



# Şirket değerleri üzerine Covid-19 etkisi - ilk görüşler

KPMG Türkiye

[kpmg.com.tr](http://kpmg.com.tr)





Date	Series 1	Series 2
1/1/2016	0.17	5.60
2/1/2016	0.85	8.52
3/1/2016	1.96	8.74
4/1/2016	2.08	1.08
5/1/2016	2.73	5.54
6/1/2016	3.49	3.03
7/1/2016	3.65	6.00
8/1/2016	4.01	5.78
9/1/2016	4.57	4.32
10/1/2016	5.45	7.58
11/1/2016	5.45	5.90
12/1/2016	0.17	2.43
1/1/2017	1.86	5.60
2/1/2017	2.08	8.52
3/1/2017	2.69	8.74
4/1/2017	2.73	1.08
5/1/2017	3.49	5.54
6/1/2017	3.65	3.03
7/1/2017	4.01	6.00
8/1/2017	4.57	5.78
9/1/2017	4.32	4.32
10/1/2017	5.45	7.58
11/1/2017	5.45	5.90
12/1/2017	6.16	2.43



Series 2
5.60
8.52
8.74
1.08
5.54
3.03
6.00
5.78
4.32
7.58
5.90
2.43



Tüm dünyanın tek gündemi haline gelen Covid – 19 küresel salgını finansal piyasaları da tamamen etkisi altına almış durumda. Sosyal izolasyon nedeniyle tüketim tarafında yaşanan gerileme bir çok sektörde faaliyet gösteren şirketlerin nakit akışlarında negatif yönlü baskı yarattı. Ayrıca reel sektöre hakim olan endişe finansal sektörde de keskin düşüşlere ve yüksek volatiliteye neden olurken gelişmiş ülke tahvil getirilerinin yatırımcıların riskten kaçış (“risk-off”) moduna geçmesiyle tarihi düşük seviyelere gerilemesine neden oldu.

Söz konusu parametrelerin aşırı oynaklığı ve 2019 yılsonuna göre beklenmedik seviyelerde değişkenlik göstermesi; yüksek belirsizlik ve risk ortamı da göz önünde bulundurulduğunda, birçok varlık ve yükümlülüğün gerçeğe uygun değerinde önemli değişikliklere neden olmuş olabilir.

TFRS 13’e göre gerçeğe uygun değer işletmeye özgü bir ölçüm olmayıp, piyasa bazlı bir ölçümdür. Bir varlık veya yükümlülüğün gerçeğe uygun değeri, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde mevcut piyasa koşullarındaki olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanır. (TFRS 13.09 – 13.15) Özet olarak değerlemeye konu varlığın (veya yükümlülüğün) ölçüm tarihindeki mevcut piyasa koşullarının gerçeğe uygun değerine yansıtılması gereklidir.

## Gerçeğe uygun değer (“fair value”) belirlenmesinde mevcut durumun yarattığı zorluklar

Özellikle 2020 yılının ilk çeyreği itibarıyla yapılan değerlemelerde bir şirketin, varlığın veya yükümlülüğün gerçeğe uygun değerinin belirlenmesinde ortaya çıkan zorlukların doğru belirlenmesi ve değerlendirme analizlerinde mevcut risklerin doğru yansıtılması gerekmektedir. Söz konusu risklerin ve zorlukların değerlendirme standartları kapsamında kullanılan gelir ve piyasa yaklaşımlarına etkileri ayrı ayrı incelenmelidir:

### a. Gelir yaklaşımı

#### İş planlarına olası etkiler

Söz konusu salgının etkileri ilk olarak iş planlarına yansıtılmalıdır. Özellikle turizm, eğlence ve üretim sektörlerinde ekonomik aktivitenin düşmesi ve artan kur nedeniyle belli sektörlerdeki girdi maliyetlerinin orta vadede artması gibi hususlar iş planlarına doğru şekilde yansıtılmalıdır.

- Nakit akım tahminleri mevcut durumdaki talep ertelemeleri, düşük ekonomik aktivite seviyesini ve operasyonel giderlerdeki muhtemel azalmaların dikkate alınması gerekmektedir.
- Stokların düşük satış seviyeleri nedeniyle eritememesi, alacak vadelerinin uzaması ve tahsilat riskleri net işletme sermayesi yapılarında yaratacağı bozulma göz önünde bulundurulmalıdır.
- Tahsilat riskleri ve uzayan vadeler şirketlerin nakit akımlarına negatif yansıması nedeniyle kısa vadelerdeki yatırım planlarının ertelenmesi gibi tedbirlerin iş planlarına yansıtılması gerekmektedir.
- Belirsizliklerdeki artışın bankaların ve diğer finansman kaynaklarının fonlama konusundaki iştahını düşüreceği dikkate alınarak yüksek borçlulukla faaliyet gösteren şirketlerin fon ihtiyaçlarının iş planlarında doğru belirlenmesi önemlidir.
- Şirketlerin açık pozisyonları dikkate alınarak yüksek kur seviyelerinin ve kur oynaklığının şirketlere etkisi doğru öngörülmesi; ithalat bağımlılığı yüksek şirketlerin iş planları söz konusu riskleri yansıtacak şekilde hazırlanmalıdır.
- Düşük ekonomik aktivitenin karlılık seviyelerine negatif yönlü oluşturacağı baskı kısa ve orta vadede dikkate alınmalıdır.
- Gelir yaklaşımında baz alınan varsayımlara ilişkin duyarlılık ve senaryo analizlerinin önemi böylesine dönemlerde gerçekleştirilen çalışmalarda önemi fazla arttığı dikkate alınmalıdır.
- Covid – 19 küresel salgını sonrası iyileşme (“recovery”) senaryoları hazırlanırken salgının negatif etkilerinin kalıcı etki yaratıp yaratmayacağı şirketlerin değer zincirleri, müşteri ve ürün çeşitliliği göz önünde bulundurularak doğru analiz edilmelidir.

## İskonto oranına olası etkiler

İş planlarının ve şirket operasyonlarının yanı sıra artan belirsizliklerin ve oynaklığın ("volatilite") neden olduğu risklerin iskonto oranlarına yansıtılması değerlendirme profesyoneli açısından dikkate alınması gereken bir diğer önemli zorluk olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu nedenle mevcut küresel virüs salgınının getirmiş olduğu belirsizlikler ve risk ortamı 2020 yılının ilk çeyreği itibarıyla yapılan değerlendirme çalışmalarında iskonto oranlarını belirlerken dikkate alınmalı ve hesaplamalara yansıtılmalıdır (iş planı riski, şirket riski, ülke riski vb.) . Covid-19 sonrası gelişen ülke merkez bankalarının aksiyonları ve riskten kaçan yatırımcıların gelişen ülke tahvillerine olan yoğun ilgisiyle düşen risksiz getiri oranlarına rağmen bu dönemde artan piyasa riski ve geleceğe yönelik belirsizliklerin şirketlerin sermaye maliyetlerini negatif yönlü etkilemesi beklenmektedir.

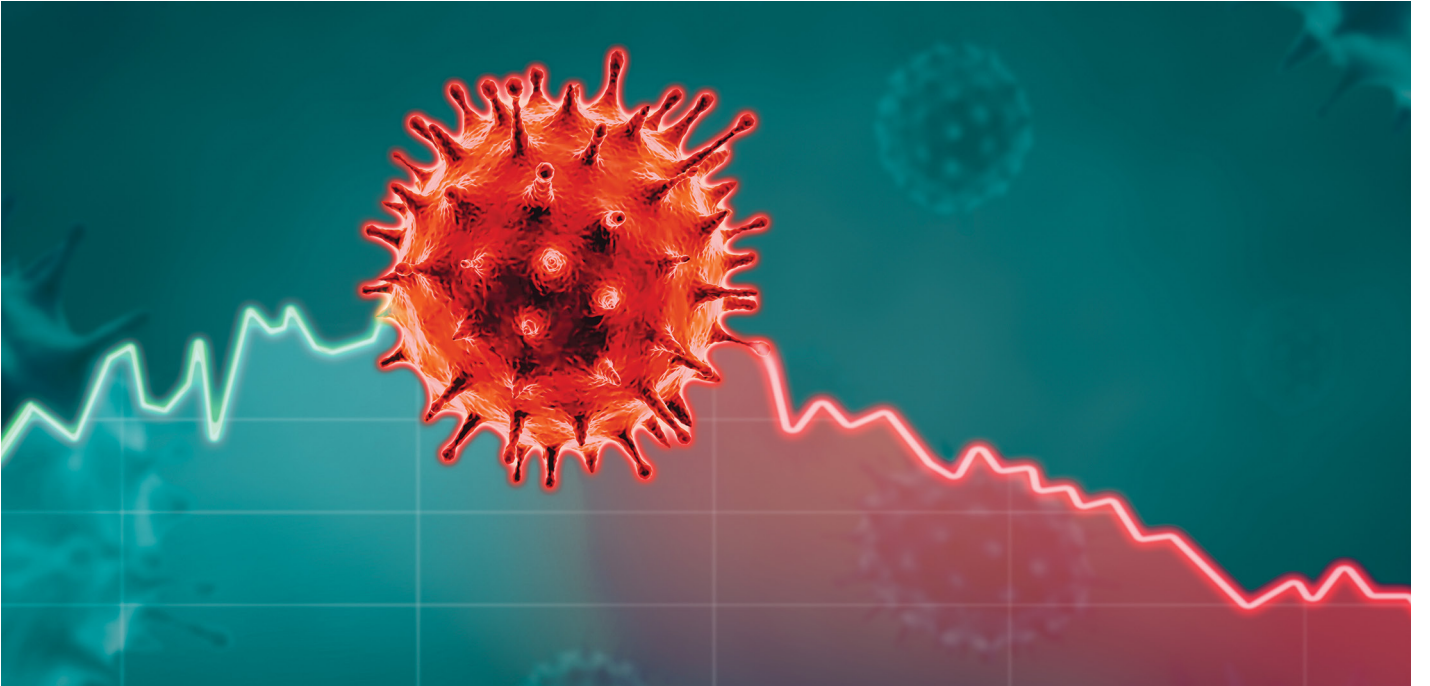
Finansal piyasalarda yaşanabilecek düşük likidite ve fon sağlama konusundaki iştahsızlıkların borçlanma maliyetlerini arttırabileceği de ayrıca göz önünde bulundurulmalıdır.

Her halükarda iskonto oranının değerlemeye konu şirket/varlığa özel koşulları dikkate alarak belirlenmesi gerekmektedir. İş planlarında Covid-19'a ilişkin önemli ölçüde düzeltme yapılması durumunda iskonto oranında Covid-19'a özel risk priminin dahil edilmesi, aynı riskin mükerrer dikkate alınması olarak değerlendirilebilir, bu nedenle bu konuda dikkatli olunması gerekmektedir. Ayrıca söz konusu risk primi seviyesi belirlenirken bazı sektörlerin diğer sektörlerle kıyasla daha fazla etkilendiği göz önünde bulundurulmalıdır. Dolayısıyla şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörlerin küresel salgından hangi seviyede etkilendiğinin analiz edilmesi değerlendirme çalışmaları açısından önemlidir.

## b. Piyasa yaklaşımı

Piyasada gerçekleşen benzer işlemler değerlendirilirken Covid-19 sonrası gerçekleşen ve Covid-19 öncesi gerçekleşen işlemler dikkatle incelenmeli ve değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan koşullara uygun benzer işlem çarpanı belirlenmeye çalışılmalıdır. Covid-19 öncesi gerçekleşen işlemlerin baz alınması zorunluluğunda belirlenen çarpana belli iskonto uygulanması düşünülebilir. Covid-19'un finansal piyasalarda yarattığı hasarlar kalıcı / geçici özelliklerine göre incelenmeli ve buna göre finansal mantığa uygun hesaplama yapılmalıdır.

Halka açık şirketlerin baz alındığı benzer şirketler metodunda ise benzer olarak görülen şirketlerin Covid-19 öncesi ve sonrası çarpanları incelenmeli ve değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan koşullara uygun benzer işlem çarpanı belirlenmeye çalışılmalıdır. Değerleme tarihi itibarıyla incelenecek çarpanlar, Covid-19'un yarattığı oynaklığın yüksek olduğu dönemlere aitse, çarpanları zımnı oynaklıktan arındırmak amacıyla ek yöntemler uygulanabilir.



## Değer düşüklüğü testi

Her bir raporlama dönemi sonu itibarıyla, işletme, bir varlığın değer düşüklüğüne uğramış olabileceğini gösteren herhangi bir belirtinin bulunup bulunmadığını değerlendirir. Böyle bir belirtinin mevcut olması durumunda; söz konusu işletme, ilgili varlığın geri kazanılabilir tutarını tahmin eder. (TMS 36.9) Covid – 19 küresel salgının yaratmış olduğu belirsizlikler ve risklerin bu çerçevede değerlendirilmesi gerekmektedir. Varlık veya yükümlülüğün değer düşüklüğünün olup olmadığı belirlenirken dikkate alınması gereken belirtilere aşağıda yer verilmiştir: (TMS 36.12)

- Dönem içinde varlığın gerçeğe uygun değerinin, zamanın ilerlemesinden veya normal kullanımdan kaynaklanması beklenenden çok daha fazla azalmış olduğuna dair gözlemlenebilir göstergeler olması (TMS 36.12a)
- İşletmenin faaliyette bulunduğu teknolojik, ekonomik veya hukuki çevre ile pazarda veya varlığın tahsis edildiği piyasada işletme üzerinde olumsuz etkisi olan önemli değişiklikler dönem içerisinde gerçekleşmesi veya bu değişikliklerin yakın gelecekte gerçekleşmesinin beklenmesi (TMS 36.12b)
- Dönem içerisinde, faiz oranları veya diğer yatırım kârlılığı ile ilgili piyasa oranlarının artması; söz konusu artışların, varlığın kullanım değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranını önemli ölçüde etkilemesi ve varlığın geri kazanılabilir tutarını büyük ölçüde azaltması ihtimalinin olması (TMS 36.12c)
- İşletmenin net varlıklarının defter değeri piyasa değerlerinden daha yüksek olması. (TMS 36.12d)

Yukarıda verilen belirtilere küresel salgın kapsamında daha detaylı bakmak gerekirse:

- İşletmenin faaliyette bulunduğu teknolojik, ekonomik ve hukuki çerçevenin değişmesi veya değişmesinin beklenmesi:
  - o Küresel Covid 19 salgının sadece ülkemizde değil aynı zamanda bütün dünyadaki ekonomik çerçeveyi değiştirdi. Ekonomik aktivite seviyesinin düşmesi ve bunun bir sonucu olarak likidite riski ve ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler için oldukça kritik hale gelen kur riski, ülkelerin ekonomik çerçevelerinde çarpıcı değişikliklere neden olmuştur.
- Pazarda veya varlığın (veya yükümlülüğün) tahsis edildiği piyasada işletme üzerinde olumsuz etkisi olan önemli değişikliklerin olması veya değişiklik olmasının beklenmesi
  - o Küresel salgının etkisinin çok daha fazla hissedildiği turizm, eğlence, inşaat ve üretim gibi sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin sahip oldukları varlık ve yükümlülüklerin değer düşüklüğü ihtimalinin daha fazla olacağı unutulmamalıdır.
  - o Bunun yanı sıra girdi maliyetlerinin kur etkisiyle ve ekonomik aktivitenin düşüklüğü nedeniyle negatif olarak etkilendiği şirketler de bu anlamda dikkatle incelenmelidir.
- Dönem Faiz oranları veya diğer yatırım karlılığı ile ilgili piyasa oranlarının artması ve iskonto oranlarının önemli ölçüde etkilenmesi
  - o Küresel salgının ne zaman ve ne şekilde önlenebileceğine dair öngörülerin henüz netleşmemesi belirsizliklerin artmasına ve ekonomik aktivitenin düşmesine neden olmaktadır. Artan belirsizlik ve risklerin iskonto oranlarına yukarı yönlü etkisi değerlendirilmesinde dikkate alınması gerekmektedir.

Sonuç olarak özellikle 2020'nin ilk çeyreğinde varlıkların (veya yükümlülüklerin) gerçeğe uygun değerlerinin belirlenmesinde küresel salgının yaratmış olduğu riskler göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca değer düşüklüğü testlerinin yapılmasını tetikleyen belirtilerin bu denli ortaya çıktığı bir ortamda bu risklerin doğru değerlendirilmesi ve değerlemelere yansıtılması kritiktir.

## İletişim:



**Hande Şenova**  
Değerleme Danışmanlığı,  
Şirket Ortağı  
hsenova@kpmg.com



**Esat Acar**  
Değerleme Danışmanlığı,  
CPA, CVA, Müdür,  
eacar@kpmg.com

### Detaylı bilgi için:

KPMG Türkiye  
Clients & Markets  
tr-fmmarkets@kpmg.com

### İstanbul

İş Kuleleri Kule 3 Kat 1-9  
34330 Levent İstanbul  
T : +90 212 316 6000

### Ankara

The Paragon İş Merkezi Kızılırmak Mah.  
Ufuk Üniversitesi Cad. 1445 Sok. No:2  
Kat:13 Çukurambar 06550 Ankara  
T: +90 312 491 7231

### İzmir

Heris Tower, Akdeniz Mah. Şehit Fethi Bey  
Cad. No:55 Kat:21 Alsancak 35210 İzmir  
T: +90 232 464 2045

[kpmg.com.tr](http://kpmg.com.tr)  
[kpmgvergi.com](http://kpmgvergi.com)



Bu dokümanda yer alan bilgiler genel içeriklidir ve herhangi bir gerçek veya tüzel kişinin özel durumuna hitap etmemektedir. Doğru ve zamanında bilgi sağlamak için çalışmamıza rağmen, bilginin alındığı tarihte doğru olduğu veya gelecekte olmaya devam edeceği garantisizdir. Hiç kimse özel durumuna uygun bir uzman görüşü almaksızın, bu dokümanda yer alan bilgilere dayanarak hareket etmemelidir. KPMG International Cooperative ("KPMG International") bir İsviçre kuruluşudur. KPMG ağına üye olan bağımsız firmalar, KPMG International'a bağlıdır. KPMG International'ın müşterilere sunduğu herhangi bir hizmet yoktur. Hiçbir üye firmanın KPMG International'ı veya başka bir firmayı, aynı şekilde KPMG International'ın da hiç bir üye firmayı üçüncü şahıslar ile karşı karşıya getirecek zorlayıcı ya da bağlayıcı hiçbir yetkisi yoktur. Tüm hakları saklıdır.

© 2020 KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., KPMG International Cooperative'in üyesi bir Türk şirkettir. KPMG adı ve KPMG logosu KPMG International Cooperative'in tescilli ticari markalarıdır. Tüm hakları saklıdır. Türkiye'de basılmıştır.