman doğru ya da en iyi yöntem olduğunu söylemek mümkün değildir (Damodaran 2001, 15). Tanımlamada, değerlemesi yapılacak firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile karşılaştırılabilir firmanın faaliyet gösterdiği sektörlerin benzer olması gerektiğine ilişkin bir ön koşul bulunmamaktadır. Buna karşın, analizlerin birçoğunda, değerlendirme yapılacak firma ile karşılaştırılabilir firmaların aynı sektörde faaliyet göstermesi gibi bir yargı da bulunmaktadır (Kelecioğlu 2011, 49). Karşılaştırmaların genellikle aynı sektör içinden yapıldığı bilinmekle birlikte alt sektörde yer alan firmaların da zaman zaman analize dahil edildiği görülmektedir (Jindal 2011, 75).

Karşılaştırılabilir firmanın tespiti oldukça zor bir süreci ifade etmektedir. Bu durumda analize öncelikle emsal firmalardan bir grup yapılarak başlanmaktadır. Çoğu finansal analist sürece firmanın içerisinde yer aldığı endüstri ile başlamakla birlikte zaman zaman endüstrinin tanımında dahi birtakım problemler yaşanmaktadır. Gruplandırma sürecinde eğer yer verilmişse firmaların faaliyet raporlarındaki rakip listelerinin kullanılabilmesi mümkündür. Rakiplerin bulunmasında bir diğer alternatif olarak ayrıca hükümetler ya da diğer kuruluşlar tarafından yayınlanan standart endüstri sınıflandırma kodları da kullanılabilir (Goedhart vd 2005, 9; Koller vd. 2005, 367). Sektör sınıflandırması, değerlemeye konu firma ile aynı mal veya hizmeti üreten veya ticaretini yapanları kapsamaktadır. Bu kriter bakımından tercih edilen ise her ne kadar daha zor olmakla birlikte, aynı ürün karakteristiğine sahip olanların belirlenmesidir. Örneğin her ne kadar dergiler ve gazeteler yayıncılık sektöründe yer alsalar dahi, sınıflandırmanın günlük ve haftalık bazında yapılması daha doğru olacaktır (Larsen 2008, 324).

- Benzer üretim süreçleri / teknoloji kullanımı

Aynı ürün veya hizmetin çok çeşitli tanımları bulunmakla birlikte, değerlemeye konu hedef firmanın üretim tekniğini kullanan firmaların karşılaştırılabilir olarak belirlenmesine çalışılmalıdır. Örneğin her ne kadar demiryolları ve karayolları firmaları ulaştırma sektörüne hizmet ediyor olsalar dahi karşılaştırılabilir olmaları maliyet yapılarının çok farklı olması nedeniyle oldukça zordur (Larsen 2008, 324).

- Benzer talep yapısı / coğrafi nedenler

Aynı sektörde yer alan firmaların farklı müşterilere hizmet sunmaları mümkündür. Müşterilerin farklılaşması stratejik nedenlerden kaynaklanabileceği gibi, coğrafi yerleşkelerden veya başkaca fiziksel kısıtlardan da kaynaklanabilmektedir. Bununla birlikte farklı müşteriler farklı ürün kalitesi, kar marjı gibi farklılaşmalara neden olmaktadır. Bu açıdan karşılaştırılabilir firmaların belirlenmesinde müşterilerin de eşleştirilebilir olmasına dikkat edilmelidir (Larsen 2008, 325). Bir diğer önemli faktör, farklı ekonomik çevre etkisini ortadan kaldırmak amacıyla, mümkün olduğu ölçüde karşılaştırılacak firmaların aynı bölge ya da coğrafi alanı paylaşıyor olmasıdır (Jindal 2011, 75).

- Firma büyüklüğü / Firma sermaye yapısı / Ölçek ve kapsam ekonomileri

Firmanın büyüklüğü ve boyutu, üretim ve pazarlamada ölçeğin sağlanmasına olanak sağlamaktadır. Bu açıdan karşılaştırılabilir firmaların belirlenmesinde aynı üretim miktarına sahip firmaların seçilmesi gerekmektedir. Örneğin turizm sektöründe yer alan otel işletmecilerinden 100.000 yatak kapasitesine sahip firmalar ile 20.000'den daha az yatak kapasitesine sahip firmaların karşılaştırılması doğru olmayacaktır (Larsen 2008, 325).

Çarpan kullanılarak yapılan çoğu değerlemede, ortalama çarpanların hesaplanmasında genellikle hissenin piyasa fiyatı kullanılmaktadır. Borçlanmanın hissedarların riskini ve nihayetinde piyasa fiyatını ve performansını etkilemesi hissenin fiyatına da yansımaktadır. Örneğin her şey eşit iken, daha yüksek borca sahip firmanın fiyat / kazanç oranı, daha düşük borca sahip firmaya göre, hissenin daha riskli olması nedeniyle, daha düşük olacaktır. Bu açıdan karşılaştırılabilir firmaların risklerinin de eşleştirilebilir olması dikkate alınmalıdır (Larsen 2008, 325).

3.2. İkinci Adım: Alternatif Yaklaşım

Karşılaştırılabilir firma tanımına yönelik geleneksel yaklaşıma alternatifler de mevcuttur. Bunlardan bir tanesinde, değerlendirme bileşenleri benzer firmalara bakılmaktadır. Örneğin, beta²³ değeri 1.2, hisse başına beklenen büyüme oranı %20 ve öz kaynak karlılığı (getirisi) %40²⁴ olan bir firmanın değerlemesi için bütün piyasadan benzer özelliklere sahip firmalar bulunması mümkündür. Bir diğer yaklaşım olarak piyasada yer alan bütün firmalar karşılaştırılabilir olarak düşünülerek, regresyon analizi gibi çeşitli istatistiksel teknikler kullanılarak firmalar arasındaki farklılıkların kontrol edilebilmesi mümkündür (Damodaran 2001, 16).

Varlık getirisi (*return on asset*) veya öz kaynak getirisi (*return on equity*) gibi geleneksel oranlar faaliyetler ve sermaye yapısının etkisini kaynaştırırken, çarpan analizinin belirleyici faktörü olan faaliyet performansının ise; "ROIC (*return on investment capital*), büyüme (*growth*) ve serbest nakit akışlarına (*free cash flow*)"²⁵ dayandığı görülmektedir²⁶ (Koller vd. 2005, 371).

²³ Beta katsayısı bir hisse senedinin getirisinin piyasa getirisi ile birlikte hareket etme derecesini gösteren katsayıdır. Bir başka ifade ile herhangi bir hisse senedinin getirisinin işlem görmekte olduğu borsadaki "ortalama bir hisse senedi" getirisine göre ne ölçüde ve hangi yönde dalgalandığı beta katsayısı hesaplanarak ölçümlenmektedir. Ortalama bir hisse senedi getirisi, borsa endeksi ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösteren bir hisse senedir. Ortalama bir hisse senedinin beta katsayısı 1'e eşittir. Beta katsayısı 1'den büyük olan bir hisse senedi beta katsayısı 1'den küçük bir hisse senedine göre piyasadaki genel değişimlerden daha çok etkilenmektedir. Bu çerçevede "beta katsayısı, çeşitlendirme yoluyla elimine edilemeyen sistematik riski ölçmektedir (Sayılğan 2008, 469-470).

²⁴ %40 öz kaynak karlılığı nakit akış potansiyeline işaret etmektedir. %20 büyüme ve %40 öz kaynak getirisiyle, firmanın kazancının yarısını hissedarlara geri verdiği görülmektedir.

²⁵ Serbest nakit akışları, dönem karından ilgili dönem vergisinin ve ilgili dönemdeki yatırım harcamaları tutarının çıkarılması, ilgili dönem amortisman giderlerinin de eklenmesi ile bulunan tutardır. Nakit akışlarının serbest olarak nitelendirilmesi, sermaye koyanlara "serbestçe" ödenebilecek tutarı gösteriyor olmasından kaynaklanmaktadır (Sayılğan 2008, 285).

²⁶ Bir işletmenin değeri, temelde yatırılan sermayenin getirisini ifade eden ROIC ve büyümeye bağlıdır. ROIC, NOPLAT (*net operating profit less adjusted tax*) olarak bilinen vergi sonrası faaliyet gelirinin yatırım sermayesine bölünmesi ile elde edilmektedir (Koller vd. 2005, 133).

Karşılaştırılabilir firmalara yönelik ilk listenin oluşturulması sonrasında çeşitli kritik soruların cevabının araştırıldığı daha detaylı bir aşamaya geçilerek aşağıda yer verilen soruların cevaplandırılması gerekmektedir:

- Emsal firmaların içerisinde yer aldığı grupların çarpanları neden farklılaşmaktadır?
- Bazı işletmeler, daha kaliteli ürüne, müşterilere daha iyi erişime, düzenli gelire veya ölçek ekonomilerine mi sahiptir?

Bu anlamda analistlerin, karşılaştırmaya tabi her bir firmanın; “ne sattığını, gelir ve karı nasıl elde ettiğini ve nasıl büyüdüğünü” iyi anlaması gerekmektedir. (Goedhart vd 2005, 9; Koller vd. 2005, 367).

Benzer alanlardaki firmalar bakımından çarpanlar arasındaki daha büyük farklılık, yatırımcıların farklı firmalar için gelecekte yaratılacak değerler ile ilgili beklentilerinin farklılaşmasından kaynaklanmaktadır (Goedhart ve diğerleri 2005, 8). Bu açıdan aynı alanlarda yer alsalar dahi firmalar karşılaştırılabilir olmaktan uzaktır. Yazarlara göre karşılaştırılabilir firmaların doğru bir şekilde tespit edilebilmesi için, “büyüme ve ROIC” açısından benzer beklentilere sahip firmalar eşleştirilmelidir (Goedhart ve diğerleri 2005, 8). Daha kaliteli ürün, müşterilere daha iyi erişim gibi stratejik avantajlara sahip firmaların daha üstün ROIC ve büyüme oranına sahip olması çarpanlarında bu durumdan etkilenmesine neden olmaktadır (Goedhart vd 2005, 9; Koller vd. 2005, 367). Tablo 5’de yer alan firmalar, gelirlerinin ve karlarının çok büyük bir bölümünü tek bir faaliyet alanından elde etmektedir. Bu nedenle Home Depot açısından yalnızca Lowe’s karşılaştırılabilir olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte çok sayıda birime sahip firmaların değerlendirilmesinde her bir birimin beklenen ROIC ve büyüme oranlarının farklı olması halinde her bir iş birimi için farklı emsal grupların kullanılması gerekmektedir (Koller vd. 2005, 368).

Finans teorisi açısından anahtar düşünce ise, karşılaştırılabilir firmaların eşit (benzer) riske sahip oldukları varsayımdır (Larsen 2008, 323). Bu nedenle, karşılaştırılabilir firmalar; “nakit akımları ve büyüme potansiyeline” ek olarak “risk” boyutları ile değerlendirilecek firmayla benzerlik göstermelidir. Göreceli değerlendirme için, değerlendirilecek firmanın yukarıda belirtilen özellikleri ile örtüşen karşılaştırılabilir firmanın seçilmesi gerekmektedir (Kelecioğlu 2011, 49).

Modern sermaye yapısı teorilerini 1958 yılında yaptıkları çalışma ile başlatan Franco Modigliani ve Merton Miller’e göre, bir firmanın değeri, yalnızca firmanın kazanma gücü ve sahip olduğu işletme riski tarafından belirlenmektedir. Bir başka deyişle firmanın değeri firmanın sahip olduğu varlıkların gelire bağlıdır (Brigham 1995, 468). Bu yaklaşıma göre işletmeler risklilik durumlarına göre farklı risk gruplarında ele alınmaktadır. Aynı risk grubundaki işletmelerden net faaliyet gelirleri birbirlerine eşit olanlar aynı sermaye maliyetine ve aynı işletme değerine sahiptirler. Aynı risk grubundaki bir işletme, sermaye yapısını değiştirerek, aynı net faaliyet gelire sahip bir işletmeye göre işletme değerini artıramaz (Sayılğan 2008, 274).

Sonuç olarak karşılaştırılabilir firma, hedef firmaya; “nakit akışı, büyüme potansiyeli ve risk” açısından benzeyen firmalardır. Bu tanımda, hedef firmanın içerisinde yer aldığı sektör ya da endüstri kavramları yer almamaktadır. Bu anlamda, eğer nakit akışı, potansiyel büyüme ve risk açısından benzer iseler, örneğin telekomünikasyon firmasının yazılım firması ile karşılaştırılabilmesi mümkündür. Bununla birlikte, çoğu analizde, analistler karşılaştırma için aynı iş kolunda yer alan firmaları seçmektedirler. Endüstride yeterli firmanın yer aldığı durumlarda, firma büyüklüğü gibi kriterler kullanılarak yapılacak sınırlandırmalar ile aynı sektörde yer alan firmaların karşılaştırılması mümkündür. Buradaki üstü kapalı varsayım, aynı sektörde yer alan firmaların benzer risk, büyüme ve nakit akışı profiline sahip olmasıdır. Ancak bu yaklaşımın uygulanması, az sayıda firmanın yer aldığı sektörler bakımından oldukça zordur (Damodaran 2001, 15).

3.3. Üçüncü Adım: Firmalar Arasındaki Farklılıkların Kontrolü

Aynı sektörde yer alan firmaların dahi; “risk, büyüme potansiyeli ve nakit akışları” açısından farklı olduğu dikkate alındığında benzer firmaların bulunması oldukça zordur. (Damodaran 2001, 1). Karşılaştırılabilir firma seçimi her ne kadar çok dikkatli bir biçimde yapılsa dahi, ortaya çıkan grup ile değerlemeye tabi hedef firma arasında farklılıklar söz konusu olacaktır. Söz konusu farklılıklar bazı değişkenler için çok küçük iken bazıları için büyük olabileceği için, göreceli değerlemede bu durumun kontrol edilmesi gerekmektedir. Söz konusu farklılıkları kontrol etmenin dört temel yöntemi bulunmaktadır (Damodaran 2001, 17-21):

- Öznel Düzeltmeler:

Göreceli değerlendirme, çarpanların ve karşılaştırılabilir firmaların tespiti ile başlamaktadır. Çarpanlar ve ortalama değerler tüm karşılaştırılabilir firmalar için hesaplandıktan sonra, hedef firmanın değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Hedef firmanın değerleri önemli derecede farklı ise, öznel bir değerlendirme yapılarak, firmanın büyüme, risk ve nakit akışları profilinin söz konusu farklılığı açıklamaya yeterli olup olmadığına bakılmalıdır. Örneğin firmanın fiyat/kazanç oranı 22 ve firmanın içinde yer aldığı sektörün fiyat/kazanç oranı 15 ise, söz konusu farklılık, firmanın sektöre göre daha yüksek büyüme potansiyelinden kaynaklandığı argümanı ile savunulabilir. Ancak çarpanlardaki söz konusu farklılık, temel bileşenler ile açıklanamıyor ise, çarpanın sektör ortalamasından yüksek olması halinde firmanın düşük değerlendirildiği, eğer çarpan sektör ortalamasından düşük ise firmanın yüksek değerlendirildiği görülecektir (Damodaran 2001, 17).

- Çarpanların Değiştirilmesi:

Bu yaklaşımda, çarpanı belirleyen en önemli parametrenin (rehber değişken²⁷) dikkate alınabilmesini teminen, çarpanın değiştirilmesi söz konusudur. Bu yüzden fiyat/kazanç oranı, hisse başına beklenen büyüme oranına bölünerek; büyüme uyarlanmış fiyat kazanç oranı (*growth-adjusted PE ratio - PEG*) elde edilmektedir²⁸. Benzer şekilde fiyat/defter değeri²⁹ oranının, öz kaynak karlılığına (*return on equity*) bölünmesi ile değer rasyosu (*value ratio*) bulunurken fiyat/net satışlar oranı da net kar marjına bölünmektedir. Analizin devamında değiştirilen söz konusu oranlar, sektörde yer alan diğer firmaların değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Bu yaklaşımdaki varsayım, kontrol edilen çarpanlar dışında kalanlar bakımından firmaların karşılaştırılabileceğidir. Bu durumda çarpanlar ve bileşenler arasındaki ilişkin doğrusal olduğu varsayılmaktadır (Damodaran 2001, 17). PEG oranı farklı büyüme oranlarına sahip firmaların emsal olarak değerlendirilebilmesine olanak sağlamaktadır. Bu açıdan emsal firmaların yer aldığı gruplar yaşam döngüsünün farklı aşamalarında yer alan rakipleri içinde barındırabilmektedir³⁰ (Koller vd. 2005, 376).

Tablo 6. Veri Şebeke Firmaları

Firma	Beta	P/E	Beklenen Büyüme (%)	PEG
3Com Corp.	1,35	37,20	11	3,38
ADC Telecom	1,4	78,17	24	3,26
Alcatel	0,9	51,50	24	2,15
Ciena Corp.	1,7	94,51	27,5	3,44
Cisco	1,4	133,76	35,2	4,43
Comverse Tec.	1,45	70,42	28,88	2,44
E-TEK Dyn.	1,85	295,56	55	5,37
JDS	1,6	296,28	65	4,56
Lucent	1,3	54,28	24	2,26
Nortel	1,4	104,18	25,5	4,09
Tellabs	1,75	52,57	22	2,39
Ortalama		115,31	30,64	3,43

Kaynak: Damodaran (2001, 18)

²⁷ Çarpanları belirleyen değişkenlerin indirgenmiş nakit akışı yönteminden elde edilebilmesi ve her bir değişken ve çarpan arasındaki ilişki nedeniyle diğer her şey sabitken eğer sorusunun gündeme getirilmesi, çarpanların açıklanmasında etki eden tek bir değişkenin ortaya konulmasını sağlamaktadır. Rehber (*companion*) olarak adlandırılan söz konusu değişken, çarpanların bir sektördeki firmalar arasında ya da bütün piyasa içinde nasıl farklılaştığına bakılarak saptanmaktadır (Damodaran 2001, 14).

²⁸ PEG oranının bir diğer formülasyonunda ise $PEG = 100 \times (\text{İşletme değeri çarpanı} / \text{Beklenen EBITA büyüme oranı})$ na eşittir (Koller vd. 2005, 376).

²⁹Fiyat/defter değeri çarpanının, muhasebe kuralları ve tarihsel maliyetlere dayanması nedeniyle varlığın gerçek değerini ölçemediğine yönelik bir kanı söz konusu olduğundan, alternatif olarak fiyat/yenileme değeri çarpanının kullanılması önerilmektedir (Sehgal ve Pandey 2010, 89-90).

³⁰ PEG oranı geleneksel çarpanlara nazaran, firmalar arasında değişen beklenen büyüme oranlarının dikkate alınması nedeniyle daha esnek olmakla birlikte, bir takım sakıncaları da içerisinde barındırmaktadır. Örneğin büyüme oranının, bir yıl, iki yıl, uzun dönem gibi ne kadar bir zamanı kapsayacağına ilişkin bir standart bulunmadığı gibi, göreceli değerlendirme analizi büyüme ve çarpanlar arasında lineer bir ilişki bulunduğunu varsaydığından, sıfır büyüme durumunda değerinde sıfır çıkması olanak dahilindedir. Tipik bir uygulama olarak, düşük büyüme oranına sahip bir firmanın, sektörün PEG rasyosuna göre düşük değerlendirildiğini ifade etmek mümkündür (Goedhart vd 2005, 11).

Tablo 6’da analistler tarafından karşılaştırılabilir olduğu kabul edilen firmalara yer verilmiştir. Hedef firma Cisco’nun göreceli açıdan değerlemesinin düşük veya yüksek olup olmadığı incelenmektedir. Çarpanların en basit şekilde, Cisco’nun fiyat/kazanç oranının sektörün oldukça üzerinde olması nedeniyle yüksek değerlendirildiği yönündedir. Bu karşılaştırmada, Cisco’nun büyüme oranının sektöre benzer olduğu varsayılmaktadır. Tablo’da yer alan sektörün PEG oranı 3,43 ve Cisco’nun beklenen büyüme oranları dikkate alındığında, Cisco’nun fiyat/kazanç oranı = (3,43) * (35,2) = 120,82 olarak bulunmaktadır. Cisco’nun 133,76’lık fiyat/kazanç oranının halen uyarlanmış fiyat/kazanç oranı olan 120,82’ye göre yüksek değerlendirilmiş olduğu anlaşılmaktadır. Firmalar arasındaki farklılıkların çözümüne yönelik basit değişiklik ile elde edilen sonuç firmaların eşit riske sahip olması durumunda doğru olacaktır. Görüldüğü üzere bu yaklaşım, satışların büyümesi ve fiyat/kazanç oranı arasında doğrusal bir ilişkinin mevcudiyetini varsaymaktadır (Damodaran 2001, 18).

- Sektör Regresyonu

Firmaların geçiçi durumlarının çarpanları aşırı etkilemesi ortalamaların olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Bu açıdan karşılaştırmalarda sektör ortalaması olarak sapmalardan daha az etkilenen medyan kullanımı önerilmektedir (Koller vd. 2005, 368). Bazı endüstrilerde emsal firmaların yer aldığı gruplarda negatif kazançta sahip işletmelerde yer almaktadır. Bu tarz işletmeler bakımından özellikle karlılığa dayalı çarpanlar anlamlı olmayacaktır. Çoğu durumda söz konusu firmalar karşılaştırılabilir olmadıkları gerekçesiyle emsal grubun içinden çıkartılmaktadır. Bununla birlikte, analiz edilen firma hakkındaki beklentilerin net olmaması durumunda, yalnızca gelecek beklentisi pozitif olan firmaların analize dahil edilmesi sağlıklı olmayacaktır. Bu durumda oranın payı pozitif değerler alabilecek çarpanlar tercih edilmelidir. Negatif kazançta sahip firmaların genellikle EBITDA’larının ve satışlarının pozitif olduğu görülmektedir (Koller vd. 2005, 368). Dolayısıyla göreceli değerlendirme analizi bakımından öz kaynak çarpanlarından ziyade işletme değeri çarpanlarının kullanımını öne çıkarmaktadır.

Tablo 7. Veri Şebeke Firmaları

Firma	Beta	P/E	Beklenen Büyüme (%)
3Com Corp.	1,35	37,20	11
ADC Telecom	1,4	78,17	24
Alcatel	0,9	51,50	24
Ciena Corp.	1,7	94,51	27,5
Cisco	1,4	133,76	35,2
Comverse Tec.	1,45	70,42	28,88
E-TEK Dyn.	1,85	295,56	55
JDS	1,6	296,28	65
Lucent	1,3	54,28	24
Nortel	1,4	104,18	25,5
Tellabs	1,75	52,57	22
Ortalama		115,31	30,64

Kaynak: Damodaran (2001, 19)

Firmaların birden fazla değişken açısından farklılaşması durumunda, firmalar arasındaki farklılıkların ortadan kaldırılabilmesi daha zorlaşmaktadır. Bu durumda değişkenlere karşı çarpanlara yönelik regresyon analizi yapılarak firmaların değerleri tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Bu yaklaşım, karşılaştırılabilir firma sayısının büyük ve çarpanlar ve değişkenler arasındaki ilişkinin durağan (*stable*) olduğu durumlar bakımından iyi işlemektedir. Bu koşulların mevcut olmadığı durumlarda, birkaç sapmanın (*outliers*) katsayıların (*coefficients*) dramatik bir şekilde değişmesine ve tahmin daha az güvenilir olmasına neden olmaktadır. Fiyat/kazanç oranı; beklenen büyüme, risk ve kar payı oranının bir fonksiyonudur. Tablo 7’de yer verilen Cisco’nun karşılaştırılabilir firmalarının hiçbirisi, önemli miktarda kar payı dağıtmazken, firmalar risk açısından farklılaşmaktadır. Firmaların, risk ve beklenen büyüme oranları açısından farklı olmaları nedeniyle, fiyat/kazanç oranının bu değişkenlere göre regresyon edilmesi ile ulaşılan sonuçlar aşağıdaki gibidir (Damodaran 2001, 19- 20):

$$P/E = 35.08 - 65.73 \text{ Beta} + 573.10 \text{ Beklenen Büyüme} \quad R^2 = 93.63\%$$

$$(0.56) \quad (1.67) \quad (11.93)$$

T-istatistiğini gösteren parantez içindeki değerler, fiyat/kazanç oranı ve regresyona tabi tutulan değişkenler arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak büyük olduğunu göstermektedir. R², fiyat/kazanç oranındaki farklılıkların yüzdesinin bağımsız değişkenler tarafından açıklanma gücünü göstermektedir. Regresyon analizinin sonucu, karşılaştırılabilir firmaların fiyat/kazanç oranını tahmin etmekte kullanılmaktadır. Buna göre, betası 1.4 ve beklenen büyüme oranı %35,2 olan Cisco'nun fiyat/kazanç oranı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Cisco için tahmini PE} = 35,08 - 65,73 (1,4) + 573,1 (0,352) = 144,79$$

Cisco için fiyat kazanç oranının 133,76 olduğu dikkate alındığında, 144,79'luk bir değer, Cisco'nun yaklaşık %7,60 dolayında düşük değerlendirilene işaret etmektedir (Damodaran 2001, 20).

- Piyasa Regresyonu

Sektörde az sayıda firmanın yer aldığı ya da hedef firmanın birden fazla sektörde faaliyet gösterdiği durumlarda karşılaştırılabilir firmaya yönelik araştırmalar oldukça sınırlı kalabilmektedir. Karşılaştırılabilir firma tanımı sektörden ziyade, aynı büyüme, risk ve nakit akışı profiline sahipliğe göre yapıldığından, karşılaştırılabilir firmaların sadece sektör ile sınırlandırılmaması gerekmektedir. Bir önceki bölümde yer verilen regresyon analizi, çarpanların firma bazında değişmesine neden olan değişkenlerdeki farklılıkların kontrolüne yönelik olarak yapılmıştır. Her bir çarpanı belirleyen değişkenlere yönelik olarak, P/E, P/BV³¹ ve P/S³² oranlarını etkileyen değişkenlere yönelik olarak regresyonun yapılabilir olması gerekmektedir.

Fiyat/Kazanç = f (büyüme, kar payı oranı, risk)

Fiyat/Defter değeri = f (büyüme, kar payı oranı, risk, ROE)

Fiyat/Net Satışlar = f (büyüme, kar payı oranı, risk, kar marjı)

Bununla birlikte risk (*beta*), büyüme (beklenen büyüme oranı) ve nakit akışı (kar payı oranı) için kullanılan veriler (*proxies*) yeterli (*imperfect*) ve ilişkiler doğrusal olmayabilmektedir. Bu sorunun elimine edilebilmesi için, analize, firma büyüklüğü gibi, daha fazla değişkenin dahil edilmesi gerekmektedir. Bu yaklaşımın, nesnel olanlara göre üstünlüğü, çarpanları etkileyen büyüme, risk ve nakit akışı gibi değişkenlere ait piyasa verilerinin kullanılmasıdır. Daha az sayıdaki firma yerine bütün bir piyasaya bakılması daha anlamlı olmaktadır. Son olarak, piyasada yer alan firmalar ile yapılan karşılaştırma, endüstride yer alan tüm firmaların düşük veya yüksek değerlendirilip değerlendirilmediğinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır (Damodaran 2001, 21).

4. Sonuç

Bir varlığın değerinin hesaplanmasında kullanılan çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bunların içerisinde varlığın gelecekte yaratacağı nakit akışlarının şimdiki değerinin hesaplanması genellikle öne çıkan yöntem olarak değerlendirilmekle birlikte bu yöntemin çok sayıda varsayım gerektirmesi uygulanmasını güçleştirmektedir. Göreceli değerlendirme bu noktada, daha kolay uygulama olanağı nedeniyle öne çıkan bir yöntemdir. Çarpan analizi olarak da adlandırılan bu yöntemin çok yaygın bir kullanımı olduğu bilinmektedir. Yöntemde gerçek verilen kullanılması nedeniyle elde edilen değer piyasa değerini yansıttığı algısı yaygın kullanımın en önemli nedenidir. Sonuçları yorumlamanın kolay olması da yöntemi öne çıkartmaktadır. Günlük hayatta yapılan çok sayıda alışverişte dahi; tüketicilerin ev gibi yüksek fiyatlara ulaşan varlıklardan daha az değerli varlıklara kadar alacakları mal ve hizmetlere, rakiplerin mal ve hizmetleri ile karşılaştırma yapmaları sonrasında karar verdikleri bilinmektedir. Bu açıdan rakipler ile yapılan karşılaştırmalar sonucunda ortaya çıkan fiyatın makul olduğu algısı hem alıcının hem de satıcının hata yapmadıkları konusunda ikna olmalarına neden olmaktadır. Bu nedenle, karşılaştırma yapılarak elde edilen değer, gerçek değeri yansıtmaya dahi piyasa değerini ortaya koyması nedeniyle, makul olduğu kabul edilmektedir.

Yöntemin uygulanmasındaki ilk aşama karşılaştırmaya konu olacak emsal firmaların tespit edilmesidir. Bu açıdan karşılaştırmaya konu emsal firmaların mevcut olmaması ya da tespit edilememesi yöntemin kullanılamayacağı anlamına gelirken, emsal firmaların olması gerekenden az ya da fazla olarak tespit edilmesi ise analizin sonuçlarının yanlış çıkmasına neden olmaktadır. Bu anlamda emsal firmaların tespit edilmesi göreceli değerlendirme başarısı için kritik bir önemi haizdir.

³¹ Price/Book Value

³² Price/Net Sales

Emsal firmaların tespiti için iki yaklaşımın öne çıktığından bahsedilmesi olanaklıdır. Genellikle aynı sektör içerisinde yer alan, benzer ya da rakip ürünler üreten, benzer maliyet ve kapasiteye sahip, sermaye yapıları birbirini anımsatan, yakın coğrafi bölgelerde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırılabilir olduğuna yönelik yaklaşımların geleneksel olarak adlandırılabilmesi mümkündür. Bu tarz bir yaklaşım daha kolay olmakla birlikte içerisinde çeşitli zayıflıklar barındırmaktadır. Bunun yerine modern finans teorisinin üzerinde şekillendiği “büyüme, risk ve nakit akışları” gibi kavramlar açısından benzer firmaların karşılaştırması gerektiğine yönelik argümanlar bulunmaktadır.

Bu anlamda geleneksel kriterlerin, sektörde faaliyet gösteren firmaların sayısının karşılaştırmanın yapılabilmesi için yeterli olması durumunda geçerli olduğunu; bununla birlikte benzer riske, büyüme oranına ve nakit akımı profiline sahip firmaların karşılaştırmasının daha sağlıklı sonuçların alınmasını sağlayacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak yine de, karşılaştırılabilir firmaların çok dikkatli seçilmesi halinde dahi, firmaların farklılıkları devam ettiği gözde kaçırılmamalıdır.

KAYNAKÇA

AYDEMİR Oğuzhan, ÖGEL Serdar ve DEMİRTAŞ Gökhan (2012); “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, Yönetim ve Ekonomi, Cilt: 19, Sayı: 2, Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F., Manisa.

AYDIN Yavuz (2012), “Firma Değerleme Yöntemleri”, Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:1, Sayı:1, Mart.

BRIGHAM Eugene F (1995); Fundamentals of Financial Management, Seventh Edition, The Dryden Press.

BROYLES Jack (2003), Financial Management and Real Options, John Wiley & Sons Ltd, England.

COHEN Ruben D (2000), “An Objective Approach to Relative Valuation” SSB Citi Asset Management Group, Working Paper, UK.

COPELAND Thomas E , WESTON Fred J ve SHASTRI Kuldeep (2003), Financial Theory and Corporate Policy, 4th International Edition, Pearson Publisher.

DAMODARAN Aswath (2001), “The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies”, Chapter 8, FT Press.

<http://www.ucema.edu.ar/u/jd/Inversiones/Libros/LibroA/ch8N.pdf>

FABOZZI Frank J ve DRAKE Pamela P (2009), Capital Markets, Financial Management and Investment Management, John Wiley & Sons Inc, New Jersey.

GOEDHART Marc, KOLLER Timothy ve WESSELS D (2005); “The Right Role for Multiples in Valuation”, McKinsey on Finance.

GUJ Pietro (2006), “Mineral Project Evaluation – An Introduction”, Philip Maxwell (der.), *Australian Mineral Economics* içinde, The Australian Institute Of Mining and Metallurgy, Victoria.

JINDAL Tapan (2011), “Relative Valuation”, The Chartered Accountant, December. http://220.227.161.86/25041cajournal_dec2011_17.pdf

JOHNSON Howard E (2001); “The Conundrums of Comparable Company Multiples”, Canadian Institute of Chartered Accountants.

KELECİOĞLU Aykut M (2011), “Yenilenebilir Enerji Yatırımları ile İştilig Eden Firmaların Devralma ve Birleşme ile İlgili Yaşadığı Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, makelecioglu.com/sitebuilder/MAK/ye3.pdf

KOLLER Timothy, GOEDHART Marc ve WESSELS D (2005); Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, Fourt Edition, McKinsey & Company.

LARSEN Glen A (2008); “Applied Equity Valuation: Relative Valuation Method”, Handbook of Finance, Chapter 30, John Wiley & Sons, Inc.

MUN J (2002); Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

ÖZTÜRK Başaran M (2007); “Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB’de Ampirik Bir Uygulama”, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Erciyes Üniversitesi, Sayı: 23, Yıl: 2007/2, 275-284.

POMONI Christina (2010), “Valuation Methods: Discounting Cash Flows vs. Relative Valuation”, <http://voices.yahoo.com/valuation-methods-discounting-cash-flows-vs-relative-6973876.html>

SAFAROV Sabuhi (2009), “Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Reel Opsiyon Yöntemi ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansman Programı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

SAYILGAN Güven (2008), İşletme Finansmanı, Güncelleştirilmiş 3. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.

SEHGAL Sanjay ve PANDEY Asheesh (2010); “Equity Valuation Using Price Multiples: Evidence From India”, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Volume 6, No. 1, 89-108.