

FVÖK (EBIT)

Bir beyaz eşya mağazası olan "X Beyaz Eşya A.Ş." üzerinden basit bir örnekle hesaplayalım:

Diyelim ki bu mağazanın bir yıllık rakamları şu şekilde:

- **Satış Gelirleri:** 1.000.000 TL
- **Satılan Malın Maliyeti:** 600.000 TL (Buzdolabı, çamaşır makinesi alış fiyatları)
- **Personel ve Kira Giderleri:** 150.000 TL
- **Banka Kredisi Faiz Ödemesi:** 50.000 TL
- **Gelir Vergisi (%20):** 40.000 TL

FVÖK (EBIT) Hesaplaması:

Önce **Brüt Kâr** bulalım:

$$1.000.000 - 600.000 = 400.000 \text{ TL}$$

Şimdi operasyonel giderleri çıkararak **FVÖK**'e ulaşalım:

$$400.000 - 150.000 = 250.000 \text{ TL (FVÖK)}$$

Neden "250.000 TL" Rakamına Bakıyoruz?

Eğer sadece **Net Kâr**'a baksaydık; faiz (50.000) ve vergiyi (40.000) de düşecek ve geriye **160.000 TL** kalacaktı.

Ancak **FVÖK (250.000 TL)** bize şunu söyler:

"Bu dükkan, borcu var mı yok mu ya da devlet ne kadar vergi alıyor bakmaksızın, kendi operasyonu (alım-satım-hizmet) 250.000 TL yaratma gücüne sahiptir."

Eğer bu dükkanın hiç borcu olmasaydı, bu paranın tamamı (vergi öncesi) kasasında kalacaktı. Bu yüzden yatırımcılar, şirketin **borç ödeme potansiyelini** bu 250.000 TL üzerinden ölçer.

EBITDA (FAVÖK)

EBITDA (FAVÖK), bir şirketin nakit yaratma potansiyelini ölçen en popüler finansal göstergedir. "Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr" anlamına gelir.

Az önce hesapladığımız **FVÖK (EBIT)** rakamına, nakit çıkışı gerektirmeyen **Amortisman ve İtfa Paylarını** geri ekleyerek bulunur.

Aradaki Temel Fark: Amortisman

Amortisman, aldığınız bir kamyonun veya makinenin zamanla eskimesi nedeniyle kağıt üzerinde yazılan bir "giderdir". Aslında o yıl kasadan o kadar para çıkmaz. EBITDA, bu hayali gideri iptal ederek "**şirketin cebine giren sıcak parayı**" görmemizi sağlar.

Örnek Üzerinden Devam Edelim:

Önceki beyaz eşya mağazamızın **FVÖK**'ü **250.000 TL** idi.

Diyelim ki bu mağazanın kullandığı teslimat kamyonunun yıllık eskime payı (**Amortisman**) **50.000 TL** olarak hesaplanmış.

EBITDA (FAVÖK) Hesabı:

- **FVÖK:** 250.000 TL
- **Amortisman:** + 50.000 TL (Geri ekliyoruz)
- **EBITDA:** 300.000 TL

Neden EBITDA Bakılır?

1. **Nakit Akışı:** Şirketin o dönem gerçekten ne kadar nakit ürettiğini en yakın haliyle gösterir.
2. **Yatırım Yoğunluğu:** Çok büyük fabrikası veya makine parkuru olan (çok amortisman ayıran) şirketlerin performansını, bu varlıklara sahip olmayan şirketlerle adilce kıyaslamayı sağlar.
3. **Borç Ödeme Gücü:** Bankalar genellikle "EBITDA / Borç" oranına bakarak, şirketin kazandığı parayla borcunu ne kadar sürede kapatabileceğini hesaplar.

Özetle:

- **FVÖK (EBIT)**, şirketin **operasyonel başarısını** ölçer.
- **EBITDA (FAVÖK)**, şirketin **nakit üretme gücünü** ölçer.

Bir şirketin **değerlemesini** (satış fiyatını) belirlemek için en çok bu EBITDA rakamı kullanılmaktadır.

Şimdi, bu rakamın **çarpanları** üzerinden hesaplama yapalım..

Şirket değerlemesinde en sık kullanılan yöntem "**EBITDA Çarpanı**" (**Firma Değeri / FAVÖK**) yöntemidir. Bu yöntem, bir şirketi satın almak isteyen birinin, ödediği parayı şirketin yarattığı nakit akışıyla kaç yılda geri alacağını gösterir.

Mantık şudur: **Şirket Değeri = EBITDA × Sektör Çarpanı**

Adım Adım Hesaplayalım:

Diyelim ki az önceki beyaz eşya mağazamızı (EBITDA: 300.000 TL) satmak istiyorsunuz.

1. **Sektör Çarpanını Belirlemek:** Her sektörün riskine ve büyüme potansiyeline göre bir çarpanı vardır.
 - Teknoloji şirketlerinde bu 15-20 katı olabilir.
 - Perakende veya beyaz eşya sektöründe genelde **5 ile 8 katı** arasındadır.
 - Biz örneğimizde çarpanı **6** alalım.
2. **Hesaplama:**
 - **EBITDA:** 300.000 TL
 - **Çarpan:** 6
 - **Şirket Değeri:** 300.000 * 6 = 1.800.000 TL

Bu Rakam Ne Anlama Geliyor?

Bu hesaplama şunu der: "Eğer bu mağaza her yıl 300.000 TL nakit yaratmaya devam ederse, 1.8 milyon TL ödeyen bir yatırımcı, ana parasını **6 yılda** geri kazanır."

Neden Sadece Kâra (Net Kâr) Bakılmaz?

Çünkü bir şirketin çok borcu olabilir veya çok fazla vergi avantajı kullanıyor olabilir. Bunlar geçici durumlardır. Ama **EBITDA (FAVÖK)**, işin kendi içindeki nakit üretme motorudur. Yatırımcılar "motorun" ne kadar güçlü olduğuna bakar, borçları veya vergiyi sonraki aşamada hesaba katar.

Şirket Değerini Ne Artırır?

- **EBITDA 'yı artırmak:** Daha çok satış yapmak veya maliyetleri kısmak.
- **Çarpanı artırmak:** Marka değerini yükseltmek, pazar payını büyütmek veya teknolojik bir üstünlük kurmak (Yatırımcı gelecekte daha çok kazanacağını düşünürse 6 yerine 10 katını vermeye razı olur).

Şu an borsada işlem gören dev bir şirketin (örneğin **THY** veya **Ereğli**) bu çarpanlarına bakıp gerçek bir örnek üzerinden **ucuz mu pahalı mı** olduğunu inceleyelim.

Borsadaki iki dev şirketin, Nisan 2026 itibarıyla **FD/FAVÖK (EV/EBITDA)** çarpanlarını karşılaştırarak hangisinin daha "ucuz" görüldüğünü inceleyelim. [1, 2]

1. Türk Hava Yolları (THYAO) Analizi

THY, genellikle düşük çarpanlarla işlem gören bir şirkettir. [3]

- **Güncel FD/FAVÖK Çarpanı:** Yaklaşık **5,5x - 6,0x** seviyelerinde seyrediyor.
- **Küresel Kıyaslama:** Havacılık sektöründe dünya devleri genellikle 8x - 10x çarpanlarla işlem görürken, THY hala bu ortalamanın altında (**iskontolu**) kalmaya devam ediyor.
- **Yorum:** Yarattığı nakit akışına (FAVÖK) göre piyasa değeri oldukça makul seviyelerde kabul edilir. [2, 4]

2. Ereğli Demir Çelik (EREGL) Analizi

Ereğli, döngüsel bir sektörde (çelik) olduğu için çarpanları dönemden döneme büyük farklılıklar gösterebilir. [5]

- **Güncel FD/FAVÖK Çarpanı:** Yaklaşık **11,5x - 11,8x** seviyelerindedir.
- **Sektörel Durum:** Küresel benzerleri (yaklaşık 6.0x - 8.0x) ile kıyaslandığında Ereğli şu an için daha yüksek (**primli**) bir çarpanla işlem görüyor.
- **Yorum:** Çarpanın yüksek olması, piyasanın gelecekteki kâr artışını şimdiden fiyatladığını veya mevcut kârlılığın (FAVÖK) geçici olarak düşük seyrettiğini gösterir. [1, 5, 6, 7]

Hangisi Daha Ucuz?

- **THY**, her 1 TL'lik nakit akışı yaratma gücü için piyasadan yaklaşık **6 TL** değer görüyor.
- **Ereğli**, her 1 TL'lik nakit akışı yaratma gücü için piyasadan yaklaşık **11,5 TL** değer görüyor.

Bu verilere göre, safi nakit yaratma kapasitesi üzerinden bakıldığında **THY (THYAO)**, Ereğli'ye göre daha "ucuz" veya "iskontolu" bir çarpanla fiyatlanmaktadır. [1, 4]

[1] <https://www.phillipcapital.com.tr> [2] <https://www.fibayatirim.com.tr> [3] <https://tr.investing.com>

[4] <https://www.garantibbvayatirim.com.tr> [5] <https://www.isyatirim.com.tr> [6] <https://tr.tradingview.com>

[7] <https://www.getborsa.com>

Bu çarpanların yanına **borçluluk oranlarını (Net Borç / FAVÖK)** da ekleyerek risk durumlarını kıyaslayalım.

Şirketlerin sadece ne kadar kâr ettiğine değil, bu kârı elde ederken ne kadar borç yükü altına girdiğine bakmak, yatırımın riskini anlamak için kritiktir. Finansal tabloların açıklandığı **Mart 2026** sonu verilerine göre karşılaştırma şu şekildedir:

Net Borç / FAVÖK (Leverage) Karşılaştırması

Bu oran, şirketin mevcut nakit akışıyla tüm borçlarını kaç yılda kapatabileceğini gösterir. Genel kabul görmüş sınır **3,0x** seviyesidir; bu seviyenin altı güvenli kabul edilir.

- **Türk Hava Yolları (THYAO): 2,7x**
 - THY, uçak alımları nedeniyle doğası gereği yüksek borçlu bir şirkettir. 2024 sonunda **1,8x** olan bu oran, 2025 yıl sonu bilançosuyla birlikte **2,7x** seviyesine yükselmiştir.
 - Yine de 3,0x sınırının altında olması, operasyonel gücünün borçlarını çevirmek için yeterli olduğunu göstermektedir.
- **Ereğli Demir Çelik (EREGL): 2,1x**
 - Ereğli, 2024 sonundaki **3,1x** seviyesinden ciddi bir borç azalışı sağlayarak 2025 sonunda **2,1x** seviyesine gerilemiştir.
 - Borçluluk anlamında THY'ye göre daha muhafazakar ve "daha az riskli" bir pozisyonadadır. [1, 2, 3, 4]

Risk ve Fırsat Dengesi

Gösterge [5]	THY (THYAO)	Ereğli (EREGL)	Yorum
FD / FAVÖK	~6,0x	~11,8x	THY daha ucuz (çarpan bazlı).
Net Borç / FAVÖK	2,7x	2,1x	Ereğli daha güvenli (borç bazlı).
2025 Net Kâr	118,2 Milyar TL	(Düşüş trendinde)	THY kârlılığını koruyor.

Sonuç:

- **THY**, daha fazla borç riski taşımasına rağmen piyasa tarafından çok daha "ucuz" (düşük çarpanla) fiyatlanıyor. Yatırımcılar genellikle bu borç yükünü bir risk olarak gördüğü için çarpan düşük kalmaktadır.
- **Ereğli**, borçluluk oranını hızla düşürerek finansal yapısını sağlamlaştırmış, ancak bu durum hisse fiyatına (çarpanına) daha "pahalı" bir şekilde yansımıştır.

Bu iki devin **temettü (kâr payı) verimliliklerini** kıyaslayarak hangisinin nakit getirisi sunduğunu inceleyelim.

[1] <https://www.burganyatirim.com.tr>

[2] <https://finbox.com>

[3] <https://finbox.com>

[4] <https://arastirma.isyatirim.com.tr>

[5] <https://www.instagram.com>

Bu iki devin **temettü (kâr payı) verimliliklerini** kıyaslayarak hangisinin nakit getirisi sunduğunu inceleyelim.

Şirketlerin sadece ne kadar kâr ettiğine değil, bu kârı elde ederken ne kadar borç yükü altına girdiğine bakmak, yatırımın riskini anlamak için kritiktir. Finansal tabloların açıklandığı **Mart 2026** sonu verilerine göre karşılaştırma şu şekildedir:

Net Borç / FAVÖK (Leverage) Karşılaştırması

Bu oran, şirketin mevcut nakit akışıyla tüm borçlarını kaç yılda kapatabileceğini gösterir. Genel kabul görmüş sınır **3,0x** seviyesidir; bu seviyenin altı güvenli kabul edilir.

- **Türk Hava Yolları (THYAO): 2,7x**
 - THY, uçak alımları nedeniyle doğası gereği yüksek borçlu bir şirkettir. 2024 sonunda **1,8x** olan bu oran, 2025 yıl sonu bilançosuyla birlikte **2,7x** seviyesine yükselmiştir.
 - Yine de 3,0x sınırının altında olması, operasyonel gücünün borçlarını çevirmek için yeterli olduğunu göstermektedir.
- **Ereğli Demir Çelik (EREGL): 2,1x**
 - Ereğli, 2024 sonundaki **3,1x** seviyesinden ciddi bir borç azalışı sağlayarak 2025 sonunda **2,1x** seviyesine gerilemiştir.
 - Borçluluk anlamında THY'ye göre daha muhafazakar ve "daha az riskli" bir pozisyondadır. [1, 2, 3, 4]

Risk ve Fırsat Dengesi

Gösterge [5]	THY (THYAO)	Ereğli (EREGL)	Yorum
FD / FAVÖK	~6,0x	~11,8x	THY daha ucuz (çarpan bazlı).
Net Borç / FAVÖK	2,7x	2,1x	Ereğli daha güvenli (borç bazlı).
2025 Net Kâr	118,2 Milyar TL	(Düşüş trendinde)	THY kârlılığını koruyor.

Sonuç:

- **THY**, daha fazla borç riski taşımasına rağmen piyasa tarafından çok daha "ucuz" (düşük çarpanla) fiyatlanıyor. Yatırımcılar genellikle bu borç yükünü bir risk olarak gördüğü için çarpan düşük kalmaktadır.
- **Ereğli**, borçluluk oranını hızla düşürerek finansal yapısını sağlamlaştırmış, ancak bu durum hisse fiyatına (çarpanına) daha "pahalı" bir şekilde yansımıştır

[1] <https://www.burganyatirim.com.tr> [2] <https://finbox.com> [3] <https://finbox.com>
[4] <https://arastirma.isyatirim.com.tr> [5] <https://www.instagram.com>

Bu iki devin **temettü (kâr payı) verimliliklerini** kıyaslayarak hangisinin nakit getirisi sunduğunu inceleyelim.

Şirketlerin temettü (kâr payı) verimlilikleri, Nisan 2026 itibarıyla yatırımcılara sundukları nakit getiri oranlarını yansıtır. THY ve Ereğli, temettü politikaları açısından oldukça farklı iki profil sergilemektedir.

Temettü Verimliliği Karşılaştırması (Nisan 2026)

- **Türk Hava Yolları (THYAO)**
 - **Temettü Verimi:** Yaklaşık **%2,33 - %2,38** seviyesindedir.
 - **Ödeme Planı:** 2026 yılı için beklenen bir sonraki temettü ödemesinin **Haziran 16, 2026** tarihinde kesilmesi (ex-date) ve **Haziran 18, 2026** tarihinde ödenmesi öngörülmektedir.
 - **Hisse Başı Ödeme:** Beklenen ödeme tutarı hisse başına **3,44 TL** civarındadır.

- **Karakteristik:** THY, tarihsel olarak kârının büyük kısmını büyüme ve yeni uçak yatırımlarına ayırdığı için çok yüksek temettü verimiyle öne çıkan bir "temettü hissesi" değildir.
- **Ereğli Demir Çelik (EREGL)**
 - **Temettü Verimi:** Mevcut verilere göre yaklaşık **%0,86 - %1,88** aralığında düşük bir seyir izlemektedir.
 - **Ödeme Planı:** Bir sonraki temettü ödemesinin **Aralık 14-15, 2026** tarihlerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
 - **Hisse Başı Ödeme:** Beklenen ödeme tutarı hisse başına yaklaşık **0,55 TL** seviyesindedir.
 - **Karakteristik:** Ereğli normalde BIST'in en güçlü temettü ödeyenlerinden biri olsa da, son yıllardaki operasyonel zorluklar ve büyük yatırımlar nedeniyle dağıtım oranları ve verimliliği baskılanmış durumdadır. [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10]

Yatırımcı İçin Özet Analiz

- **Nakit Akışı Odaklılık:** Eğer 2026 yılı içerisinde daha yakın vadeli ve nispeten daha yüksek bir nakit girişi hedefleniyorsa, **THY** (%2,3x verim ve Haziran ayı ödemesi) Ereğli'ye göre bir adım öndedir.
- **Tarihsel Beklenti:** **Ereğli**, geleneksel olarak bir temettü devidir; ancak 2026 projeksiyonlarında verimliliğin hala %2'nin altında kalması, şirketin kârını dağıtmaktan ziyade finansal yapısını güçlendirmeye (Net Borç/FAVÖK iyileştirmesi) odaklandığını teyit etmektedir.
- **Sektörel Fark:** Havacılık (THY) kârını genelde büyümeye yatırırken, Demir-Çelik (Ereğli) döngüsel bir kârlılığa sahiptir ve kârın arttığı yıllarda verimi %10'lara kadar çıkabilmektedir. [10]

[1] <https://stockevents.app> [2] <https://stockevents.app> [3] <https://stockevents.app>
[4] <https://www.digrin.com> [5] <https://stockinvest.us> [6] <https://www.digrin.com>
[7] <https://tr.investing.com> [8] <https://www.investing.com> [9] <https://www.isyatirim.com.tr>
[10] <https://arastirma.isyatirim.com.tr>