



Şirket Hikayesindeki Büyümeler Nereye Gitti?

Orkun İNANBİL – Kalekim – Yatırımcı İlişkileri Müdürü

Yatırımcı İlişkileri olarak bizlerin yatırımcıya sunabileceği, şirketin değerini yükseltecek en önemli teklif, içinde bulunulan sektör ve sahip olduğumuz “büyüme hikayesi”dir. İçinde bulunduğumuz sektörün yanı sıra, sektördeki rekabet kabiliyetimiz, şirketimize özel büyüme hedeflerimiz; yani, büyüme hikayemiz, şirket değerini etkileyen ana unsurlardandır.

Son dönemde ülkemizin karşı karşıya kaldığı yüksek enflasyonist ortam ise, kaçınılmaz olarak enflasyon muhasebesi uygulamasını gündeme getirmiş ve bu durum iş dünyası ile yatırımcılar için önemli sonuçlar doğurmuştur. Bu uygulamanın etkileri, şirketlerin finansal tablolarında ve değerlendirme süreçlerinde somut bir şekilde görülmektedir.

Yılların getirdiği bir alışkanlıkla, sokaktaki Ayşe Teyze’nin de gayet iyi bildiği, maalesef ülkemizin ekonomik ve sosyal DNA’sına işlenmiş bir koddur enflasyon. "Canavar" gibi metaforlarla anılan bu durum, günlük satın alma davranışlarından uzun vadeli yatırım kararlarına kadar tüm süreçleri etkilemektedir. Herkesin farklı tarifleri de olsa, genel olarak fiyat seviyelerinin artması, paranın değer kaybetmesi ve görebildiğimiz finansal gerçeklerin bulanık hale gelmesidir.

“Enflasyon muhasebesi” kavramı ise finans piyasasında yer alan arkadaşlarımız için bile, özellikle daha az yaş almış olanlar için, 2023 yıl sonu ile hayatımıza giren, yeni bir kavramdı. En son 2004 yılında uygulanmış olan enflasyon muhasebesine aşina olanlarımız dahi, aradan geçen yaklaşık 20 yıldan dolayı, hafızalarını tazeleme ihtiyacı hissetti.

Son dönemde, bültenin bu köşesinde de enflasyon muhasebesi üzerine çeşitli yazılar paylaşıldı. EBITDA’yı, stokları ve mali tabloları nasıl etkilediği üzerine yorumlar yapıldı.

Evet doğru; enflasyon muhasebesi, mali tablolar üzerinde, enflasyonun yarattığı suni köpüğü kaldırarak, paranın satın alma gücüne göre daha gerçek bir resim yansıtmaktadır.

Ancak, bu yazıda da anlatmaya çalışacağım gibi, diğer makroekonomik gelişmelere göre, enflasyon muhasebesi bazı durumlarda, gerçek resmi göstermekten çok uzak kalabilmektedir. Bu durum da yatırımcı ilişkileri olarak, bizleri, yatırımcılara anlatacağımız şirket hikayesinden, paylaşacağımız beklentilere kadar birçok alanda etkilemekte, neyi nasıl ifade etmemiz gerektiğini tekrar tekrar düşünmemize yol açmaktadır.

Enflasyon muhasebesinin, bir yandan enflasyon etkilerinin ortada kaldırırken, gerçek resmi göstermekten uzak kalmasının en temel sebebi, kurdaki değişim ile enflasyon arasındaki makasın açılmasıdır.

Hepimizin gayet iyi bildiği üzere, kapanan herhangi bir mali dönemin raporlaması yapılırken, geçen senenin aynı dönemi, kapanan son mali dönemin sonuna TÜFE’yi baz alan düzeltme katsayısı ile getirilmektedir. Dolayısıyla, gelir tablosun tepesinde yer alan geçen senenin satışları, en güncel TÜFE katsayısı ile güncellenmektedir.

Öte yandan, güncel mali dönemde, satışlarının içinde ihracatın payı yüksek olan şirketler maalesef düzeltme katsayısından daha az değerlendirilen döviz kurundan dolayı, organik büyüme performanslarını ciro artışına dönüştürememekteyiz.

Kaybolan büyüme hikayesine net bir örnek “Kalekim”

Halka arz olduğu Mayıs 2021’den itibaren, büyüme hikayesini, iç piyasada yeni şirket ve üretim tesisi satın almaları, yurtdışında ise artan ihracatla destekleyen bir şirket olarak; birçok ihracatçı şirketin zorlandığı 2025 yılının ilk yarısında da, ihracatımızda satış hacmi (ton) bazında %20’yi, ortalama ABD doları ile hesaplandığında da %15’i aşan değersel büyüme elde ettik. Şirketimizin Irak pazarındaki marka gücü ve algısı, performansı ve yakın coğrafyada büyüme hedefleri doğrultusunda, Duhok’ta yeni kurduğumuz üretim tesisi ile Irak pazarında yerel bir oyuncu haline geldik.

Mersin, Mardin fabrikalarımızın yanına eklenen Duhok fabrikamız ile önümüzdeki dönem büyük bir büyüme potansiyeline sahip Suriye pazarı için muhtemelen en iyi konumlanmış şirketlerden biriyiz.

Tüm bu güçlü hikâyenin mali sonuçlarını görmek isteyen bir yatırımcının, enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş 2025 yılı 6 aylık mali tablolarımıza ve sunumlarımıza baktığında göreceği resim ise uluslararası satışlarda %0,2 daralma!

Enflasyon muhasebesi gereği, 2024 yılının aynı dönemindeki satışlar 1,35 düzeltme kat sayısı ile 2025 Haziran sonuna getirilirken, 2024 ve 2025 yılının ilk yarılarında, Irak satışlarımızı gerçekleştirdiğimiz ABD dolarındaki değer değişimi %18 seviyesinde kalınca, gelir tablosunun en tepesinde maalesef daralma görüyoruz.

Bu gerçekleri yatırımcılarımıza daha iyi anlatabilmek için, enflasyon muhasebesini baz alan mali tabloların yanı sıra, enflasyon muhasebesi uygulanmamış değişimleri TL ve USD bazında da paylaşarak, şirketin satış hacmi verilerini ayrıca göstererek; şirketin gerçek performansının anlaşılması için gereken çabayı gösteriyoruz.

Döviz kuru ve enflasyon arasındaki makasın açık olmasının şirketleri etkilediği diğer bir konu da yılsonu beklentileri.

Çoğu bireysel yatırımcının şirketlerden ısrarla (!) beklediği yeni siparişle ilgili KAP açıklamasından çok daha değerlidir yılsonu beklentileri. Şirketin beklediği ciro artışı, karlılık öngörülleri, planlanan yatırım harcamaları ve işletme sermayesi yönetimi, analistlerimiz ve kurumsal yatırımcılarımız için en değerli ipucudur.

Genelde şirketlerde olan uygulama, hazırlanan bütçelerde beklenen enflasyon oranına paralel bir döviz kuru değerlendirilmesidir. Bu makroekonomik varsayım üzerine kurulu bütçeyi baz alan “*Geleceğe Dönük Beklentiler*” altında yer alan tahminler de maalesef yukarıda açıklamaya çalıştığım durumdan olumsuz etkilenmektedir.

Önümüzdeki dönemde, enflasyondaki düşüş trendinin devamı sonucunda kur değişimi ile düzeltme katsayısı arasındaki makasın azalması beklenmektedir. Bu durumda, gerçek büyümelerin mali tablolara değer olarak yansımaları, şirketlerin “*büyüme hikayelerinin*” tekrar gün yüzüne çıkmasını bekliyoruz. Tabi en büyük beklentimiz, tek haneli enflasyonlu günlere dönerek, enflasyon muhasebesi uygulamasının devre dışı kalması ve yatırımcılarımıza okuması, yorumlaması daha kolay, anlaşılabilir mali tablolar sunabilmek.