

TRENDS UPDATE

İç Basın ve Trend Özeti

Pazartesi, Salı, Perşembe ve Cuma
Günleri Yayınlanır

Küçük ölçeklerle küresel rekabet edemeyen İtalya'dan alınacak ders; “Küçük olsun, benim olsun” mantığıyla küresel rekabet mümkün değil.

Kaynak: Ussal Sahbaz @ussal “İtalyan imalat sanayii ne yaptı?” adlı makaleden alıntıdır

Louis Vuitton, Dior, Bulgari ve Fendi gibi markalar hep LVMH'nin. LVMH esasen çanta satarak para kazanıyor. Şirketin bünyesinde sadece İtalya'da 20 bine yakın çalışanı var. Bu sayı Fransa'daki çalışan sayısının yarısı. Ancak LVMH, beş bin tedarikçisi de dahil, İtalya'da 200 bin kişiye istihdam sağlıyor. Bu sayı Fransa ile aynı. Yani, İtalyan deri sektörü Fransız LVMH sayesinde ayakta kalmış.

Fransız Bernard Arnault sahibi olduğu dünyanın en büyük lüks ürün şirketi LVMH'de lüks hayata yönelik başka markaları satın alarak imparatorluğunu kurdu. Bu nedenle kendisine “terminatör” de deniyor.

Dağıtım ve satış kanallarında ölçeğin önemi giderek arttı. Avrupa Birliği'nin çıkardığı filanca ülkedeki tedarikçinizdeki insan hakkı ihlallerinden, falanca ülkedeki geri dönüşüm denetimlerine kadar her şeyden sizi sorumlu tutan küçük işletmelerin uyum maliyetlerini tahammül edilmez seviyeye çıkardı. Hayatta kalmak için birçok markaya ve dağıtımdan üretimin değişik halkalarına kadar değer zincirinin birçok aşamasına hâkim olmanız lazım.

LVMH'nin esas ürünü çanta olduğu için değer zincirinde tabakhane satın almasına özellikle önem verilmiş. Arnault'un taktığı ise genelde bir şirkete önce büyük bir sipariş verip orayı tanımak, sonra azınlık hissesini satın almak. Sahibi ölüp varisler kavga edince ya da şirket finansman sıkıntısına düşünce de şirketi ucuza kapatmak. LVMH birçok İtalyan aile işletmesini bu şekilde bünyesine katmış. Bu İtalyan şirketleri KOBİ olarak kalsalar kendilerini küresel lüks pazarında konumlandırılamayacak, maliyet açısından da asla Çin'le rekabet edemeyeceklerdi.

Şimdi diyeceksiniz ki "Zanaatkârlar İtalyan ama parayı Fransızlar kazanıyor!" Haksız değilsiniz. Kapitalizmin kuralı bu. Üretim değer oluşturabilir ama bu değer nereden birikeceğini organizasyonel başarı belirler. Marifet organizasyonel yapıyı doğru kurabilmek.

Nitekim, danışmanlık şirketi Deloitte'nin dünyanın en büyük 100 lüks şirketine dair raporunda da sonuçlar değerın nasıl zanaata değil de organizasyonel yapıya dayandığına işaret ediyor: Listede çok sayıda İtalyan şirket var. 23 şirketin dünyadaki toplam lüks satışlarındaki payı yalnızca %7,8. Fransa'nın ise listede sadece 7 şirketi var, ama dünyadaki toplam satışların üçte birini gerçekleştiriyor.

OECD'nin son İtalya raporu ölçek probleminin İtalyan ekonomisini nasıl esir aldığına dikkat çekiyor: Büyük ölçekli İtalyan şirketleri Avrupa ortalamasından daha verimli Mikro ölçekli İtalyan şirketleri ise Avrupa'daki benzer ölçekli şirketlerden %25 daha verimsiz. Ancak ekonomideki payları Avrupa ortalamasından %250 daha fazla.

Dünya Çin'le rekabet edebilmek için optimal modelleri tartışıyor. Görünen o ki LVMH'nin portföy modeli bu iş sahasında Çin ile rekabet edebilmek için İtalya'nın KOBİ modelinden daha başarılı.

Peki, Türk sanayisi için ne gibi çıkarımlar yapabiliriz? “Küçük olsun, benim olsun” yerine bazı şirketlerimizi onları ayakta tutacak bir holdinge satmak, sanayimizi ayakta tutmanın bir yoludur. Tabii, şirketi satabilmek için önce profesyonel bir yönetim veya güçlü bir marka inşa etmek gerekiyor.

Sanayicilik işi, merdiven çıkmak. Bazen kendi fabrikasını basamak yapar yükselirsin, bazen başkasının merdivenine kanca takar oradan yükselirsin.

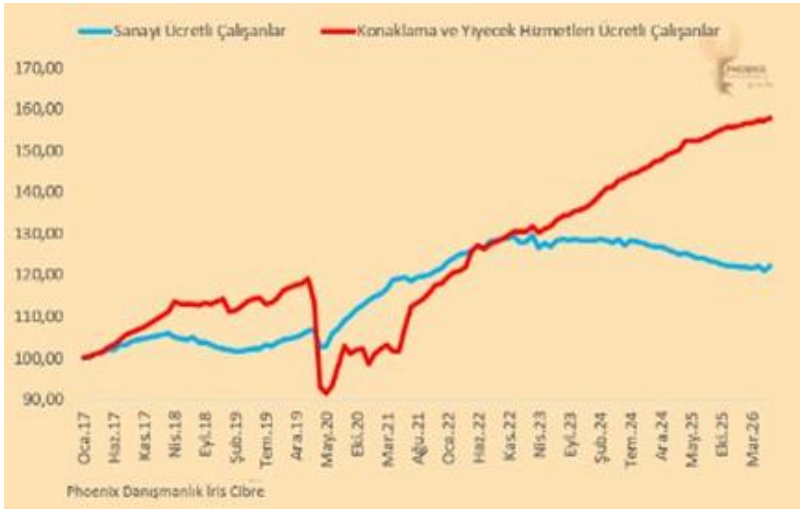
Sanayide rekabetçilik tartışmalarını sadece kur konusuna sıkıştırmak yerine şirketlerin mülkiyeti, değer zinciri ve sanayi politikasını da içeren daha geniş bir kurumsal çerçeveyi tartışmak gerekiyor.



Sanayide ücretli çalışanlar, sanayi üretimine göre çok daha sert geriliyor.

Kaynak: İris Cibre @iriscibre

Savunma hariç hem sanayi üretimi hem de sanayide ücretli çalışanlar azalıyor ayrıca istihdam hizmetler sektörlerine özellikle lokanta/otel hizmetlerine kayıyor.

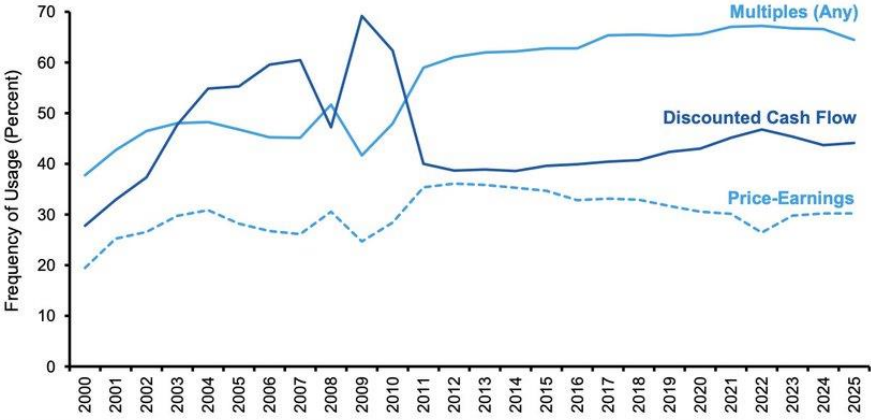




Şirket değerlemesinde en çok kullanılan yöntemler

Derleyen: Berk Dicle, Grafik Kaynağı: "Valuation Models, Working Paper" F. Bastianello, P Decaire, M. Guenzel.

Exhibit 3: Breakdown of the Valuation Methods of Analysts, 2000-2025



Source: Francesca Bastianello, Paul H. Décaire, and Marius Guenzel, "Valuation Models," Working Paper, November 2025.

1. Çarpanlar (EBITDA çarpanı, ciro çarpanı): Bu yöntemde şirketin değeri, benzer sektördeki şirketlerin piyasada ne kadar işlem gördüğüne bakılarak tahmin edilir. Örneğin sektördeki şirketler EBITDA'larının 6 katına satılıyorsa, değerlemesi yapılan şirketin EBITDA'sı da 6 ile çarpılır ve yaklaşık bir şirket değerine ulaşılır. **Ciro çarpanı** da aynı mantıkla çalışır, ama kâr yerine satış gelirini baz alır; genellikle EBITDA'sı negatif veya düşük olan, henüz kârlılığa ulaşmamış şirketlerde tercih edilir. Bu yöntemin avantajı hızlı ve piyasa gerçekliğine dayalı

olmasıdır, dezavantajı ise "benzer şirket" bulmanın her zaman kolay olmamasıdır.

2. Gelecek nakit akışlarının bugünkü değeri (DCF - İndirgenmiş Nakit Akışı): Bu yöntemde şirketin gelecekte üreteceği tahmin edilen nakit akışları (genellikle 5-10 yıllık projeksiyon) alınır ve bir iskonto oranı (genellikle şirketin sermaye maliyeti, WACC) kullanılarak bugünkü değere çevrilir. Mantık şudur: bugün elindeki 100 TL, 5 yıl sonra alacağın 100 TL'den daha değerlidir, çünkü bugünkü parayı yatırıp büyütebilirsin. Bu yöntem şirketin kendi iş modeline ve büyüme beklentilerine dayandığı için en "temel" (fundamental) yöntem sayılır, ama varsayımlara (büyüme oranı, iskonto oranı, terminal değer) çok duyarlıdır — küçük bir varsayım değişikliği sonucu ciddi şekilde etkileyebilir.

3. Fiyat-kazanç (F/K oranı, P/E): Bu oran, bir şirketin piyasa değerinin, net kârına bölünmesiyle bulunur (Piyasa Değeri / Net Kâr). Basitçe "yatırımcılar bu şirketin her 1 TL'lik kârı için kaç TL ödemeye razı" sorusuna cevap verir. Örneğin F/K oranı 10 ise, yatırımcı bugünkü kâr seviyesinin 10 katı bir bedel ödüyor demektir; bu genelde borsada işlem gören (halka açık) şirketler için

kullanılır ve sektör ortalamasıyla karşılaştırılarak şirketin "ucuz mu pahalı mı" olduğu değerlendirilir. Dezavantajı, net kârın muhasebesel oynamalara (amortisman, tek seferlik giderler vb.) açık olması ve negatif kârlı şirketlerde bu oranın anlamsızlaşmasıdır.

4. EBITDA çarpanı yönteminde şirketin gayrimenkulleri satın alan şirkete devredilmeyecek ise hesaplama nasıl yapılır: Bu durumda gayrimenkul "faaliyet dışı varlık" (non-operating asset) olarak ele alınır ve standart EV/EBITDA mantığına iki noktadan müdahale edilir:

1. EBITDA'nın normalize edilmesi: Eğer şirket bugüne kadar kendi mülkünde faaliyet gösteriyorsa ve kira gideri yansıtmıyorsa, gayrimenkul devredilmeyeceği için alıcı işlem sonrası piyasa kirası ödemek zorunda kalacaktır. Bu yüzden EBITDA'dan, o gayrimenkul için olması gereken piyasa kira bedeli düşülerek (rent adjustment / kira normalizasyonu) "gerçek" faaliyet EBITDA'sına ulaşılır. Aksi halde çarpan, aslında şirketin sahip olmayacağı bir varlığın (bedelsiz kullanım avantajının) getirdiği kârlılığa uygulanmış olur ve değer şişer.

2. Enterprise Value → Equity Value köprüsünde düzeltme:

Klasik formül: $\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value (EBITDA} \times \text{çarpan)} - \text{Net Borç} + \text{Nakit}$

Gayrimenkul devredilmeyeceği için bu formüle ek bir kalem girer:

$\text{Equity Value} = (\text{Normalize edilmiş EBITDA} \times \text{çarpan}) - \text{Net Borç} - \text{Gayrimenkulün Defter/Piyasa Değeri (satıcıda kalacağı için düşülür)}$

Yani gayrimenkul, tıpkı nakit veya nakit-benzeri bir varlık gibi ama ters yönde işlem görür: satıcıda kalacağı için alıcının ödeyeceği bedelden çıkarılır (carve-out).

Pratikte iki yöntem var:

- Sale-and-leaseback yapısı: Şirket gayrimenkulü işlem öncesi ayrı bir yapıya (genelde kurucu ailenin şirketi/Gayrimenkul A.Ş.) devreder, sonra o yapıdan kira ile kullanmaya devam eder. Bu durumda EBITDA zaten kira gideri içerecek şekilde yeniden hesaplanır ve çarpan direkt bu düzeltilmiş EBITDA'ya uygulanır — en temiz yöntem budur.
- Basit çıkarma yöntemi: Gayrimenkul hâlâ şirket bilançosunda ama devir kapsamı dışında

bırakılıyorsa, yukarıdaki gibi EV'den doğrudan gayrimenkul değeri düşölür ve ayrıca ileriye dönük EBITDA'ya kira gideri işlenir (aksi halde çift sayım/çift düzeltme riski oluşur).



Türkiye üzerinden ABD'ye dolaylı Çin ihracatı

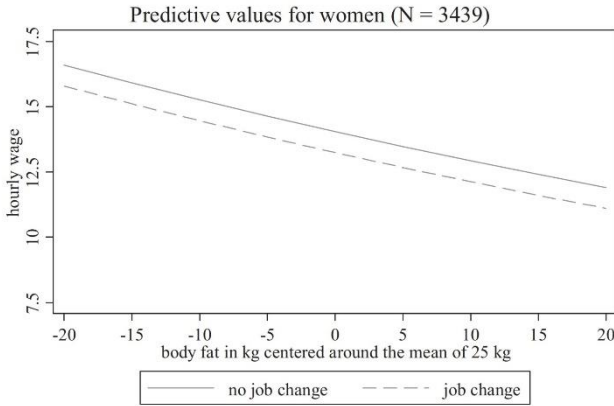
Kaynak: <https://www.whitehouse.gov/releases/2026/08/the-great-transshipment-scam/>

Beyaz Saray son raporunda Çin'in "Brezilya, Endonezya, Malezya, Tayland, Türkiye ve Vietnam" gibi ölkeler üzerinden ABD pazarına ihracat yaptığını iddia etti. Rapora göre Brezilya ve Türkiye, gerçekte Çin menşeli mallar için "yeniden yönlendirme veya dönüştürme taleplerini" destekliyor.



Obezite kadınlarda daha düşük maaş ile sonuçlanıyor.

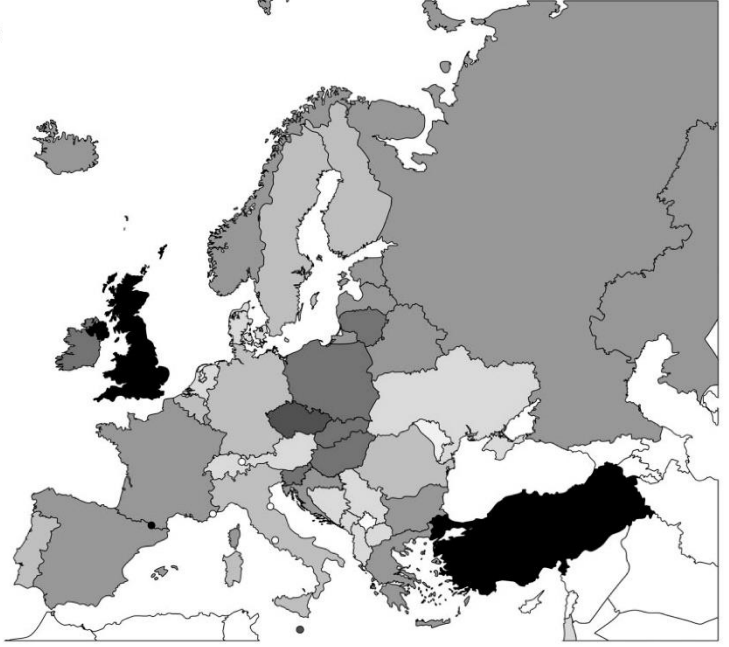
Kaynak: Juan J. Dolado ve Luigi Minale, "The weight of discrimination: How obesity affects wages and why it matters", VoxEU.org, 21 Ekim 2023 (dayandığı bilimsel makale: Dolado, Minale ve Guerra, "Uncovering the roots of obesity-based wage discrimination: The role of job characteristics", Labour Economics, cilt 83, 2023)



ABD'de 2001-2011 yılları arasını kapsayan geniş bir panel veri seti kullanılarak yapılan araştırma, obezitenin özellikle kadınlar için önemli bir ücret cezasına yol açtığını; bu etkinin verimlilik farklarıyla değil, işverenlerin, müşterilerin ve iş arkadaşlarının önyargılarından kaynaklanan taraflı (taste-based) ayrımcılıkla açıklandığını, halkla ve müşteriyle yoğun etkileşim gerektiren mesleklerde bu cezanın daha da belirginleştiğini, buna karşın erkeklerde benzer bir etkinin çok daha zayıf olduğunu ortaya koymaktadır.

Ayrıca aşağıda Avrupa'da obezite durumunu gösteren bir grafik var. Türkiye en kötü durumda.

Obesity in Europe (WHO, 2015)



Created with mapchart.net

Figure 1. Obesity in Europe

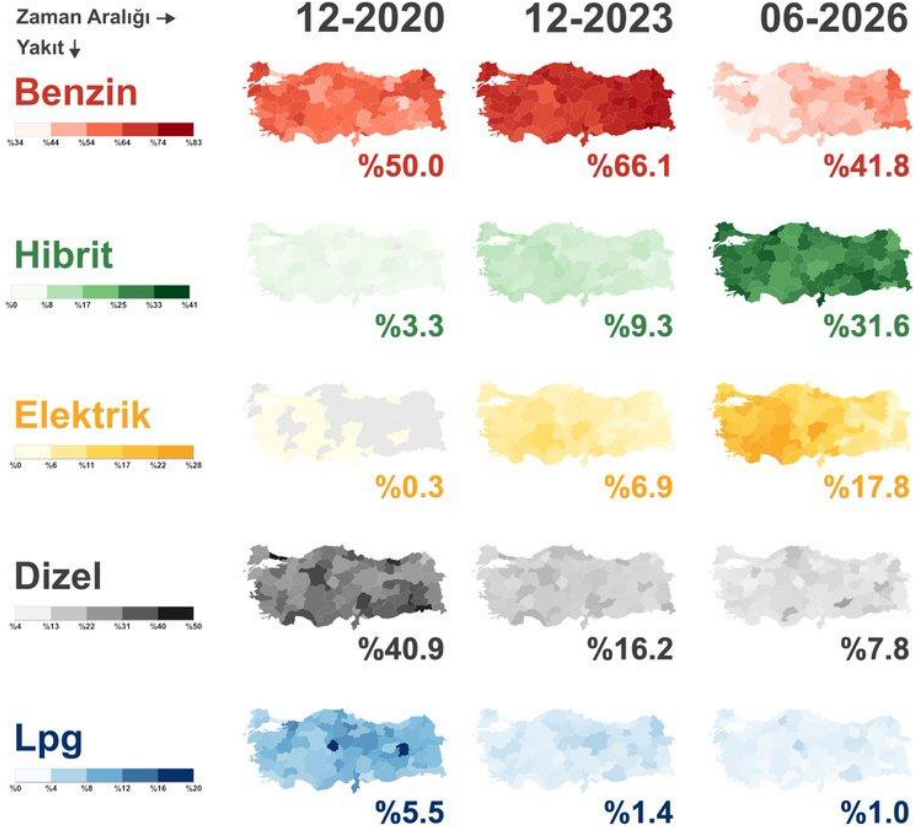
Notes: The percentages are calculated based on the WHO Report (2015). Portions of men and women have been added and divided by two. The concrete percentages in alphabetical order are as follows: Albania (17.6 per cent), Andorra (29.5 per cent), Austria (18.4 per cent), Belarus (23.3 per cent), Belgium (20.4 per cent), Bosnia and Herzegovina (17.9 per cent), Bulgaria (23.2 per cent), Kosovo (no information), Croatia (23.3 per cent), Czech Republic (26.8 per cent), Denmark (19.4 per cent), Estonia (22.6 per cent), Finland (20.6 per cent), France (23.9 per cent), Germany (20.2 per cent), Greece (22.9 per cent), Hungary (24.0 per cent), Iceland (22.8 per cent), Ireland (25.6 per cent), Italy (21.0 per cent), Kazakhstan (23.3 per cent), Latvia (23.6 per cent), Liechtenstein (no information), Lithuania (25.7 per cent), Luxembourg (23.2 per cent), Macedonia (19.6 per cent), Malta (26.6 per cent), Moldavia (14.7 per cent), Monaco (no information), Montenegro (20.0 per cent), The Netherlands (19.9 per cent), Norway (23.2 per cent), Poland (25.1 per cent), Portugal (20.1 per cent), Romania (21.6 per cent), Russia (23.9 per cent), San Marino (no information), Serbia (19.6 per cent), Slovenia (25.1 per cent), Slovakia (25.7 per cent), Spain (23.8 per cent), Sweden (20.6 per cent), Switzerland (19.4 per cent), Turkey (29.4 per cent), Ukraine (19.9 per cent), United Kingdom (28.1 per cent), and Vatican City (no information). The map was created with mapchart.net.



Yeni araç alanlar daha az Dizel, benzin ve LPG'li araçlara karşılık daha çok elektrikli, ve hibrit araçları seçiyor.

Yeni Kayıt Yaptırılan Otomobillerin Yakıt Cinsine Göre Yüzdeleri (%)

2020 ve 2023 geneli ile 2026'nın ilk 6 ayında, il bazında yeni tescil edilen otomobiller içinde yakıt türlerinin yüzdesel payları



Veri Kaynağı: TÜİK Ulaştırma İstatistikleri, Motorlu Kara Taşıtları
Grafik: Burak Koçer  @ba_kocer



Türkiye artık ağırlıklı olarak yurtdışına yatırım yapan bir ülke oldu

Kaynak: Hakan Kara @ali_hakan_kara

Beyin göçüne alışmıştık ama net sermaye göçü yeni bir şey.

