

EBIT&EBITDA'nın Tanımlanması ve Kullanımına İlişkin Öneriler

Mustafa İGE

Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe Finansman Bölümü, İstanbul/Türkiye

mustafaige@marun.edu.tr, www.orcid.org/0000-0001-7957-1022

Doç. Dr. Ayça AKARÇAY ÖĞÜZ

Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, İstanbul/Türkiye

aakarçay@marmara.edu.tr, www.orcid.org/0000-0000-2682-8741

Öz

Bir işletmenin esas faaliyetlerinin kârlılığını analiz etmek için kullanılacak birden fazla ölçüt vardır. EBIT ve EBITDA bunlar arasında en yaygın kullanılanlardır. EBIT ile EBITDA arasındaki temel fark, EBIT'in amortisman giderlerini ve itfa paylarını (kısaca amortismanlar) kârdan düşmesi, EBITDA'nın ise kâra eklemesidir. EBIT ve EBITDA geleneksel olarak net kârın yanısıra; faaliyet kârı esas alınarak da hesaplanabilir ve amaca uygun olarak düzeltilebilir. Hesaplamalarındaki farklılıklar, benzerlikleri olsa da, farklı sonuçlara yol açabilir. EBIT, farklı sermaye yapıları ve farklı vergi oranlarına göre kârın ölçülmesini sağlarken, EBITDA amortismanları hariç tutarak varlık yapılarındaki farklılıkları da dışlamaktadır. Ancak faiz ve amortisman gibi dışlanan bu tür giderlerin gerçek giderler olduğu ve önemli boyutta olabileceği unutulmamalıdır. Bu metriklerin hesaplanma ve kullanılma biçimleri konusunda ortak bir zemin bulunmadığı göz önüne alındığında bu çalışmanın amacı, EBIT ve EBITDA'nın amaca uygun bir mantık çerçevesinde hesaplanmasına ve kullanılmasına yol göstermektir. İlaveten, EBITDA ve amortismanın tek başına nakit akışını temsil ettiği yönündeki yanıltıcı algı kırılmaya çalışılmıştır. UFRS'ler ve taksonomilerinin esas alındığı çalışmada uygulamacılara ve araştırmacılara yönelik örnek hesaplamalar yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: EBIT, EBITDA, Amortisman, Net Kâr, Faaliyet Kârı

Makale Gönderme Tarihi: 30. 08. 2021

Makale Kabul Tarihi: 21. 09. .2021

Önerilen Atıf:

İge, M. ve Akarçay Öğuz, A. (2021). EBIT&EBITDA'nın Tanımlanması ve Kullanımına İlişkin Öneriler, *İşletme Akademisi Dergisi*, 2 (3): 220-239.

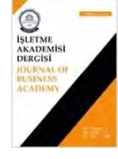


Journal of Business Academy

2021, 2 (3): 220-239

DOI:10.26677/TR1010.2021.850

Dergi web sayfası: www.isakder.org



Recommendations on Defining and Using of EBIT&EBITDA

Mustafa İGE

Marmara University, Institute of Social Sciences, İstanbul/Türkiye

mustafaige@marun.edu.tr , www.orcid.org/0000-0001-7957-1022

Assoc. Prof. Ayça AKARÇAY ÖĞÜZ

Marmara University, Faculty of Business Administration, İstanbul/Türkiye

aakarçay@marmara.edu.tr , www.orcid.org/0000-0000-2682-8741

Abstract

There are multiple metrics available to analyze the profitability of a business' core operations. EBIT and EBITDA are most commonly used among those. The key difference between EBIT and EBITDA is that EBIT deducts the cost of depreciation and amortization (D&A) from income, whereas EBITDA does not. They can traditionally be computed on the basis of operating income as well as net income. And they can also be adjusted or modified for the purpose. Differences in their computations can lead to varied results though they have similarities. EBIT allows us to better measure the profit under different capital structures and tax rates but EBITDA also excludes diversities in asset structures by D&A. But it should be remembered that these excluded expenses, such as interests and D&As, are actual and could be significant. Given that there is not a common ground on computing and using ways of these metrics, the purpose of this study is to guide the computation and use of these metrics relevantly in a rationale framework. In addition, the misleading perception that EBITDA and D&A alone represent cash flow has been tried to get breached. In the study based on IFRSs and taxonomies, reference computations have been made for practitioners and researchers.

Keywords: EBIT, EBITDA, D&A, Net Income (or Profit), Operating Income (or Profit)

Received: 30. 08. 2021

Accepted: 21. 09. .2021

Suggested Citation:

İge, M. ve Akarçay Ögüz, A. (2021). Recommendations on Defining and Using of EBIT&EBITDA, *Journal of Business Academy*, 2 (3): 220-239.

1. GİRİŞ

İşletmelerin kârlılığını analiz etmek için kullanılan EBIT ile EBITDA arasındaki temel fark, EBIT'te amortisman giderleri kârdan indirilirken, EBITDA'da kâra eklenmektedir. Her iki kavramın ortak noktası, kârın sermaye yapısındaki fark dikkate alınmadan vergi öncesi hesaplanmasıdır. Amortismanların hesaplamaya ilave edilmesiyle varlık yapısındaki farklılık da dışlanmış olur. Bu şekilde ulaşılan kârlar genellikle iki amaca yönelik kullanılmaktadır. Birincisi performans ölçümü, ikincisi getiri ve borç ödeme gücünün ölçümüdür.

Sermaye yapısındaki farkları göz ardı ettiği için bu kârlar üzerinden hem borç verenler hem de hissedarlar pay alırlar. Bu açıdan EBIT ve EBITDA geniş bir kullanıcı kitlesine hitap eder. Performans ölçümleri genellikle yatırımcılar tarafından işletmelerin borsa performanslarını değerlendirirken ya da şirket birleşmelerinde kullanılır. Getiriler ise temel olarak aktif getirisi, yatırılan sermayenin getirisi, satış marjları gibi oransal parametrelerdir. Borç ödeme gücü oranları ise faiz karşılama oranı ve borç servisi gibi genellikle işletmeye kredi verenlerin başvurdukları oranlardır.

EBIT ve EBITDA geleneksel olarak net kâr ya da faaliyet kârı üzerinden hesaplanabilir ve amaca göre düzeltilebilir. Bu metrikler işletmelerin kârlılığını varlık ve sermaye yapılarındaki farkları dikkate almadan vergi öncesi hesaplamaktadır. Ancak bu ölçümlerin nihai karar oluşturmaması gereği unutulmamalıdır. Nitekim geçmişte özellikle EBITDA'ya fazla anlam yükleyerek zarar eden birçok yatırımcı olmuştur. Hesaplama ve kullanılma biçimlerindeki farklılık nedeniyle EBIT ve EBITDA Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri içerisinde yer almazlar ve açıklanmaları ihtiyaridir.

Literatür taramalarında da EBIT ve EBITDA hesaplama metodolojisi konusunda ortak bir konsensus bulunmadığı görülmektedir. Bu nedenle çalışmanın hedefi, bu kârların belirlenen amaç doğrultusunda hesaplanmasına ve kullanılmasına yol göstermektir. İlaveten; amortismanlar finansal bakış açısıyla ele alınarak EBIT'e nakit çıkışı gerektirmeyen gider olduğu için ilave edildiği yönündeki algı kırılmaya çalışılmıştır. Kâr kavramı sadece gelir tablosu ile ilişkilendirilemeyeceği için EBIT ve EBITDA'nın bilançodaki tezahürlerine yer verilmiştir.

EBITDA tek başına nakit akışlarını temsil etmez ancak nakit akışlarına büyük ölçüde başlangıç oluşturur. İşletmelerin EBIT ya da EBITDA değerlerini hesaplamalarında sakınca yoktur ancak bu değerlerin tek başına kârlılığı ya da tek başına performansı temsil etmediği unutulmamalıdır.

2. KAVRAMSAL ve ELEŞTİREL YÖNÜYLE EBIT&EBITDA

İngilizce'de faiz, vergi, amortisman ve itfa öncesi kâr anlamına gelen Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization kelimelerinin baş harfleri olan EBITDA bir işletmenin performans ölçütü ve borç edimlerini yerine getirme ya da nakit temettü ödemelerini karşılama yeteneğinin ölçüsü olarak kullanılmaktadır. EBIT ise faiz ve vergi öncesi kâr anlamındadır.

EBIT ve EBITDA arasındaki fark, amortismanların ele alınış biçimiyle ilgilidir. Her iki metrik de hem işletme içi hem de işletmeler arası analizlerde kullanılmaktadır. 1980'li yıllardan sonra kaldırıcı satın almaların artması ve Dot-com balonunun ardından EBITDA'nın kullanım alanı artmaya başlamıştır (Jury, 2012).

Finansal analiz yapanlar işletmenin performansını aynı endüstrideki diğer firmalarla kıyaslar ya da işletmenin finansal durumundaki trendleri zaman içerisinde değerlendirir (Brigham ve Houston, 2016). EBIT ve EBITDA'nın kullanıldığı performans analizlerinde; finansman politikaları ya da amortisman politikalarındaki farklar dikkate alınmaz. Politika farklarının ya da değişimlerin dikkate alınmaması yanıltıcı sonuçlara neden olabileceği için bu kavramlar

uluslararası literatürde Non-GAAP¹ olarak adlandırılır ve açıklanmaları zaruri değildir. Wal-Mart, General Electrics ve Microsoft gibi şirketler yıllık faaliyet raporlarında EBITDA açıklamamaktadır.

EBITDA işletme sermayesindeki değişimleri dikkate almadığı için nakit akışları ve likidite konusunda yanıltıcı bir ölçü olabilir. İlaveten, ihtiyaç duyulan yeniden yatırım tutarı hakkında da bilgi vermez (Mulfold ve Comiskey, 2005). Bankacılık ve sigortacılık sektöründe ana gelir kaynağı finansal gelirler olduğundan EBITDA bu sektörler için doğru bir gösterge değildir (Perek ve Hazır, 2016).

EBITDA, işletmenin gerçek durumu hakkında fikir vermez. Nitekim dünyadaki bütün işletmeler istedikleri giderleri hariç tutarak kârlı olmayı başarabilirler. Buna ilişkin AOL Time Warner, Vodafone ve Vivendi örnekleri çarpıcıdır. 2001 yılına AOL Time Warner 2,1 Milyar \$ EBITDA açıklamıştır. Ancak genel kabul görmüş ilkelere göre hesaplanan zarar -1,4 Milyar \$'dır. Yine 2001 yılında Vodafone şirketi yüksek düzeyde EBITDA açıklamıştı. Ancak bir telekom şirketi için nakit akışları son derece önemli iken Vodafone'un nakit akışları oldukça yetersizdi. Bu da piyasadaki güveni zedelemiştir. Aynı şekilde Vivendi de 2001 yılında -13,6 Milyar € zarar ederken, ki bu Fransa'da o güne kadar görülen en büyük şirket zararındır, gerçekçi olmayan EBITDA açıklamıştır (Chorafas, 2005).

Varlıkları değer düşüklüğüne uğrayan teknoloji şirketlerinin suiistimalleri nedeniyle ABD Sermaye Piyasası Kurulu, Amerikan şirketlerinin kârlılık raporlarında bu tür kazançlara işaret etmeden önce genel kabul görmüş ilkelere göre belirlenen kârlarını açıklamalarını zorunlu tutmuştur.²

Performansın faiz, vergi ve amortisman hariç tutularak ölçülmesi nihai bir ölçüm değildir. Bu giderler gerçek giderlerdir ve dikkate alınmaları gerekir. Bu nedenle de EBIT ya da EBITDA nihai değil, en fazla ara performans ölçüsü olabilirler. Dolayısıyla bu iki metrik performans ölçümünden ziyade karşılama oranları ve getiri oranlarının hesaplanmasında kullanılırsa daha anlamlı sonuçlar elde edilir.

3. EBIT&EBITDA HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre raporlanması zorunlu olmadığı için, bu metriklerin hesaplanmasına ilişkin standart bir uygulama da söz konusu değildir.

Hesaplama geleneksel olarak iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki net kâr üzerinden (bottom-line); diğeri ise değer düşüklüğü kayıpları, duran varlık satış kâr/zararları, birleşme ve satın alma maliyetleri, kira gelirleri, kur farkları, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların kâr/zararları gibi doğrudan faaliyetlere ilgili olmayan kalemleri hariç tutarak faaliyet kârı üzerinden hesaplanmaktadır (Nissim, 2019). Aşağıda bu hesaplamayı açıklayan bir örnek yer almaktadır (Dickie, 2006):

¹ Non-Generally Accepted Accounting Principles: Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri'nin dışında olan.

² <https://www.investopedia.com/terms/n/non-gaap-earnings.asp>

| | | |
|--------------------------------------|------------|---|
| Hasılat | 500 | |
| SMM ve Faaliyet Giderleri | -250 | |
| Amortismanlar | -50 | |
| Faaliyet Karı | 200 | → EBIT hesaplanırken faaliyet karı baz alınır = 200 birim elde edilir. EBITDA da 250 birim olacaktır. |
| İştirak Gelirleri | 15 | |
| Kredi Erken Ödeme Zararları | -5 | |
| Faiz Giderleri | -25 | |
| Azınlık Payı Giderleri | -5 | |
| Vergiler | -70 | |
| Devam Eden Faaliyetlerden Kar | 110 | |
| İştirak Satış Karları | 30 | |
| Vergi Sonrası Net Kar | 140 | → EBIT hesaplanırken net kar baz alınır = 140 + 70 + 25 = 235 birim elde edilir. EBITDA da 285 birim olacaktır. |

Faaliyet kârı esas faaliyet dışı gelir ve giderlerin öncesini, net kâr ise bu gelir ve giderlerin sonrasını ifade etmektedir. Eğer işletmenin faaliyet dışı gelir ve giderleri fazlaysa net kâr ve faaliyet kârı arasında fark ortaya çıkar (Dickie, 2006). Faaliyet kârından hareketle hesaplanan yöntemde EBIT ve faaliyet kârı aynı anlama gelmektedir. Ancak bu iki kavramın aynı anlamda kullanılmasına karşı olan görüşler de vardır (CFA Institute, 2008). Analiz esnasında bu metriklerin içerisinde nelerin yer aldığı ya da nelerin yer almadığının tespiti önemlidir (Vernimmen, Quirry, Dalocchio, Le Fur ve Salvi, 2009).

Çalışmada, faaliyet kârı üzerinden yapılan hesaplamalar dar kapsamlı yöntem³, net kâr üzerinden yapılan hesaplamalar ise geniş kapsamlı yöntem olarak adlandırılmıştır. Her iki geleneksel yöntemle ulaşılan tutarlar üzerinde amortisman, faiz ve vergi dışında bir düzeltme yapılırsa düzeltilmiş değerler elde edilir. Ancak geleneksel yöntemler haricinde yapılan düzeltmelerin neler olduğunun açıklanması gerekir (Deloitte, 2020).

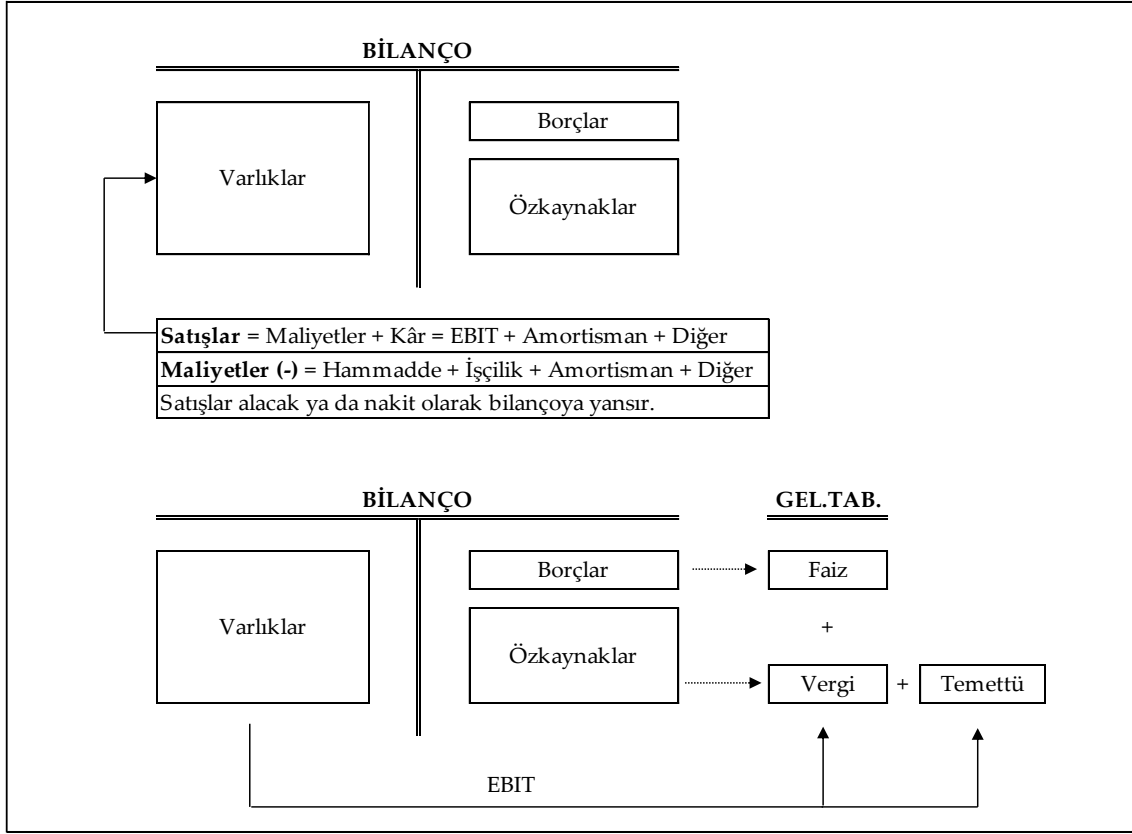
Mattheus T.May ve Christiaan Lamprecht tarafından halka açık şirketler üzerinde yapılan bir çalışmada, 50 farklı EBITDA hesaplama yöntemine rastlanmıştır. Aşağıda tanımsal farklara ilişkin bulgulara ait birkaç örnek yer almaktadır (Mey ve Lamprecht, 2020):

- Faiz, vergi, amortisman ve değer düşüklüğü öncesi kâr,
- Kur farkları hariç faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr,
- Kur farkları, değer düşüklüğü, faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr,
- Şerefiye değer düşüklüğü, faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr,
- Realize olmamış kur farkı geliri dâhil faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr,
- Faiz, vergi, amortisman, değer düşüklüğü zararları, kredilerin realize olmamış kur farkları ve özkaynak olarak muhasebeleştirilen kazançlar öncesi kâr, vb.

4. GELİR TABLOSU ve BİLANÇO YÖNÜYLE EBIT&EBITDA

Gelir tablosundan üretilen ve bilançoya aktarılan EBIT, net kârdan daha kapsamlı olup, bütün kaynaklar üzerinden elde edilen getiriye temsil eder. Bu getiriyle borç ve özkaynakların maliyetleri ile vergiler karşılanmalıdır. EBIT'in üzerine amortismanların ilave edilmesiyle EBITDA'ya ulaşılır.

³ Faaliyet kârı üzerinden hesaplanan değer, faaliyet EBITDA'sı olarak da adlandırılmaktadır.



Şekil 1. EBIT&EBITDA Gelir Tablosu ve Bilanço İlişkisi

Faaliyet kârından hareketle hesaplanan EBITDA işletmenin esas faaliyetlerinden elde edilen kârı temsil eder. Operasyonel net işletme sermayesi de işletmenin esas faaliyetlerinden kaynaklanan net işletme sermayesini ifade etmektedir. Dolayısıyla satışlar, satışların maliyeti ve faaliyet giderleriyle ilgili bilanço'ya yansıyan her tutar operasyonel net işletme sermayesinin bileşenlerini oluşturur. Bunlar da stoklar, alacaklar, faaliyetlere ilişkin ertelenmiş gelir/giderler, alınan avanslar gibi kalemlerdir. Dolayısıyla bu kalemler ve EBITDA arasında bir ilişki söz konusudur (Perek ve Hazır, 2016).

EBITDA/Operasyonel Net İşletme Sermayesi oranının hangi düzeyde olması gerektiği konusunda literatürde net bir bilgi bulunmamaktadır. Ancak uluslararası piyasalar açısından bu oranın %30'un altına inmesi istenmemektedir. Bu iki parametreden herhangi biri negatif değer alırsa oranın hesaplanması anlamsız olur (Perek ve Hazır, 2016).

4.1. Amortismanlar

Amortismanların kayda alınması, amortisman tabi varlığın defter değerinin, amortisman tabi tutarının kullanım ile, kalıntı değerinin ise satılarak geri kazanılacağına beklendiği anlamına gelir (IAS Yorum 21, Karar Gerekçeleri, md.6). Bu da üretim sürecine katılmaları nedeniyle katkı payı olarak mal veya hizmetlerin maloluş unsurlarından biri olan amortismanların rekabetçi fiyatlamaya dâhil edilerek hasılat yoluyla geri kazanılmasıyla gerçekleşmektedir (Güvemli, 1989).

Örnek: Bir işletme stok üretiminde kullandığı makineleri için 100 birim amortisman ayırmış ve ürettiği stokların yarısını %10 kârla vadeli olarak satmıştır. Muhasebe kayıt süreci aşağıdaki gibidir;

| | | |
|---|-----|-----|
| Genel Üretim Giderleri | 100 | |
| Birikmiş Amortismanlar | | 100 |
| Stoklar | 100 | |
| Genel Üretim Giderleri Yansıtma | | 100 |
| Alacaklar | 55 | |
| Satışlar (<i>Amortismanların geri dönüşü</i>) | | 55 |
| Satışların Maliyeti | 50 | |
| Stoklar (<i>Stoklardaki amortismanlar</i>) | | 50 |

Görüldüğü üzere amortismanlar önce stokların maliyet unsurlarından birini oluşturmakta, daha sonra satışların maliyetine geçmekte ve satışlar yoluyla da serbest bir kâr bileşeni olarak bilançoya taşınmaktadır.

EBITDA hesaplanırken amortismanların ilave edilmesinin nedeni amortismanların nakit çıkışı gerektirmeyen kalem olması değil, bilançoda pasif karşılığının⁴ bulunmamasıdır. Burada kullanım ömrü boyunca sabit kıymetlerin maliyetinin kısım kısım çözülmesi söz konusudur. Bu nedenle amortismanların gerçek bir maliyet olduğu unutulmamalıdır.

Doron Nissim, 2019 yılındaki çalışmasında amortismanlarla ilgili olarak Warren Buffett'a ait şu cümleleri alıntılamıştır: "...Nakit çıkışı gerektirmeyen harcama olduğuna bakarak amortismanın gerçekten bir gider olmadığını düşünmek mantıksızdır. Gerçekte amortisman bir giderdir çünkü temsil ettiği nakit harcama, varlık işletmeye yarar sağlamadan önce peşin olarak ödenmiştir. Yılın başında, işletmenin gelecek on yıllık hizmetleri için çalışanlarının ücretlerini peşin olarak ödediğini varsayın. Gelecek dokuz yılda bunun karşılığı, cari yılın peşin ödenmiş varlığının indirimi şeklinde nakit olmayan bir gider olacaktır..." (Nissim, 2019).

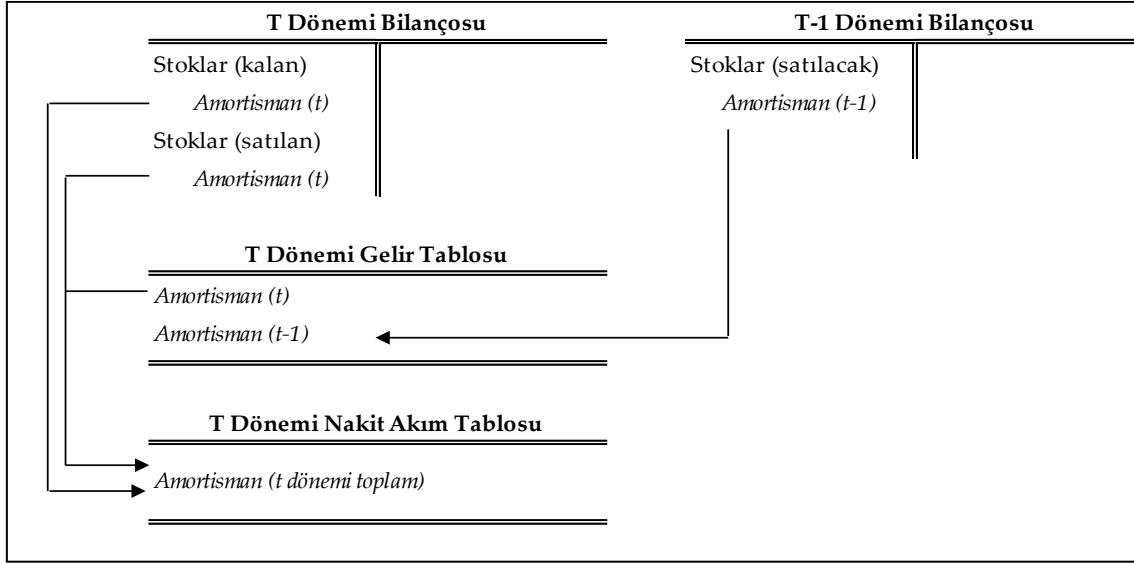
Aşağıda amortismanların neden faaliyet kârına ilave edilmesi gerektiğine ilişkin açıklayıcı bir örnek yer almaktadır. İşletmenin 100 birim kredi ile stok, 200 birim kredi ile makine aldığını, stoklarını 130 birime sattığını, 5 birim faaliyet giderine katlanıldığını ve ikinci alternatifte ilaveten makine için 20 birim amortisman ayırdığını varsayalım (vergi etkisi ihmal edilmiştir);

⁴ Yükümlülük karşılığı bulunan varlık, amortismanına tabi sabit kıymetin kendisidir. Yükümlülük normal şartlarda sabit kıymet satışı ile kapatılmayacağı için kârla ödenmesi gerekmektedir. Amortisman fonları da çok kısa vadeli olmak şartıyla bu yükümlülüklerin kapatılmasında kullanılabilir. Ancak sürdürülebilir kârlılık açısından bu durumun devamlılığı sakıncalıdır.

| Amortisman Yok | | | | Amortisman Var | | | |
|----------------|-----|--------|-----|-------------------|-----|--------|-----|
| Stok | 100 | Kredi1 | 100 | Stok | 120 | Kredi1 | 100 |
| Makine | 200 | Kredi2 | 200 | Makine | 180 | Kredi2 | 200 |
| <hr/> | | | | <hr/> | | | |
| Alacak | 130 | Kredi1 | 100 | Alacak | 130 | Kredi1 | 100 |
| <i>Maliyet</i> | 100 | | | <i>Maliyet</i> | 100 | | |
| <i>Kar</i> | 30 | | | <i>Kar</i> | 10 | | |
| | | | | <i>Amortisman</i> | 20 | | |
| Makine | 200 | Kredi2 | 200 | Makine | 180 | Kredi2 | 200 |
| | | Kâr | 30 | | | Kâr | 10 |
| <hr/> | | | | <hr/> | | | |
| Alacak | 125 | Kredi1 | 100 | Alacak | 125 | Kredi1 | 100 |
| <i>Maliyet</i> | 100 | | | <i>Maliyet</i> | 100 | | |
| <i>Kar</i> | 25 | | | <i>Kar</i> | 5 | | |
| | | | | <i>Amortisman</i> | 20 | | |
| Makine | 200 | Kredi2 | 200 | Makine | 180 | Kredi2 | 200 |
| | | Kâr | 25 | | | Kâr | 5 |

Buna göre eğer amortismanlar faaliyet kârına ilave edilmemiş olsaydı pasif yükümlülüğü olmayan 25 birimlik fon yerine 5 birimlik fon hesaplanmış olurdu. Fiyatlamaya dâhil edilmeyen ve doğrudan faaliyet giderleri içerisinde yer alan amortismanlar durumu değiştirmez.

Muhasebe kayıtlarına göre dönem amortismanlarının bir bölümü stoklar üzerinde kalmaya devam etmekte, bir bölümü de satışların maliyetinde yer almaktadır. Nakit akış tablosundaki amortismanlara sadece ilgili dönem stoklarına yüklenenler ve bunların ilgili dönemde giderleştirilen kısımları dâhil olup, bir önceki dönem amortismanları dâhil değildir. Dolayısıyla dönem başı stoku ile dönem sonu stoku arasında fark varsa işletmelerin gelir tablosu dipnotlarından elde edilen amortismanlar ile nakit akım tablosundan elde edilen amortismanlar farklı olabilir. (Nissim, 2019). Aşağıdaki şekil üzerinde T döneminde satılan T ve T-1 dönemine ait stoklar üzerindeki amortismanların gelir tablosu ve nakit akış tablosuna ne şekilde yansıtacağı gösterilmiştir:



Şekil 2. Amortismanların Gelir Tablosu ve Nakit Akış Tablosundaki Yansımaları

Aşağıda gelir tablosu ve nakit akım tablosunda yer alan amortismanların farkını göstermek amacıyla Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.'nin 31.12.2020 tarihli finansal tablolarından elde edilen bilgilere yer verilmiştir:

| Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. (Bin TL) | | | |
|--|-------------------|---|-------------------|
| Nakit Akım Tablosu | 31.12.2020 | Maddi Duran Varlıklar | 31.12.2020 |
| Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler | 916.575 | Cari dönem amortismanı | 726.697 |
| | | Maddi Olmayan Duran Varlıklar | |
| | | Cari dönem itfa payı | 148.018 |
| Gelir Tablosu | | Kullanım Hakkı Varlıkları | |
| Amortisman ve itfa payı giderleri | 914.436 | Cari dönem amortisman ve itfa giderleri | 41.860 |
| | | TOPLAM | 916.575 |

Kaynak: <https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/finansal-raporlar/finansal-raporlar>

Stoklar üzerinde bekleyen amortismanlar henüz kâra dönüşmediği için EBITDA hesaplanırken gelir tablosuna yansıyan amortismanlar kullanılmalıdır.

4.2. Kredi Kur Farkları ve Aktifleştirilen Faizler

Kredi kur farkı giderlerinin faiz gibi düşünülmesi anlamlı değildir. Bunların faiz olarak düşünülebilmesi sadece IAS 23 Borçlanma Maliyetleri standardı kapsamındaki hususlara göre mümkündür. IAS 23'e uygun olarak aktifleştirilmiş faiz ya da faiz niteliğinde kur farkı varsa bu tutarlar artık varlık maliyetinin bir parçasıdır.

Faiz karşılama oranı hesaplamasının amacı işletmelerin ödeme gücünü ölçmek olduğundan, gerçek resmi görebilmek için aktifleştirilen ve giderleştirilen tüm faiz giderlerinin dikkate alınması gerekir (CFA Institute, 2020). Varlık getirileri hesaplanırken ise, aktifleştirilen bu tutarlar maliyet unsuru olarak düşünülmelidir.

Faiz tanımını karşılamayan kur farklarının ne şekilde ele alınacağı da EBIT'i dar kapsamlı ya da geniş kapsamlı hesaplama yöntemine göre değişecektir. Dar kapsamlı hesaplama kur farklarını EBIT'in dışında tutarken, geniş kapsamlı hesaplama kur farkları da dâhil edilmektedir. Bu da

geniş kapsamlı hesaplamaların kullanıldığı borç servis oranlarında mükerrerliğe sebebiyet verebilir.

5. NAKİT AKIŞ TABLOSU YÖNÜYLE EBIT&EBITDA

IAS 7 Nakit Akış Tablosu standardına göre nakit akış tabloları doğrudan yöntem ve dolaylı yöntem olmak üzere iki türlü raporlanmaktadır. Doğrudan yöntemde raporlamaya net satışlardan başlanmakta, dolaylı yöntemde ise net kârdan başlanmaktadır (IAS 7:19 ve 20). Aşağıda doğrudan yönteme göre düzenlenen nakit akış tablosundan EBITDA'nın⁵ elde edilmesine yönelik bir örnek yer almaktadır. Buna göre işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akışı EBITDA'nın, net işletme sermayesindeki değişimin, faizin⁶ ve verginin fonksiyonudur.

Örnek: Bir işletmenin 500 birim satış karşılığında 300 birim maliyete ve 50 birim genel yönetim giderine katlandığını, satış maliyetlerinin 20 biriminin amortismanlardan meydana geldiğini, 15 birim faiz ve 5 birim vergi ödediğini, net 30 birim de çeşitli gelirlerinin bulunduğunu varsayalım. İlaveten bu işletmenin operasyonel net işletmesindeki artışın da toplam 24 birim olduğunu ele alırsak nakit akış tablosu aşağıdaki gibi olacaktır:

| İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı | 156 | İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı | 156 |
|--------------------------------------|------------|---|------------|
| Satışlar | 500 | EBITDA = EBIT (150) + Amortisman (20) | 170 |
| Satışların Maliyeti | -300 | | |
| Faaliyet Giderleri | -50 | | |
| Amortisman Giderleri | 20 | | |
| Ticari Alacaklardaki Değişim | -15 | Net İşletme Sermayesindeki Değişim (Banka ve finansal kurum borçları hariç) | -24 |
| Stoklardaki Değişim | 1 | | |
| Ticari Borçlardaki Değişim | -10 | | |
| Ödenen Vergiler | -5 | Ödenen Vergiler | -5 |
| Faiz Giderleri | -15 | Faiz Giderleri | -15 |
| Diğer Gelirler ve Giderler Net | 30 | Diğer Gelirler ve Giderler Net | 30 |
| İşletmenin Net Karı | 160 | İşletmenin Net Karı | 160 |

EBITDA tahakkuk esaslı olduğundan tek başına nakdi temsil etmez ve kâr kalitesi hakkında fikir vermez (Hong Kong Institute of Bankers, 2012). Kâr kalitesi kârın ne ölçüde nakde döndüğü ile ilgilidir.

İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışını EBITDA'ya oranladığımız zaman operasyonel kâr kalitesi hakkında bilgi sahibi oluruz (Bodur, 2016). EBITDA vergi öncesi olduğu için pay ve paydadaki uyumun sağlanması için işletme faaliyetlerinden nakit akışının da vergi öncesi hesaplanması gerekir. Buna göre;

- Oran = 1 ise, EBITDA'nın tamamı nakde dönmüş demektir.
- Oran < 1 ise, EBITDA'nın tamamı nakde dönmemiş demektir. Varlıklara bağlanmış ya da borç ödemelerinde kullanılmış olabilir.

⁵ Amortismanlarla ilgili bölümde detaylıca bahsedildiği üzere, nakit akış tablosunda yer alan amortisman giderleri ile gelir tablosunda yer alan amortisman giderleri farklı olabilir. Bu durum, dönem başı ve dönem sonu stokları arasındaki farkla ilgilidir. Eğer fark söz konusu ise, nakit akım tablosundan hesaplanan değer EBITDA değildir. Çünkü nakit akış tablosundaki amortismanlar stok maliyetlerini de içerir. Stok maliyeti niteliğinde olan amortismanlar henüz kâra dönmemiştir. Ancak örnekte farklılıklar göz ardı edilmiştir.

⁶ IAS 7 Nakit Akış Tablosu standardına göre, finansal kurumlar dışındaki işletmeler açısından faiz gelirleri ve faiz giderlerinin nakit akış tablosunun hangi bölümünde sınıflandırılması gerektiği konusunda görüş birliği bulunmamaktadır.

c. Oran > 1 ise, EBITDA'nın tamamı nakde döndüğü gibi, geçmiş dönemden gelen tahsilatlar da var demektir.

Yukarıdaki oranların (esasen katsayıların) işletmenin likidite oranları ile birlikte yorumlanması gerekir. Yüksek alacak tahsil süresi ve yüksek stok devir süresi ile çalışan bir işletmenin net işletme sermayesinde değişim olmazsa likidite oranları düşük ancak nakit akış oranları yüksek çıkabilir.

6. EBIT mi EBITDA mı?

Amortismanlar, mevcut yatırımların karlılığının devam ettirilebilmesi için duran varlıkların yenileme fonu olarak kullanılmakta ve yeniden yatırım oranının hesaplanmasında sabit kıymet harcamalarından mahsup edilmektedir (Damodaran, 2021). Amortismanların belirli bir birikime ulaştıktan sonra kullanım dışı kalan sabit varlıkların yenilenmesinde kullanılması, amortismanların önce fon kaynağı olarak ortaya çıkmasına, daha sonra da temel işlevine uygun kullanıma dönüşmesine neden olur (Güvemli, 1989).

Yüksek tutarda amortisman gideri bulunan işletmelerin yüksek düzeyde devam eden sermaye harcamaları vardır. Şayet amortismanlardan elde edilen nakit akışları borç ödemelerinde kullanılırsa, işletmelerce yapılan yeniden yatırımlar gelecekte büyüme yaratmak veya mevcut varlıkları sürdürmek için yetersiz kalacaktır. Eğer önemli boyuttaki amortisman giderleri sermaye yatırımı yapmaktan ziyade borç ödemelerinde kullanılırsa bu durum işletmelerin büyüme olasılıklarını riske atar (Damodaran, 2014).

Ancak işletmeler zamanlamayı kısa süreliğine esneterek önemli düzeydeki sermaye harcamalarını erteleyebilmekte ve amortisman fonlarını borç ödemesinde kullanabilmektedir. Bu gibi kısa vadeli analizlerde EBITDA kullanılabilir. Ancak emek yoğun ve sermaye yoğun işletmelerin kıyaslanması halinde EBIT kullanılmalıdır. Çünkü EBITDA amortismanları içermez ancak işgücü maliyetlerini içerir. (Nissim, 2019)

7. KARŞILAMA ORANLARI

Kaldıraç oranları işletmenin tasfiyesi halinde borç verenlerin emniyet marjını ifade ederken, karşılama oranları işleyen teşebbüs durumunda nakit akışlarının emniyet marjını ifade etmektedir (American Bankers Association Part 1, 2012).

Karşılama oranları çoğunlukla faiz karşılama oranı ve borç servisi karşılama oranı olmak üzere iki türdür. Temettü ve kira ödemelerinin ilave edilmesiyle borç servisi karşılama oranı daha kapsamlı olarak da hesaplanabilmektedir.

Gerek faiz karşılama, gerekse de borç servisi karşılama oranları nakit akışlarını dikkate almadıkları için eleştiriye açıktır. Kısa vadede nakit akışlarının kullanımı ihtiyari olabilir ancak uzun vadede sürdürülebilir büyüme amaçlayan işletmelerin hesaplamalarda nakit akışlarını da dikkate almaları gerekir (Damodaran, 2012). Diğer oranlar *yüzde* olarak ifade edilmesine rağmen karşılama oranları *kez* ya da *defa* olarak ifade edilirler (Damodaran, 2014).

7.1. Faiz Karşılama Oranı

Bir işletmenin borç ödeme gücünü yansıtan oranlar arasında EBIT/Faiz Giderleri yer almaktadır. Bu oran yıllık faaliyet kârının borç servisinin temel fon kaynağı olabileceği fikrine dayanarak geliştirilmiştir. Bu ilişkide ortaya çıkabilecek herhangi önemli bir değişim borç ödeme gücündeki zorluklara işaret edebilmektedir. Kârlarda görülen önemli dalgalanmalar risk unsurlarından bir tanesidir (Helfert, 1997).

Oranın yüksek çıkması işletmenin iflas etme olasılığının düşük olduğunu gösterir, çünkü yıllık kâr tutarı faiz yükümlülüklerinden fazladır. Bu oran, işletmenin borçlanma kapasitesinin

değerlendirilmesinde kullanılır ve tahvil notunun en temel belirleyicisidir (Bodie, Kane ve Marcus, 2014). Oranın 1'in üzerinde olması istenir. Oran 1'e eşit olursa işletmenin borç servisi oranı 1'in altına inecektir. Çünkü borç servisi oranının paydasında faizler birlikte anapara borcu da yer almaktadır.

Bu oran kesrin payına EBITDA ya da serbest nakit akışları, paydasına da anapara ödemeleri konularak modifiye de edilebilmektedir. Standard and Poor's tarafından faiz karşılama oranı vergi öncesi EBIT ya da EBITDA'nın faiz giderlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Bruner, 2004).

Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, güçlü korelasyon sadece faiz karşılama oranı ve derecelendirme arasında söz konusu değildir. Aynı zamanda faiz karşılama oranı ile, borç servisi karşılama oranı ve fon akım oranları gibi analizde kullanılan diğer oranlar arasında da korelasyon mevcuttur (Damodaran, 2014).

İşletmelerin derecelendirilmesinde önemli bir role sahip olan faiz karşılama oranına bakılarak sentetik not üretilir. Geçmiş dönem performansından ve nitel değerlendirmelerden ziyade firmaların sadece finansal oranlarına göre derecelendirilmesine sentetik derecelendirme adı verilmektedir⁷. Aşağıda Amerika'da finansal kurumlar haricinde derecelendirilmiş tüm küçük ve büyük ölçekli işletmeler için EBIT üzerinden hesaplanan faiz karşılama oranı aralıkları, derecelendirme notları ve temerrüt marjları yer almaktadır⁸:

Tablo 1. Faiz Karşılama Oranları ve Sentetik Derecelendirme Notları

| Küçük Ölçekli İşletmeler | | | Büyük Ölçekli İşletmeler | | |
|--------------------------|--------|--------|--------------------------|--------|--------|
| Faiz Karşılama Oranı | Rating | Spread | Faiz Karşılama Oranı | Rating | Spread |
| > 12.5 | AAA | 0.75% | > 8.5 | AAA | 0.75% |
| 9.5 - 12.5 | AA | 1.00% | 6.5 - 8.5 | AA | 1.00% |
| 7.5 - 9.5 | A+ | 1.50% | 5.5 - 6.5 | A+ | 1.50% |
| 06.07.2005 | A | 1.80% | 4.25 - 5.5 | A | 1.80% |
| 04.05.2006 | A- | 2.00% | 03.04.2025 | A- | 2.00% |
| 3.5 - 4.5 | BBB | 2.25% | 02.05.2003 | BBB | 2.25% |
| 03.03.2005 | BB | 3.50% | 02.02.2005 | BB | 3.50% |
| 02.05.2003 | B+ | 4.75% | 1.75 - 2 | B+ | 4.75% |
| 02.02.2005 | B | 6.50% | 1.5 - 1.75 | B | 6.50% |
| 01.05.2002 | B- | 8.00% | 1.25 - 1.5 | B- | 8.00% |
| 1.25 - 1.5 | CCC | 10.00% | 0.8 - 1.25 | CCC | 10.00% |
| 0.8 - 1.25 | CC | 11.50% | 0.65 - 0.8 | CC | 11.50% |
| 0.5 - 0.8 | C | 12.70% | 0.2 - 0.65 | C | 12.70% |
| < 0.5 | D | 14.00% | < 0.2 | D | 14.00% |

7.2. Borç Servisi Karşılama Oranı

Borç servisi, krediyi güncel tutmak için gerekli olan yıllık ödemelerin toplamı olup, anapara ve faiz ödemelerinden meydana gelmektedir. (Mortgage Bankers Association of America, 2002). Sabit giderlerin karşılama noktasında ise bu hesaplama temettüleri ve kira ödemeleri⁹ de dâhil edilebilir (American Bankers Association Part 1, 2012). İşletmelerde borç servisinin kaç defa

⁷ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/synrating.htm

⁸ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html

⁹ IFRS 16'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte kiracının dayanak varlığa ilişkin borçları bilançoda finansal borç olarak izlenmeye başlamıştır.

karşılındığı ölçülürken sabit kıymet finansmanında kullanılan kredilerinin anapara ve faizleri ile işletme kredilerinin sadece faizleri dikkate alınmalıdır.

Borç servisi karşılama oranı vergi sonrası hesaplanmak istenirse aşağıdaki gibi formüle edilir (Helfert, 1997):

$$\text{Borç Servisi Karşılama Oranı} = \frac{\text{EBIT (1-vergi oranı)}}{\text{Faiz Giderleri (1-vergi oranı) + Anapara Ödemeleri}}$$

Dönen varlıkların nakde dönüşümü ile kısa vadeli krediler ödenirken, uzun vadeli yatırım kredilerinin geri ödemeleri aşkın getirinin nakde dönüşümüyle gerçekleşir. Uzun vadeli işletme kredileri ise genellikle nakit üretme gücü zayıf olan ve büyüyen işletmeler tarafından kullanılmaktadır. Nakit üretme gücü zayıf olan bu şirketlerde vadesi gelen işletme kredilerinin anaparaları alıkonulmuş kârlarla ya da refinansmanla geri ödenir (American Bankers Association Part 2, 2012).

Aşağıda Ford Otomotiv A.Ş.'nin 2020 ve 2019 dönemlerine ait bilanço¹⁰ ve gelir tablosu verileri yer almaktadır. Uzun vadeli kredilerin tamamının duran varlık finansmanında kullanıldığı varsayımıyla hareket edilerek borç servis oranları hesaplanmıştır. Vergi oranı %20 kabul edilmiştir.

| Ford Otomotiv San.A.Ş. | | | | Ford Otomotiv San.A.Ş. | | |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------------------|------------------|------------------|
| Bilanço (Bin TL) | 31.12.2020 | 31.12.2019 | 31.12.2018 | Gelir Tablosu (Bin TL) | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
| Dönen Varlıklar | 17.604.522 | 10.156.798 | 7.395.461 | Hasılat | 49.451.407 | 39.209.019 |
| Duran Varlıklar | 6.744.657 | 6.249.574 | 5.788.979 | Maliyet ve Giderler | -44.645.746 | -36.786.991 |
| Aktif Toplamı | 24.349.179 | 16.406.372 | 13.184.440 | Esas Faaliyet Kârı | 4.805.661 | 2.422.028 |
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar | 2.240.949 | 2.589.213 | 2.030.806 | Net Yatırım Gelirleri | 1.190 | -1.225 |
| U.V. Fin.Borçların K.V.Kısmı | 1.691.932 | 1.058.897 | 773.457 | Faiz Gelirleri | 423.964 | 130.798 |
| Diğer Kısa Vadeli Kaynaklar | 8.547.900 | 4.997.261 | 4.415.349 | Faiz Giderleri | -199.692 | -84.684 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar | 4.147.993 | 2.559.936 | 1.678.554 | Finansman Kur Farkı Giderleri | -2.328.740 | -1.539.611 |
| Diğer Uzun Vadeli Kaynaklar | 676.503 | 536.144 | 393.035 | Finansman Kur Farkı Gelirleri | 1.431.390 | 1.054.803 |
| Özkaynaklar | 7.043.902 | 4.664.921 | 3.893.239 | Diğer Gelirler ve Giderler | 100.939 | -1.383 |
| Pasif Toplamı | 24.349.179 | 16.406.372 | 13.184.440 | Vergi Öncesi Kâr | 4.234.712 | 1.980.726 |
| | | | | Vergi Gideri | -39.799 | -21.242 |
| | | | | Net Kâr | 4.194.913 | 1.959.484 |

¹⁰ 773.457 TL'lik kısa vadeli kredinin 2019 yılında ödeneceğini gösterebilmek için 2018 yılı bilançosuna da yer verilmiştir.

| | 2020 | | 2019 | |
|-------------------|-----------|---------------|---------|---------------|
| | Anapara | Faiz(1-vergi) | Anapara | Faiz(1-vergi) |
| Yatırım Kredileri | 1.058.897 | 159.754 | 773.457 | 67.747 |
| İşletme Kredileri | - | | - | |

Net Kâr Üzerinden:

| | | |
|-----------------|-----------|-----------|
| EBIT (1-vergi) | 3.547.523 | 1.652.328 |
| Borç Servisi | 1.218.651 | 841.204 |
| Karşılama Oranı | 2,91 | 1,96 |

Faaliyet Kârı Üzerinden:

| | | |
|-----------------|-----------|-----------|
| EBIT (1-vergi) | 3.844.529 | 1.937.622 |
| Borç Servisi | 1.218.651 | 841.204 |
| Karşılama Oranı | 3,15 | 2,30 |

Kaynak: <https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/finansal-raporlar/finansal-raporlar>

Oran 1'in altına inerse işletme, sabit yükümlülüklerini karşılayabilmek için ilave kaynaklara ihtiyaç duyacaktır (American Bankers' Association Part 1, 2012).

8. GETİRİ ORANLARI

Bu metrikler üzerinden hesaplanan getiri oranları iki ana grupta ele alınmaktadır. Bunlardan ilki aktif getirisi, diğeri ise yatırılan sermayenin getirisidir. Yatırılan sermaye, bilanço pasifindeki faizli borçları ve özkaynakları ifade eder. Sermaye maliyeti hesaplanırken de faizli borçlar ve özkaynaklar dikkate alındığı için, yatırılan sermayenin getirisi ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) karşılaştırılabilir niteliktedir.

8.1 Aktif Getirisi (ROA)

ROA değeri hesaplanırken kesrin payında EBIT'in vergi öncesi değeri, EBIT(1-vergi oranı) şeklindeki vergi sonrası değeri ya da Net Kâr + Faiz Giderleri(1-vergi oranı) yer alabilmektedir. Hatta bu oran, sadece işletmeye borç verenleri ilgilendirmemesine rağmen kimi zaman kesrin payında sadece Net Kâr tutarı dahi kullanılabilir. Maalesef birçok önemli finansal oranın standart bir tanımı bulunmamaktadır (Bodie, Kane ve Marcus, 2014).

Net kâr rakamı faiz ve vergi sonrası faaliyetlerin nihai sonucudur. Bu nedenle de işletmenin borçlanma yapısından etkilenir. Bu nedenle de aktif kârlılığı hesaplanırken Net Kâr yerine işletmeye konulan tüm sermayeyi temsil eden EBIT kullanılmalıdır. (Helfert, 1997). Amortismanlar sürdürülebilir kârlılık için gerekli olduğundan EBITDA yerine EBIT'in kullanılması daha doğru sonuç verir.

ROA hesaplamasında kullanılan EBIT'in faaliyet kârı üzerinden mi yoksa net kâr üzerinden mi hesaplanması gerektiği konusunda da farklı uygulamalar söz konusudur. Bu konuda Çek Cumhuriyeti'ndeki en büyük 100 şirketin verileri kullanılarak yapılan araştırma sonuçlarına göre net kâr üzerinden hareket edilmesinin daha uygun olduğu sonucuna varılmıştır (Strouhal, Kljucnikov, Vincurova ve Stamfestova, 2018).

ROA değeri hesaplanırken göz önünde bulundurulması gereken bir husus da kesrin paydasında yer alan aktif tutarı için hangi dönemin ve yöntemin dikkate alınması gerektiğidir. EBIT dinamik bir değer olduğu için kesrin paydasında da dönem başı ve dönem sonu ortalamasının alınması daha uygundur. Hatta zaman aralığı daraltılarak aylık, üç aylık veya altı aylık ortalamalarla ulaşılan değerler daha anlamlıdır. Aşağıda Ford Otomotiv A.Ş. için vergi sonrası hem geniş

kapsamlı hem de dar kapsamlı EBIT üzerinden hesaplanan ROA değerleri yer almaktadır. Hesaplamalarda aktif ortalaması esas alınmıştır:

| Ford Otomotiv San.A.Ş. | | | | | |
|------------------------------|-------------------|-------------------|------------------------------|------------|------------|
| Ortalama Bilanço (Bin TL) | 31.12.2020 | 31.12.2019 | | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
| Dönen Varlıklar | 13.880.660 | 8.776.129 | EBITnet kâr (1-vergi oranı) | 3.547.523 | 1.652.328 |
| Duran Varlıklar | 6.497.116 | 6.019.277 | EBITfaal.kâr (1-vergi oranı) | 3.844.529 | 1.937.622 |
| Aktif Toplamı | 20.377.776 | 14.795.406 | | | |
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar | 3.790.496 | 3.226.186 | ROAnet kâr | 17,41% | 11,17% |
| Diğer Kısa Vadeli Kaynaklar | 6.772.581 | 4.706.305 | ROAfaaliyet kâr | 18,87% | 13,10% |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar | 3.353.965 | 2.119.245 | | | |
| Diğer Uzun Vadeli Kaynaklar | 606.322 | 464.590 | | | |
| Özkaynaklar | 5.854.412 | 4.279.080 | | | |
| Pasif Toplamı | 20.377.776 | 14.795.406 | | | |

Kaynak: <https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/finansal-raporlar/finansal-raporlar>

ROA değeri tüm varlıkların ve dolayısıyla tüm kaynakların üzerinden hesaplanan değerdir. Sermaye maliyeti ise sadece faizli borçlar için hesaplanır. Bu nedenle ROA değeri ile sermaye maliyetinin karşılaştırılması uygun değildir (Damodaran, 2007).

Kaynak yapısında ticari borçlar, avans hesapları ve ertelenmiş gelirler gibi faizsiz kalemlerin olması halinde bulunan değer sermaye maliyetinden düşük olacaktır. Sermaye maliyeti ile karşılaştırma yapabilmek için ROC ya da ROIC değerinin hesaplanması gerekir.

ROA değeri Du-Pont modelinden yola çıkarak EBIT marjı ve aktif devir hızı çarpanları ile de açıklanabilir. Buna göre;

$$ROA = \frac{EBIT}{Satışlar} \times \frac{Satışlar}{Ortalama Varlıklar}$$

$$EBIT \text{ Marjı} = \frac{ROA}{Aktif Devir Hızı}$$

Yukarıdaki eşitliğe göre EBIT marjı, ROA ile doğru orantılı ancak aktif devir hızı ile ters orantılıdır. Dolayısıyla bir işletmenin EBIT marjı artıyorsa aktif devir hızı düşüyor olabilir.

8.2 Sermaye Getirisi (ROC ya da ROIC)

ROIC değeri, ROA'dan bir bakıma farklıdır. Burada, yaratılan kâr, faizli borçlar¹¹ ve özvarlıklar ile ilişkilendirilir. Aynı sektörde faaliyet gösteren işletmeler arasında bu oran yardımıyla yatırılan sermayenin ne ölçüde kârlı kullanıldığı konusunda kıyaslama yapılabilir (Khan ve Jain, 2004). Gerek ROIC değeri, gerekse de ROA değeri hesaplanırken varlıkların ve borçların piyasa değerleri değil, defter değerleri kullanılır (Damodaran, 2007).

¹¹ Birçok kaynakta 'faizli borç' yerine 'uzun vadeli borç' ifadesi kullanılmaktadır. Esasen borcun kısa ya da uzun vadeli olması değil, faize maruz kalan borcun olup olmadığı yani borca faiz yürütülüp yürütülmediği önemlidir. Bu nedenle sermaye maliyeti hesaplanırken kısa vadeli banka kredileri de dikkate alınmalıdır (Öztürk, 2019). Ticari borçlara genellikle faiz yürütülmez, yürütülse bile bu faizler fiyatlamaya dâhil edilerek bilanço'ya taşındığından ticari borçlar için sermaye maliyeti hesaplanmaz (Sipahi, 2016). Bu nedenle çalışmada 'uzun vadeli kaynak' yerine 'faizli borç' ibaresinin kullanılması tercih edilmiştir.

| Ford Otomotiv San.A.Ş. | | |
|------------------------------|-------------------|-------------------|
| Ortalama Bilanço (Bin TL) | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
| Dönen Varlıklar | 13.880.660 | 8.776.129 |
| Duran Varlıklar | 6.497.116 | 6.019.277 |
| Aktif Toplamı | 20.377.776 | 14.795.406 |
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar | 3.790.496 | 3.226.186 |
| Diğer Kısa Vadeli Kaynaklar | 6.772.581 | 4.706.305 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar | 3.353.965 | 2.119.245 |
| Diğer Uzun Vadeli Kaynaklar | 606.322 | 464.590 |
| Özkaynaklar | 5.854.412 | 4.279.080 |
| Pasif Toplamı | 20.377.776 | 14.795.406 |

| | 31.12.2020 | 31.12.2019 |
|-------------------------------------|------------|------------|
| EBITnet kâr (1-vergi oranı) | 3.547.523 | 1.652.328 |
| EBITfaal.kâr (1-vergi oranı) | 3.844.529 | 1.937.622 |

| Ortalama Yatırılan Sermaye | 12.998.872 | 9.624.511 |
|----------------------------|------------|-----------|
|----------------------------|------------|-----------|

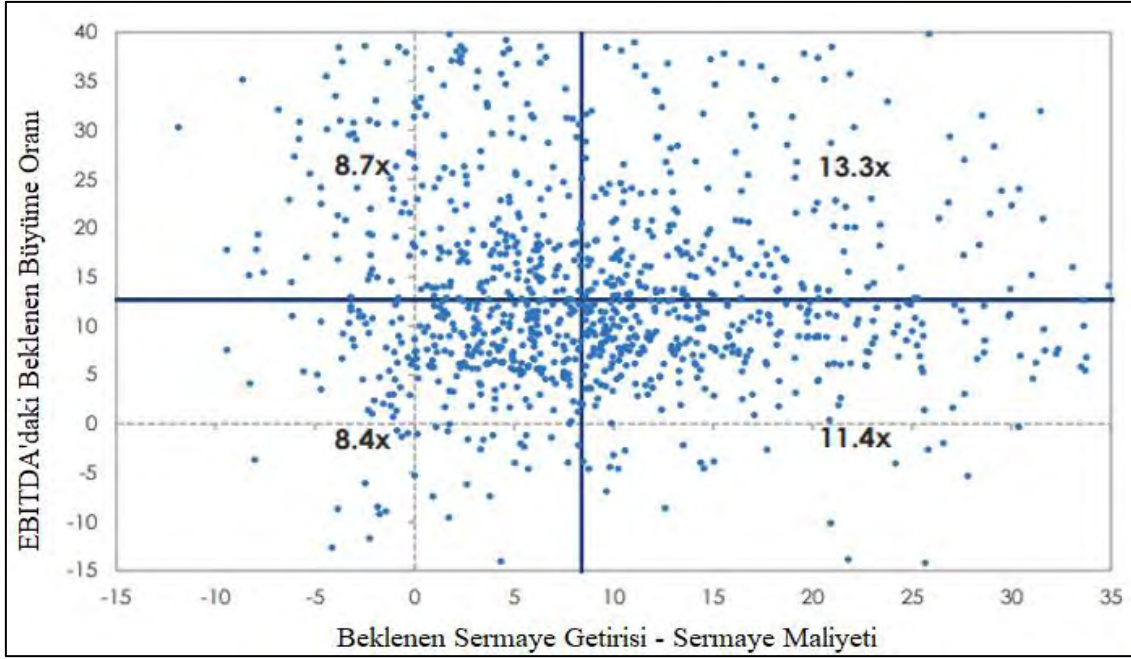
| ROICnet kâr | 27,29% | 17,17% |
|------------------|--------|--------|
| ROICfaaliyet kâr | 29,58% | 20,13% |

Kaynak: <https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/finansal-raporlar/finansal-raporlar>

Bulunan ROIC değeri ile WACC karşılaştırılabilir. ROIC değerinin WACC'ın üzerinde olması ekonomik kârlılığı gösterir. ROIC ve WACC karşılaştırması imalat, tüketim ürünleri ve perakende gibi sermaye yoğun sektörlerde firma performansını değerlendirmek için önemlidir. Yazılım geliştirme ve hizmetler gibi düşük sermaye gereksinimi duyan sektörlerde ise ROC görece daha yüksek sonuçlar vermektedir. Bu nedenle, sektörleri ROIC ve WACC oranları açısından değerlendirirken her sektörün sermaye yoğunluğunu dikkate almak gerekmektedir (İstanbul Sanayi Odası, 2017).

Birçok yatırımcı, şirket değerlendirme çarpanı olarak EBITDA'dan yararlanmakta ve buna bakarak şirketin değerinin altında mı yoksa üzerinde mi işlem gördüğüne karar vermektedir. Ancak yapılan araştırmalar işletme değerinin sadece EBITDA'daki büyüme oranından değil, ROIC-WACC spreadinin büyüklüğünden de etkilendiğini göstermiştir. Aşağıda Michael Mauboussin tarafından 2016 yılında yapılan bir araştırma sonucunda değerlemenin itici gücünün yatırılan sermayenin getirisi olduğunu gösteren bir dağılım grafiği yer almaktadır¹²:

¹² <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/04/23/how-evebitda-misleads-investors/?sh=6eee225c7493>



Şekil 3. Şirket Değerlemesinde EBITDA ve ROIC İlişkisi

Tabloya göre yüksek büyüme ve yüksek ROIC spreadine sahip işletmeler 13.3 çarpan diliminde iken, yüksek büyüme ve düşük ROIC spreadine sahip işletmeler 8.7 çarpan dilimindedir. Dolayısıyla sadece EBITDA artışına bakarak karar verilmesi yanıltıcı olur. (Bluemountain Investment Research, 2018). Araştırma sonuçları 2016 yılına ait olup, çarpan değerleri değişse bile temel mantık aynı kalmaktadır.

9. SONUÇ

EBIT işletme kârlılığının göstergesi olarak kullanılır. Birçok yerde faaliyet kârı ile eş anlamlı olarak kullanılan bu kavramın, faaliyet dışı gelir ve giderlerin etkisi nedeniyle faaliyet kârı ile aynı anlama gelmediğini savunan görüşler de mevcuttur. Bu nedenle EBIT geleneksel olarak faaliyet kârı üzerinden veya net kâr üzerinden hesaplanmaktadır. EBIT'e amortisman ve itfa giderlerinin ilave edilmesiyle EBITDA'ya ulaşılır.

EBIT, yatırım harcamaları ve sermaye varlıklarının sürdürülmesinde kullanılması nedeniyle amortisman ve itfa giderlerini kâr unsuru olarak dikkate almaz. Bu nedenle de düşük düzeyde sermaye harcamaları bulunan işletmelerde EBIT yerine EBITDA kullanılabilir. Hangi yöntem veya hangi ölçüt kullanılırsa kullanılsın, bu parametreler nihai kâr değildir ve bu nedenle de performans ölçümlerinde kullanılmaları hatalı kararlara yol açabilir. Nitekim geçmişte EBITDA'ya fazla anlam yükleyen yatırımcıların uğradığı zararlar önemli boyuttadır.

Non-GAAP metrikler arasında yer alan EBIT ve EBITDA hesaplamalarında tekdüze bir uygulama olmadığı için, bunların ne tür analizlerde kullanılması gerektiği konusunda ortak bir zemin bulunmamaktadır. Bu değerlerin hesaplanmasına ve kullanımına ilişkin temel öneriler 5 madde halinde aşağıdaki gibi özetlenebilir:

a. EBIT ve EBITDA kâr performansının ölçümü konusunda kullanılması gereken nihai değerler değildir. Çünkü varlık ve sermaye yapısındaki farkları dışlamak amacıyla faiz ve amortisman gibi dikkate alınmayan giderler gerçek ve önemli giderlerdir. İlaveten varlık ve sermaye yapılarındaki farkların temsilcileri sadece faiz ve amortisman değildir. UMS 8 kapsamında tercih

edilen muhasebe politikalarındaki diğer farklılıklar da bunda etkilidir. Bu nedenle genel kabul görmüş ilkelere göre hesaplanan kârlar göz ardı edilmemelidir.

b. Bu parametreler esasen net kârdan önceki ara ölçü niteliği taşımaktadır ve net kâr öncesini temsil eden kaynak getirisi ya da borç ve faiz ödeme gücü hesaplamalarında kullanılmaları daha anlamlıdır. Hesaplamalar hem net kâr hem de faaliyet kârı üzerinden yapılarak farklar analiz edilmelidir.

c. Kısa vadeli analizlerde EBITDA kullanılabilir. Ancak uzun vadeli analizlerde mutlaka EBIT kullanılmalıdır. Çünkü uzun vadede sürdürülebilir kârlılık ve büyüme hedeflerinin gerçekleştirilebilmesi için duran varlıkların bakımının yapılması ve yenilenmesi gerekir. Bu harcamalarda öncelikle amortisman fonlarından yararlanılmalıdır.

d. EBIT ve EBITDA nakit esaslı değil, tahakkuk esaslı bir kavramlardır. Bu nedenle analizlerde öncelikle işletmelerin nakit üretme gücü takip edilmelidir. Bu da firmaların işletme sermayesi ve yeniden yatırım gereksinimlerinin anlaşılmasını gerektirir. EBIT, EBITDA ve amortismanlar tek başına nakdi temsil etmezler.

e. EBIT ve EBITDA muhasebesel değil finansal metriklerdir. Bu nedenle de amortismanların finansal açıdan ele alınması gerekir.

KAYNAKÇA

American Bankers Association (2013). *Analyzing Financial Statements: A Decision Tree Approach Part 1* (8th Edition), USA: American Institute of Banking.

American Bankers Association (2013). *Commercial Lending: A Decision Tree Approach Part 2* (8th Edition), USA: American Institute of Banking.

Bluemountain Investment (2018). What Does EV/EBITDA Multiple Mean?, [Online] <http://forum.valuepickr.com/uploads/default/original/3X/7/e/7ed59bb9de8cc50d290cd8ae2a50b0eec59f281d.pdf> [Erişim Tarihi: 06. 06. 2021]

Bodur, G. (2016). *Nakit Akış Tabloları İle Kredi Analizi* (1.Basım), Ankara: Akademi Consulting.

Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A.J.(2014). *Investments* (1st Edition), Berkshire: Irwin McGraw-Hill.

Brigham, E.F. ve Houston, J.F. (2016). *Finansal Yönetimin Temelleri*. Aypek, N. (Çev.). Ankara: Nobel Yayıncılık.

Bruner, R.F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions* (First Edition), USA: John Wiley & Sons.

CFA Institute (2020). *CFA Program Curriculum Level I Volumes 1-6* (15th Edition), USA: CFA Institute.

CFA Institute (2008). *Financial Statements Analysis* (3rd Edition), USA: CFA Institute.

Chorafas, D.N. (2005). *The Management of Equity Investments: Capital Markets, Equity Research, Investment Decisions and Risk Management with Case Studies* (1st Edition), UK: Elsevier Butterworth.

Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. [Online] <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/acf4Ebook.pdf> (Erişim Tarihi: 07 .05. 2021).

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation-Tools, Techniques for Determining The Value of Any Asset* (3rd Edition), USA: John Wiley & Sons.

- Damodaran,A. (2007). *Return On Capital (ROC), Return On Invested Capital (ROIC) and Return On Equity (ROE): Measurement and Implications*. [Online] <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>> (Erişim Tarihi: 08. 05. 2021).
- Damodaran, A. (2021). *Değerleme İçin Küçük Kitap: Bir Şirket Değerlemesi ve Hisse Seçimi Nasıl Yapılır, Nasıl Kâr Edilir?*, Unutmaz, E. (Çev). İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Dickie, R.B. (2006). *Financial Statement Analysis and Business Valuation For The Practical Lawyer* (First Edition), USA: American Bar Association.
- Deloitte (2020). *A Roadmap To Non-GAAP Financial Measures and Metrics*. [Online] <https://dart.deloitte.com/USDART/ov-resource/50dfe830-7447-11e6-8f69-2dbf291c5ff9.pdf>> (Erişim Tarihi: 06.03.2021).
- Güvemli, O. (1989). *Amortisman ve Uygulamaları: Vergi Hukuku, Muhasebe ve Finansman Açısından* (1. Basım), İstanbul: Çağlayan Kitabevi.
- Helfert, E.A. (1997). *Techniques of Financial Analysis: A Modern Approach* (9th Edition), USA: Irwin McGraw-Hill.
- IAS Yorum 21 Karar Gereççeleri.
- İstanbul Sanayi Odası (2017). 1000 Büyük Sanayi Kuruluşu'nun Sermaye Maliyeti Analizi: Tematik Raporlar II. [Online] https://www.iso.org.tr/sites/1/upload/files/iso_tematik_raporlar_II_web-8862.pdf> (Erişim Tarihi: 05. 06. 2021)
- Jury, T.D.H. (2012). *Cash Flow Analysis and Forecasting-The Definitive Guide to Understanding and Using Published Cash Flow Data* (1st Edition), UK: John Wiley & Sons.
- Khan, M.Y. and Jain, P.K. (2004). *Financial Management: Text, Problems and Cases* (Fourth Edition), New Delhi: Irwin McGraw-Hill.
- Mey, M.T. and Lamprecht, C. (2020). The Many Faces of Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA): Assessing The Decision Usefulness of EBITDA Disclosure by Johannesburg Stock Exchange-Listed Companies. *Journal of Economic and Financial Sciences* 13 (1), Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/342844911_The_many_faces_of_earnings_before_interest_tax_depreciation_and_amortisation_EBITDA_Assessing_the_decision_usefulness_of_EBITDA_disclosure_by_Johannesburg_Stock_Exchange-listed_companies
- Mortgage Bankers of America (2002). *Principles of Commercial Real Estate Underwriting* (1st Edition), USA: Dearborn Financial Publishing.
- Mulfold C.W. and Comiskey E.E. (2005). *Creative Cash Flow Reporting-Uncovering Sustainable Financial Performance* (1st Edition), USA: John Wiley & Sons.
- Nissim, D. (2019). EBITDA, EBITA or EBIT?, *Colombia Business School Research Paper*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2999675>
- Öztürk, H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları: Teorik ve Pratik Yaklaşımlar* (1.Basım), İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Perek, A.A. ve Aksoy Hazır, Ç. (2016). *FAVÖK (EBITDA): Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr'ın Hesaplanması, Finansal Tablo Analizi ve Şirket Değerlemede Kullanımı* (1.Basım), İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- Sipahi, B. ve Yanık, S. (2016). *Şirket Değerleme Yaklaşımları: İlkeler-Yöntemler-Uygulamalar* (2.Basım), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Strouhal, J., Kljucnikov, A. ve Stamfestova P.(2018). Different Approaches To The EBIT Construction and Their Impact on Corporate Financial Performance Based On The Return On Assets: Some Evidence From Czech Top100 Companies, *Journal of Competitiveness*, 10(1), Retrieved from https://www.researchgate.net/profile/Aleksandr-Kljucnikov/publication/324115027_DIFFERENT_APPROACHES_TO_THE_EBIT_CONSTRUCTION_AND_THEIR_IMPACT_ON_CORPORATE_FINANCIAL_PERFORMANCE_BASED_ON_THE_RETURN_ON_ASSETS_SOME_EVIDENCE_FROM_CZECH_TOP100_COMPANIES/links/5abe7f6eaca27222c7577227/DIFFERENT-APPROACHES-TO-THE-EBIT-CON-STRUCTION-AND-THEIR-IMPACT-ON-CORPORATE-FINANCIAL-PERFORMANCE-BASED-ON-THE-RETURN-ON-ASSETS-SOME-EVIDENCE-FROM-CZECH-TOP100-COMPANIES.pdf
- The Hong Kong Institute of Bankers (2012). *Bank Lending* (1st Edition), Singapore: John Wiley & Sons.
- Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (www.kgk.gov.tr) (Erişim Tarihi: 01. 06. 2021)
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dalocchio, M., Le Fur, Y. and Salvi, A. (2009). *Corporate Finance-Theory and Practice* (2nd Edition), USA: John Wiley & Sons.
- <https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/finansal-raporlar/finansal-raporlar> (Erişim Tarihi: 06. 07. 2021)
- <https://www.investopedia.com/terms/n/non-gaap-earnings.asp> (Erişim Tarihi: 07. 08. 2021)
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm (Erişim Tarihi: 06. 06. 2021)
- http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html (Erişim Tarihi: 06. 06. 2021)
- <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/04/23/how-evebitda-misleads-investors/?sh=6eee225c7493> (Erişim Tarihi: 05. 06. 2021)