

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları

Sektörler Bazında İncelemeler-III

Editörler

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu



Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları

*Sektörler Bazında İncelemeler-III
(2020-2024)*

Editörler:

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayrakdaroğlu



Published by
Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.
Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şhitkamil/Gaziantep
☎ +90.850 260 09 97
📞 +90.532 289 82 15
🌐 www.ozgurayinlari.com
✉ info@ozgurayinlari.com

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları Sektörler Bazında İncelemeler-III (2020-2024)

Financial Analysis Applications in Borsa İstanbul: Sector-Based Reviews III

Editörler: Doç. Dr. Yunus Kılıç • Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan • Prof. Dr. Ali Bayrakdaroglu

Language: Turkish
Publication Date: 2025
Cover design by Mehmet Çakır
Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0
Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (PDF): 978-625-8554-53-3

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub1060>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Kılıç, Y. (ed), Buğan, M. F. (ed), Bayrakdaroglu, A. (ed) (2025). *Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları Sektörler Bazında İncelemeler-III*. Özgür Publications. DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub1060>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozgurayinlari.com/>



Önsöz

Yatırımcılar ve finans uzmanları için stratejik bilgi, mevcut ekonomik ortamda akıllıca yatırım seçimlerinin temel taşıdır. “Borsa İstanbul’da Finansal Analiz Uygulamaları: Sektörler Bazında İncelemeler” başlıklı bu editoryal kitap, okurlarını finansal analizin derinlikleriyle buluşturarak Borsa İstanbul’un sektörel dinamiklerini analiz etmeyi amaçlıyor.

Her bir bölüm, belirli bir sektöre odaklanarak sektördeki kritik dinamikleri açıklıyor. Sektörün genel yapısı, büyüklüğü, önemli oyuncular ve gelecek projeksiyonları konularında derinlemesine bir analiz sunuluyor. Ayrıca, sektörde faaliyet gösteren önde gelen şirketlerin mali tabloları, oran analizi yöntemleri kullanılarak detaylı bir şekilde inceleniyor. Oran analizi, likidite, kârlılık, borç yapısı gibi kritik unsurları değerlendirerek şirketlerin finansal sağlığına dair önemli bilgiler sunuyor.

Kitap, mali tablo analizi konusundaki temel kavramları anlamak isteyen herkes için özel bir vurgu yaparak, örnek sektör analizlerinden elde edilen önemli öğretilerle okuyuculara pratik bilgiler sunmayı amaçlıyor. Finansal analizde sağlam bir temel oluşturmak isteyenler için bu kitap, sektörel perspektifler ve analitik becerilerle dolu bir rehber sunuyor.

“Borsa İstanbul’da Finansal Analiz Uygulamaları: Sektörler Bazında İncelemeler” adlı bu kitap hem finansal uzmanlar hem de yeni başlayanlar için, Türkiye’nin dinamik ekonomisinde yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve riskleri yönetmek için güçlü bir araç olacaktır.

Bu kitabın ortaya çıkmasında katkıda bulunan bölüm yazarlarımıza, değerli bilgi ve deneyimlerini paylaştıkları için, içten teşekkürlerimizi sunarız. Sektörel analizlerindeki derin perspektifleri ve metodolojik yaklaşımlarıyla kitabın bilimsel zenginliğine katkıları yadsınamaz. Son olarak bu uzun sürecin her aşamasında desteklerini esirgemeyen Özgür Yayınları’na ve grafiker Mehmet Çakır’a teşekkür ederiz.

Editörler

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu

Preface

Strategic knowledge for investors and financial experts is the cornerstone of wise investment choices in the current economic environment. By introducing readers into the depths of financial analysis, this editorial book titled “Financial Analysis Applications in Borsa Istanbul: Sector-Based Reviews” seeks to completely analyze the sectoral dynamics of Borsa Istanbul.

Each chapter focuses on a specific sector and explains the critical dynamics in the sector. An in-depth analysis is presented on the general structure of the sector, its size, important players and future projections. Additionally, the financial statements of leading companies operating in the sector are examined in detail using ratio analysis methods. Ratio analysis provides important information about the financial health of companies by evaluating critical elements such as liquidity, profitability and debt structure.

The book aims to provide readers with practical information through important learnings derived from sample sector analyses, with a special emphasis on anyone who wants to understand the basic concepts of financial statement analysis. For those looking to build a solid foundation in financial analysis, this book offers a guide packed with industry perspectives and analytical skills.

This book, titled “Financial Analysis Applications in Borsa Istanbul: Sector-Based Reviews”, will be a powerful tool for both financial experts and beginners to evaluate investment opportunities and manage risks in Turkey’s dynamic economy.

We would like to express our sincere gratitude to our chapter authors who contributed to the creation of this book for sharing their valuable knowledge and experiences. Their contribution to the scientific richness of the book is undeniable with their deep perspectives and methodological approaches in sectoral analysis. Finally, we would like to thank Özgür Press and graphic designer Mehmet Çakır for their support at every stage of this long process.

Editors

Assoc. Prof. Yunus Kılıç

Assoc. Prof. Mehmet Fatih Buğan

Professor Ali Bayrakdaroglu

İçindekiler

Önsöz	iii
Preface	iv

Bölüm 1

Finansal Analiz	1
<i>Yunus Kılıç</i>	
<i>Mehmet Fatih Buşan</i>	

Bölüm 2

Elektrik Gaz ve Su Sektörü Finansal Analizi	19
<i>Ayşegül Cığır</i>	
<i>Bülent Kınay</i>	

Bölüm 3

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektörü Finansal Analizi	47
<i>Bülent Kınay</i>	
<i>Ayşegül Cığır</i>	

Bölüm 4

İnşaat ve Bayındırlık Sektörü Finansal Analizi	77
<i>Özlem Doğan</i>	

Bölüm 5

Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Basım Sektörü Finansal Analizi	97
<i>Salih Aydın</i>	
<i>Mehmet Serkan Çalı</i>	

Bölüm 6

Oteller ve Lokantalar Sektörü Finansal Analizi	125
--	-----

Ömer İskenderoğlu

Erdinç Karadeniz

Bölüm 7

Savunma Sanayii Sektörü Finansal Analizi	147
--	-----

Kemal Faruk Yazgan

Şakir Sakarya

Bölüm 8

Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Finansal Analizi	183
--	-----

Adem Ruhan Sönmez

Finansal Analiz

Yunus Kılıç¹

Mehmet Fatih Buğan²

Özet

Finansal analiz, bir işletmenin finansal durum ve performansını değerlendirmek ve derinlemesine yorumlamak açısından oldukça önemlidir. Finansal analiz genel olarak işletmenin finansal sağlığı ve geleceği hakkında fikir vermektedir. Bu bölümde, finansal analizin amaçlarına, önemine ve finansal analiz tekniklerine yer verilmiştir. Bu kapsamda, dikey analiz, yatay analiz ve trend analizine teorik olarak kısaca değinilmiş ve oran analizi detaylı bir biçimde incelenmiştir. Oran analizi başlığında likidite, faaliyet, mali yapı, kârlılık ve borsa performans oranlarından uygulamada en sık kullanılanlar hesaplama yöntemleri ve yorumlamalarıyla ele alınmıştır. Bölüm, finansal analiz yapılırken dikkat edilmesi gereken unsurlara değinilerek sonlandırılmıştır.

1. Giriş

Finansal ya da mali analiz, bir işletmenin bir ya da birden fazla dönemine ait finansal tablo kalemlerinin birbirleriyle ve bütünüle olan ilişkilerinin çeşitli analiz teknikleri yardımıyla incelenmesi, analiz edilmesi ve yorumlanması işlemleri olarak tanımlanabilir. Finansal analiz yapılırken işletmenin finansal tablo verilerinin yanı sıra sektörün durumu, faaliyet gösterilen ülkenin ekonomik göstergeleri, dünyadaki ekonomik göstergeler gibi işletmenin gelecek yıllarını etkileyebilecek değişkenlerin de hesaba katılması önem arz etmektedir. Finansal analiz bir işletmenin hem geçmiş dönemlerdeki finansal durum ve performansını gösterir hem de geleceğe yönelik projeksiyon oluşturulması açısından fayda sağlar. Finansal analiz, işletmeler için çeşitli nedenlerden dolayı çok önemli bir rol oynar:

Finansal durum ve performans değerlendirmesi: Finansal analiz bir işletmenin finansal açıdan ne düzeyde sağlıklı olduğunu değerlendirmenin

1 Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, yunuskilic@akdeniz.edu.tr, ORCID: 0000-0002-9758-5118

2 Doç. Dr., Gaziantep Üniversitesi, mfbuğan@gantep.edu.tr, ORCID: 0000-0001-9027-9532

en temel yoludur. İşletmenin sahip olduğu varlıkları, borçları, özkaynağı, geliri, gideri, maliyetleri, kârı ya da zararı gibi temel finansal göstergelerini ve bu kalemlerle ilişkili diğer finansal kalemleri analiz ederek işletmenin finansal durumu ve performansı hakkında detaylı bilgi sahibi olunabilir.

Karar verme süreçleri: Finansal analiz işletmelerin finansal durum ve performansları ile ilgili geçmiş ve cari yıllar için derin bir bilgi sunduğundan bu bilgilere dayanarak geleceğe yönelik stratejik finansal kararlar alınmasına yardımcı olur. Yüksek maliyetlerin azaltılması, verimliliğin artması, yatırımların finansmanında kullanılacak kaynağın belirlenmesi, satış hacminin artırılması gibi kararlar genel olarak finansal analiz sonuçlarına dayanır. Ayrıca işletmeler, finansal analiz çıktılarına dayanarak finansal hedefler belirler. Bu hedefler, işletmenin büyüme, kârlılık, likidite ve diğer finansal açılardan ne tür sonuçlar elde etmeyi amaçladığını belirtir.

Bütçeleme: Birçok işletme finansal faaliyetleri içerisinde çeşitli bütçeler yapmaktadır. Finansal analiz kısa, orta ve uzun vadeli bütçe hazırlanmasında temel yol göstericilerden bir tanesidir.

Yatırım kararları: Finansal analiz işletmeler tarafından yapılabilirdiği gibi bireysel ya da kurumsal yatırımcılar tarafından da yapılabilir. Borsaya kote işletmeler faaliyet raporları vasıtasıyla finansal tablolarını paylaştıklarından finansal analiz tüm ilgililer tarafından yapılabilir. Dolayısıyla temel analizin temelini oluşturan finansal analiz yardımıyla yatırımcılar bilinçli bir biçimde yatırım kararlarını alabilirler.

Kredi kararları: Finansal analizi kullanan bir diğer paydaş bankalar başta olmak üzere kredi kuruluşlarıdır. Kredi verenler işletmenin kredibilitésini ya da kredi riskini ölçmek amacıyla finansal analizden yararlanır. Bu gerekçeyle, hem mevcut müşterilerinin performans seyirlerini görmek hem de yeni müşterileri finansal açıdan tanımak amacıyla kredi verenler finansal analize başvurur.

Özetlenecek olursa finansal analiz işletmelerin performans değerlemesi yapmaları, finansman sağlamaları, stratejik finansal kararlar almaları ve sürdürülebilir büyüme planları oluşturmaları açısından kritik bir öneme sahiptir.

2. Finansal Analiz Teknikleri

Belirli kriterler çerçevesinde düzenlenen finansal tablolar, çeşitli finansal analiz teknikleri kullanılarak ve karşılaştırmalar yapmak suretiyle analiz edilir ve işletmenin finansal durumu, borç ödeme yeteneği, kârlılığı ve verimliliği

gibi konular hakkında bilgiler sunar. Genel olarak finansal analizde kullanılan teknikler dört grupta incelenir. Bunlar;

- Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)
- Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)
- Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)
- Oran Yöntemi ile Analiz (Rasyo Analizi)

Bu bölümde, kitabımızın amacı doğrultusunda oran analizi alt oran gruplarıyla teorik olarak detaylı bir biçimde anlatılmaktadır. Diğer analiz türleri hakkında bilgi vermek ve genel olarak kullanım alanlarını belirtmek amacıyla oran analizi dışında yer alan analizler hakkında da kısaca bilgiler sunulmuştur.

2.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Yatay analiz olarak da adlandırılan karşılaştırmalı tablolar analizi, bir işletmenin iki veya daha fazla dönemine ait finansal tablolarının birbirini izleyen dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolarda yer alan hesap kalemlerinin zaman içerisinde göstermiş olduğu değişikliklerin incelenerek değerlendirilmesidir. Dönemler itibarıyla oluşan değişikliklerin hem tutar hem de yüzde olarak incelenmesi önem arz etmektedir. Değişimlerin sadece tutar ya da sadece yüzde olarak incelenmesi, değişimin işletmeler açısından öneminin gözden kaçırılmasına ya da gerekenden fazla önemli görülmesine neden olabilir. Yatay analiz tek bir dönem için yapılamaz, en az iki dönem gereklidir. Bu nedenle, dinamik bir analiz türüdür.

Karşılaştırmalı tablolar analizi sabit baz yöntemi ve hareketli baz yöntemi olmak üzere iki türlü yapılabilir. Sabit baz yönteminde bir dönem baz dönem olarak kabul edilir ve sonraki dönemler bu dönemle kıyaslanır. Hareketli baz yönteminde ise birbirini takip eden dönemler kıyaslanır. Genel olarak analizlerde hareketli baz yöntemi kullanılır.

Karşılaştırmalı tablolar analizinin başarılı olabilmesi için;

- Karşılaştırmaya tabi tutulan dönemler eşit uzunlukta olmalı,
- Finansal tablolar aynı muhasebe ilke ve politikalarına göre düzenlenmiş olmalı,
- Finansal tablolarda yer alan rakamlar için enflasyon düzeltmesi yapılmalıdır.

2.2. Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)

Dikey analiz olarak da adlandırılan yüzde yöntemi ile analiz, işletmelerin finansal tablolarında yer alan kalemlerin toplam ya da grup içindeki paylarının yüzdesel olarak dağılımının ve ağırlığının tespit edilmesinde kullanılır. Tek bir dönem için yapılabilen dikey analiz statik bir analiz türüdür. Dikey analiz statik bir analiz türü olmakla birlikte aynı işletmenin birden fazla dönemine ait finansal tabloları dikey analize tabi tutulup karşılaştırıldığında bu analiz dinamik bir analize dönüşebilir. Dikey analiz bilanço için yapıldığında, toplam varlıklar (kaynaklar) kalemi 100 olarak kabul edilir ve bilanço kalemlerinin toplam varlık ya da kaynak içerisindeki yüzdesi bulunur. Gelir tablosu için yapıldığında, net satışlar kalemi 100 olarak kabul edilir ve gelir tablosu kalemlerinin net satışlar içerisindeki önemi ortaya konulur.

Dikey analiz tekniğinin diğer analiz tekniklerine göre iki önemli üstünlüğü vardır:

- Diğer analiz tekniklerinde finansal tablolarda yer alan kalemlerin toplam içerisindeki yerini görebilmek mümkün değilken; dikey analiz her bir kalemin toplam içerisindeki payını yüzdesel olarak vermektedir.
- Finansal tablo kalemlerindeki değişiklikler sadece rakamsal olarak ifade edildiğinde, aynı sektörde yer alan farklı büyüklükteki işletmeler arasında anlamlı karşılaştırmalar yapmak mümkün değil iken; dikey analiz çok farklı ölçekteki işletmelerin dahi kıyaslanabilmesini mümkün kılmaktadır.

2.3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)

Trend analizi olarak da adlandırılan eğilim yüzdeleri yöntemi, işletmelerin finansal tablolarında yer alan kalemlerin dönemler arasında göstermiş olduğu artış ya da azalışları saptayarak bu değişikliklerin temel yıla göre oransal önemlerini ortaya koyar ve böylece işletmenin gelişme yönü belirlenir. Trend analizi, işletmenin finansal durumunun ve finansal performansının uzun dönemdeki eğilimini ortaya koyan bir analiz yöntemidir. Yöntem, birden fazla dönemi içerdiğinden dinamik bir analiz türü olarak sınıflandırılır. Yöntemde, analize dahil edilen bir yıl temel (baz) yıl olarak belirlenir ve o yıla ait tutarlar endeks gibi kabul edilerek 100 alınır. İzleyen yıllarda hesap kalemlerinin baz yıla göre yüzde olarak değişimi hesaplanır. Dolayısıyla her bir hesap kaleminin baz yıla göre yüzdesel değişim trendi uzun vadeli olarak izlenebilir. Bu yöntemde birbiriyle ilişkili kalemlerin trendleri grafikler içerisinde çizilerek görsel olarak da kolay bir biçimde yorumlanabilir.

Trend analizi tekniğinin başarılı olabilmesi için aşağıdaki unsurlara dikkat edilmesi gerekmektedir:

- Finansal tablolar aynı muhasebe ilke ve politikalarına göre düzenlenmiş olmalı,
- Temel yıl her açıdan (işletme, sektör, ülke) aşırılıkların olmadığı normal bir yıl olmalı,
- Özellikle küçük tutarlı finansal kalemlerin mutlak tutarlarına bakılarak da yorum yapılmalı, aksi takdirde yüzdesel trendlerde çok büyük oynaklıklar gözlemlenebilir,
- Uzun dönemlere ait veriler analize dahil edilmeli (asgari 5 yıl gibi).

2.4. Oran Analizi (Rasyo Analizi)

Oran analizi, finansal tablolarda yer alan birbiriyle ilişkili kalemlerin birbirlerine oranlanarak matematiksel olarak değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. Oran analizi rasyo analizi olarak da adlandırılmaktadır. Oran analizi, finansal tablolar analizi kapsamında en yaygın olarak kullanılan analiz tekniğidir. Bu analiz tekniğinde, finansal tablolar arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi ya da katı olarak belirtilmektedir. Bu oranlamalar sonucunda işletmenin borç ödeme yeteneği, borçlanma düzeyi, varlıklarının verimliliği, kârlılık durumu ve finansman yapısı gibi durumları hakkında yorum yapılabilir. Oranlar genel olarak tek bir döneme ait veriler üzerinden hesaplanabilir. Bu açıdan oran analizi, statik bir analiz türü olarak değerlendirilir. İşletmenin geçmiş yıllarına ait hesaplanan oranlar ile kıyaslama yaparak dinamik bir analiz gerçekleştirmek de mümkündür.

Oran analizinden beklenen faydanın sağlanabilmesi için oranların iyi yorumlanması ve oranlar arasındaki ilişkinin doğru tespit edilmesi gerekmektedir. Oranların işletmenin amaçlarıyla örtüşerek yorumlanmasında bazı kıstaslardan faydalanılması zorunludur. Yani hesaplanan oranların yorumu için dayanak noktalarına ihtiyaç vardır. Örneğin, cari yıl için hesaplanan oranlar işletmenin geçmiş yıllarına ait oranlarla kıyaslanarak işletmenin geldiği nokta hakkında daha anlamlı yorumlar yapılabilir. Ya da işletme için hesaplanan oranlar sektör oranları ya da rakip işletmelere ait oranlarla kıyaslanarak işletmenin durumu objektif bir biçimde yorumlanabilir. Bir başka kıstas ise genel kabul görmüş ölçülerdir.

Oran analizinin başarılı olması için aşağıdaki hususlara dikkat edilmesi gerekmektedir:

- Oranları tek tek değerlendirmek yerine ilişkili oranları birlikte değerlendirip yorumlamak gerekmektedir.

- Çok sayıda oran hesaplamak bilgi karmaşasına neden olabilir, bu nedenle amaç doğrultusunda az fakat firmanın finansal durumunu daha net ortaya koyabilecek şekilde oranların hesaplanmasına dikkat edilmelidir.
- Geçmiş yıllara göre oluşan değişikliklerin nedenlerini irdelemek gerekmektedir.
- Mevsimsel etkiler ya da enflasyondan kaynaklanabilecek etkiler dikkate alınmalıdır.
- Faaliyette bulunulan sektörün optimal finansal oranlarından faydalanılmalıdır.

Oran analizi kapsamında birçok oran grubundan söz edilebilir. Bu sınıflandırmanın nedeni her bir oran grubunun işletmenin farklı bir yönünü finansal açıdan ele almasıdır. Literatürde oran yöntemi ile analizde sıklıkla kullanılan rasyolar beş başlık altında sıralanabilir:

- Likidite oranları
- Faaliyet (Etkinlik) oranları
- Mali yapı oranları
- Kârlılık oranları
- Piyasa (Borsa) performans oranları

2.4.1. Likidite oranları

Likidite oranları, işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini (borçlarını) karşılama gücünü gösteren oranlardır. Ödeme gücünün tespitinde, işletmenin kısa vadeli borçları ile dönen varlıkları arasındaki ilişkiler analiz edilir. İşletmelerin parasal açıdan ödeme gücünü gösteren ve bilançonun vade uyumunun sağlanması noktasında dönen varlıklar ile kısa vadeli kaynakların örtüşmesi pratiğine dayanan likidite oranları, esasen işletmelerin “likit” olup olmadığını ortaya koymaktadır. Likidite oranları grubunda genel olarak üç temel oran hesaplanır ve yorumlanır: cari oran, asit-test (likidite) oranı ve nakit oranı.

Cari oran: Kısa vadeli borç ödeme gücünü en geniş perspektifte ele alan cari oran dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle bulunur. Bu oran, dönen varlıkların ve kısa vadeli yabancı kaynakların niteliğini dikkate almadığından, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren kaba bir ölçü niteliğindedir.

$$\text{Cari oran} = \frac{\text{Dönen varlıklar}}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}}$$

Genel olarak cari oranın 2 olması yeterli görülür. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran nispeten daha düşük çıkmaktadır. Yine de oranın mutlaka 1'den büyük olması arzu edilir. Oranın 1'den büyük olması, işletmenin ödeme gücünün emniyet marjı olarak görülmektedir. Standart rakamların yanı sıra daha da önemlisi oranı sektör oranları ile kıyaslamaktır. Bazen 2 oran sektöre göre küçük olabilirken bazen ise çok büyük olabilir. Bu nedenle finansal durumu etkileyecek tüm kıstasların oranları yorumlarken hesaba katılması istenir. Cari oranın olması gerekenden yüksek olması her ne kadar borç ödeme gücü açısından iyi bir durum olarak görülse de dönen varlıklara âtil yatırım yapıldığı anlamına da gelebilir. Bu nedenle oranın sektör ortalamasına yakın optimal bir düzeyde tutulmasında fayda vardır.

Asit-test oranı: Likidite oranı olarak da adlandırılan asit-test oranı cari oranı tamamlayarak onu daha anlamlı hale getiren bir orandır. Dönen varlıklar içerisinde paraya çevrilebilme hızı (likiditesi) en düşük olan varlıklar stoklar olduğu için bu oran, dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucunda işletmenin kısa vadeli borçlarını hangi ölçüde ödeyebildiğini gösterir. Burada amaç, işletmenin stoklarının paraya çevrilememe durumunda dahi kısa vadeli yabancı kaynakların ödenip ödenemeyeceğini ortaya koymaktır.

$$\text{Asit - test oranı} = \frac{(\text{Dönen varlıklar} - \text{Stoklar})}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}}$$

Sektörden sektöre, ülkeden ülkeye ve içinde bulunan ekonomik konjoktüre bağlı olarak değişmekle birlikte 1 civarında bir likidite oranı kabul edilebilir bir düzeydir. 1'in altındaki oranlar genel olarak işletmenin stoklara bağlı olmadan kısa vadeli borç ödeme problemi yaşayabileceğine işaret ederken 1'in üzerindeki oranlar nakit ve alacaklara fazla yatırım yapılmış olabileceğini gösterir.

Nakit oranı: dönen varlıklar içerisindeki en likit değerler olan para, pazarlanabilir menkul değerler ve dövizlerin kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanır. Bu oran, işletmelerde hem stokların para dönüştürülememesi hem de alacakların tahsil edilememesi durumunda sadece hazır değerlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödeneceğini ortaya koyar.

$$\text{Nakit oranı} = \frac{(\text{Dönen varlıklar} - \text{Stoklar} - \text{Alacaklar})}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}} \quad \text{ya da}$$

$$\text{Nakit oranı} = \frac{\text{Nakit ve nakit benzerleri}}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}}$$

Nakit oranının 0,20'nin altına düşmemesi genel bir kural olarak arzu edilmektedir. Oranın 0,20'nin altına düşmesi işletmeyi yeni kaynak arayışlarına yöeltebilir. Oranın 0,20'in üzerinde olması da nakdin âtıl olarak bekletildiği ve işletme faaliyetlerinde verimli bir şekilde kullanılmadığı anlamına gelir. Bu durum da işletmenin para kazanma gücünü azaltır ve yüksek gelir potansiyelinin altında kalmasına neden olur. Oranın optimal seviyede tutulması hem likidite hem de nakdin atıllığı açısından önem arz etmektedir.

2.4.2. Faaliyet (Etkinlik) oranları

Faaliyet oranları farklı kaynaklarda etkinlik oranları, aktivite oranları ya da devir hızı oranları olarak da adlandırılmaktadır. Bu oranlar, işletmelerin sahip oldukları varlıkları etkin kullanıp kullanmadıklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca, satışlara oranla varlıkların yeterli olup olmadığı ya da aşırı olup olmadığı hakkında da bilgi verir. Bu grupta yer alan oranlar için likidite oranlarında olduğu gibi standart oranlar söz konusu değildir. Devir hızı oranlarında genel olarak yüksek oran varlıkların verimli kullanıldığını gösterirken düşük oranlar verimsizlik göstergesidir. Devir hızı oranları genellikle alacak, stok ve toplam varlıklar için hesaplanır. Bu grupta yer alan oranların çoğunda verimliliği ölçmek amacıyla pay kısmında satışlara yer verilir.

Alacak devir hızı: işletmelerin alacaklarını ne kadar etkin bir biçimde tahsil edip edemediğini ortaya koyar. Farklı bir ifadeyle ticari alacakların bir yıl içerisinde kaç defa tahsil edildiğini belirtir. Bu oran, gelir tablosunda yer alan kredili satışların ticari alacaklara bölünmesiyle hesaplanır. Gelir tablolarında kredili satışlar çok fazla raporlanmadığından uygulamada daha çok net satışlar ile hesaplama yapılır. Oranda payda kısmında dönem başı ve dönem sonu ticari alacakların ortalamasını almak daha doğru sonuçlar verir. Bu durum, ticari alacakların işletme içerisinde ani değişimlerinden (artma ya da azalma) ortaya çıkabilecek yanıltıcı oranlardan kaçınmayı sağlar. Ancak uygulamada sadece cari yıla ait ticari alacaklar kullanılarak da hesaplamalar yapılmaktadır. Alacak devir hızına bağlı olarak alacakların ortalama kaç gün içerisinde tahsil edildiğini gösteren alacak tahsil süresi de hesaplanabilir.

$$\text{Alacak devir hızı} = \frac{\text{Kredili satışlar}}{\text{Ortalama ticari alacaklar}}$$

$$\text{Alacak tahsil süresi} = \frac{365}{\text{Alacak devir hızı}}$$

İşletmeler yüksek alacak devir hızı ve kısa tahsilat sürelerini arzu ederler. Çünkü bu sayede hızlı bir biçimde paraya dönebilen işletmeler, borç ödemekte ya da yatırımları finanse etmekte rahat ederler.

Stok devir hızı: işletmenin sahip olduğu stokların ne düzeyde etkin kullanıldığını gösteren orandır. Diğer bir ifadeyle stokların yılda kaç defa tüketildiğini gösterir. Stok kalemlerinin ne kadar bir süre içerisinde üretim faaliyetinde tükendiğini ya da hasılatla dönüştüğünü ölçmeye yardımcı olur. Stokların ne denli etkin yönetildiğini anlamak için sektör ya da rakip stok devir hızları ile kıyaslama yapmak gerekmektedir. Yüksek stok devir hızı stokların verimli kullanıldığını gösterirken düşük devir hızı verimsizliğe işaret eder. Alacak devir hızında olduğu gibi payda kısmında yıl içerisindeki stok hareketlerinden etkilenmemek adına ortalama stoklar kullanılır. Pay kısmında ise diğer devir hızlarından farklı olarak satılan malın maliyeti kalemi yer alır. Stoklar maliyet değeriyle bilançoya kaydedildiğinden oranda satışların maliyetinin kullanımının daha doğru olduğu kabul edilmektedir. Stok devir hızına bağlı olarak stokların bir yıl içerisinde kaç defa tüketildiğini ortaya koyan stok devir (tüketim) süresi oranı da hesaplanabilmektedir.

$$\text{Stok devir hızı} = \frac{\text{Satılan malın maliyeti}}{\text{Ortalama stoklar}}$$

$$\text{Stok devir (tüketim) süresi} = \frac{365}{\text{Stok devir hızı}}$$

Stok devir hızı yüksek olan işletmeler daha düşük bir fiyatla mal satarak satış hacimlerini genişletebileceğinden rakiplerine kıyasla rekabet avantajına sahip olurlar.

Aktif (Varlık) devir hızı: toplam varlıkların yılda kaç kez döndüğünü gösterir ve tüm varlıklara yapılan yatırımlarının ne kadar etkin kullanıldığını ortaya koyar. Net satışların toplam aktiflere bölünmesiyle bulunur. Diğer iki devir hızı oranında olduğu gibi paydada aktiflerin ortalaması alınır.

$$\text{Aktif devir hızı} = \frac{\text{Net satışlar}}{\text{Ortalama aktifler}}$$

Aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerden aktif devir hızı yüksek olanlar rakiplerine kıyasla varlıklarını daha verimli kullanmaktadır ve kapasite kullanım oranları daha yüksektir. Oranın düşük olması ise işletmenin tam kapasite ile çalışmadığı anlamına gelir.

2.4.3. Mali yapı oranları

İşletmenin kaynak ya da sermaye yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesinde mali yapı oranları kullanılmaktadır. Bu gruptaki oranlar, işletmenin yeterli bir öz kaynağa sahip olup olmadığının tespitinde, kaynak yapısı içerisinde borç-öz kaynak dengesinin ortaya konulmasında ve öz kaynak olarak yaratılan fonların hangi tür varlıklara kullanıldığının ölçülmesinde kullanılan oranlardır. Bilançonun pasif bölümünde yer alan kaynaklar kendi içerisinde ve varlıklarla ilişkilendirildiğinde bir dengeye sahip olmak zorundadır. Mali yapı oranlarından bu dengenin belirlenmesinde faydalanılmaktadır. Mali yapı oranları, borçlanma ya da kaldıraç oranları olarak da adlandırılır. En sık kullanılan mali yapı oranları aşağıda açıklanmıştır.

Borçların aktif toplamına oranı (Finansal kaldıraç oranı): finansal kaldıraç oranı ya da toplam borç oranı olarak da adlandırılan bu oran bir işletmede varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Kredi kuruluşları, işletmeler için bu oranın düşük olmasını isterler. İşletme sahipleri ise borcun maliyet avantajı (finansal kaldıraç etkisi) sebebiyle oranın yüksek olmasını arzularlar. Bu oran yükseldikçe finansal risk arttığından finansal kaldıraç etkisinin olumsuz dönmeye söz konusu olabilir. Bu nedenle finansal risk ve kârlılık arasındaki ilişkiye dikkat etmek gerekmektedir.

Gelişmiş ülkelerde toplam borç oranının %50'nin üzerine çıkması pek istenmez iken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran öz kaynak yetersizliği nedeniyle %50'nin üzerine çıkabilmektedir.

$$\text{Finansal kaldıraç oranı} = \frac{\text{Toplam borçlar}}{\text{Aktif toplamı}}$$

İşletmelerin optimal bir finansal kaldıraç oranı ile varlıklarını finanse etmesi gerekmektedir. Düşük finansal kaldıraç oranı borç kullanımının maliyet avantajından faydalanmayı engellerken yüksek kaldıraç oranı finansal riski artırdığından yeniden borçlanma maliyetini yükseltir ve finansal kaldıraçın negatif etkisiyle karşı karşıya kalınır.

Öz kaynakların aktif toplamına oranı: varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren bu oran özkaynakların varlık toplamına bölünmesiyle bulunur. Bu oran, finansal kaldıraç oranını tamamlayan bir orandır. Örneğin, bir işletmenin finansal kaldıraç oranı %40 ise özkaynakların aktif toplamına oranı %60 demektir. Oran, işletmenin uzun vadeli borç ödeme gücünü ortaya koyar. Oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli borçlarını ve bunların faizlerini geri ödemede herhangi bir

güçlkle karşılaşmayacağıını işaret eder. Oranın zaman içerisinde yükselme eğiliminde olması genel olarak yönetimin başarısına atfedilir.

$$\frac{\text{Öz kaynaklar}}{\text{Aktif toplamı}}$$

Kredi kurumları alacaklarını tahsil etmede sıkıntı yaşamamak adına bu oranın yüksek olmasını arzu ederler. İşletme sahipleri ya da yöneticileri ise finansal riski çok artırmadan oranın olabildiğince düşük olmasını tercih ederler. Oranın %50 civarında ya da daha üstünde olması kabul edilebilir seviye iken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde oran %50'nin altına inebilmektedir.

Öz kaynakların toplam borçlara oranı (Finansman oranı): işletmenin öz kaynakları ile borçları arasında dengeli bir oranın olup olmadığının analizine olanak verir. Oran, öz kaynakların borçlara bölünmesiyle bulunur. İşletmenin finansal bağımsızlığını gösteren bu oran finansman oranı, borçlanma katsayısı ya da ödeme gücü katsayısı olarak da ifade edilir. Oranın en az 1 olması arzu edilir. Oranın 1'den yüksek olması işletmeye kredi verenlerin baskısını azaltır. Oranın 1'den küçük olması ise işletme varlıklarının büyük kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiği anlamına gelir.

$$\text{Finansman oranı} = \frac{\text{Öz kaynaklar}}{\text{Toplam borçlar}}$$

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde oranın öz kaynak yetersizliği sebebiyle 0,70'lere kadar düşmesi normal kabul edilir.

Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı: borçların vade yapısı oranı ya da kısa vadeli borç oranı olarak da bilinen bu oran toplam borçların ne kadarının kısa vadeli (1 yıl içerisinde ödenmesi gereken) olduğunu gösterir.

$$\text{Kısa vadeli borç oranı} = \frac{\text{Kısa vadeli borçlar}}{\text{Toplam borçlar}}$$

Bu oran, işletmenin üretim şekline ya da faaliyet gösterdiği sektöre göre kolayca değişiklikler gösterebilir. Emek yoğun işletmelerde dönen varlıkların ve bununla dengeli bir şekilde toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçların yüksek olması normaldir. Diğer yandan, teknoloji yoğun işletmelerde duran varlıkların ve buna bağlı olarak toplam borçlar içerisinde uzun vadeli borçların yüksek olması normaldir. Ülkemiz gibi uzun vadeli borç bulmanın maliyetli ve zor olduğu ülkelerde toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlar

ağırlıklı olmaktadır. Bu durum finansal riski artırıcı bir durumdur. Genel bir kural olarak oranın %60-70’lerde olması uygun görülmektedir.

Duran varlıkların devamlı sermayeye oranı: Duran varlıkların ne ölçüde devamlı sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Devamlı sermaye uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynakların toplamına eşittir.

$$\frac{\text{Duran varlıklar}}{\text{Devamlı sermaye (Öz kaynaklar + Uzun vadeli yabancı kaynaklar)}}$$

Bilanço dengesinin sağlanması açısından dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla duran varlıkların ise devamlı sermaye ile finanse edilmesi istenir. Bu nedenle oranın genel olarak 1’den düşük olması arzulanır. Oranın 1’den büyük olması duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullanıldığını işaretler ve bu durum da uzun vadelerde fayda sağlayacak duran varlıkların kısa vadede finansman ile finanse edildiği için bir dengesizlik yaratılmasına neden olur.

Faiz karşılama gücü: işletmelere borç veren kredi kurumlarınca sıklıkla kullanılan bir orandır. Kreditörler, işletmeye vermiş oldukları borç faizlerinin işletme tarafından ödenip ödenemeyeceğini görmek amacıyla faiz karşılama gücünü dikkate alırlar. Oran, bir birim faiz giderine karşılık gelen faaliyet kârı tutarını gösterir ve böylece faiz ödemelerinin kolayca karşılanıp karşılanamayacağı konusunda fikir oluşturur. Oranın genel olarak 7 civarında olması arzu edilir ancak bu standart rakam ekonomik konjonktüre ve sektör dinamiklerine göre değişiklik gösterebilir.

$$\text{Faiz karşılama gücü} = \frac{\text{Faaliyet kârı}}{\text{Finansman giderleri}}$$

2.4.4. Kârlılık oranları

Kârlılık oranları işletmelerin genel olarak finansal performanslarını ya da başarılarını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, işletmelerin kârlı bir şekilde faaliyette bulunup bulunmadığını ortaya koyan bu oranların işletmelerdeki likidite, varlık ve borç yönetiminin bir birleşimi olduğu kabul edilmektedir. Kârlılık oranları ile işletmelerin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin verimlilik derecesi değerlendirilir.

Brüt kâr marjı: brüt kârın net satışlara ya da hasılatla bölünmesi sonucu bulunur. Brüt kâr hasılat ile satışların maliyeti arasındaki farktır. Oran diğer bir ifadeyle, net satışların yüzde kaçının brüt kâra ulaştığını ortaya koymaktadır. Birbirini takip eden dönemler bazında oran incelendiğinde

işletmenin oransal olarak maliyetlerinin artıp artmadığı konusunda kolaylıkla yorum yapılmasını sağlar.

$$\text{Brüt kâr marjı} = \frac{\text{Brüt kâr}}{\text{Net satışlar (Hasılat)}}$$

Oran, satışlar üzerinden elde edilen brüt kârlılığı gösterdiği için oldukça önemlidir. Oranın yüksek olması ya da yükselme trendinde olması işletmenin lehine yorumlanır.

Net kâr marjı (Dönem kâr marjı): satışlar üzerinden elde edilen net kârlılığı gösterir. Diğer bir ifadeyle, işletme satışlarının ne ölçüde kârlı yapıldığını gösterir. Oran, net kârın (dönem kârı) satış hasılatına (net satışlara) bölünmesi suretiyle bulunur.

$$\text{Net kâr marjı} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Net satışlar (Hasılat)}}$$

Net kâr marjının yüksek olması, işletmenin hem yatırım hem finansman hem de fiyatlama politikaları açısından dengeli ve başarılı bir işletme olduğu fikrini vermektedir. Oranın yüksek olması işletmenin faaliyetlerinde kârlı olduğunu göstermesi açısından önemlidir. İşletme lehine olan bu durumun geçmiş dönemlerle ve sektörlere kıyaslanması daha anlamlı yorumlar yapılması açısından önemlidir.

Varlıkların kârlılığı (Aktif getiri oranı): işletmenin sahip olduğu varlıkların ne düzeyde verimli kullanılıp kullanılmadığını gösteren orandır. Diğer bir ifadeyle, işletmenin yapmış olduğu varlık yatırımlarının sonucunda elde ettiği kârlılığı ve varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir. Uygulamada sıklıkla İngilizce karşılığının baş harfleri olan ROA (Return on Assets) şeklinde kısaltılır. Oran, dönem kârının toplam varlıklara bölünmesi yoluyla hesaplanır.

$$\text{Aktif getiri oranı} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Toplam varlıklar}}$$

Öz kaynak kârlılığı (Öz kaynak getiri oranı): işletme ortaklarının ilk baktığı oranlardan bir tanesidir. Çünkü bu oran, işletme sahiplerinin koymuş olduğu sermaye ile ne kadar kâr elde ettiklerini gösterir. Yani, öz kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığını ortaya koyar. Finansal rantabilite ya da mali rantabilite oranı olarak da ifade edilir. Literatürde sıklıkla İngilizce karşılığının baş harfleri olan ROE (Return on Equity)

şeklinde kısaltılır. Öz kaynak kârlılık oranı olarak da adlandırılabilen bu oran dönem kârının öz kaynaklara bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Öz kaynak getiri oranı} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Öz kaynaklar}}$$

Ülkemizde faaliyet gösteren Türk şirketlerinde diğer kârlılık oranlarına kıyasla bu oran daha yüksek olabilmektedir. Borç ağırlıklı sermaye yapısıyla dikkat çeken işletmelerimiz yüksek borca rağmen kâr elde ettiğinde düşük öz kaynak sebebiyle oran yüksek çıkmaktadır. Bu da öz kaynakların verimli kullanıldığını göstermektedir. Bu durum, kârlılık oranlarının birlikte değerlendirilmesi gereğini göstermektedir.

2.4.5. Piyasa (Borsa) performans oranları

Piyasa, pazar ya da borsa performans oranları olarak adlandırılabilen bu oran grubu işletme sahip ve yöneticilerini ilgilendirdiği kadar finansal piyasalarda yatırımlarını değerlendiren potansiyel yatırımcılar için de oldukça önem arz etmektedir. Bu oranlardan hisse senedi değerlemesinde de yararlanılır.

Hisse (Pay) başına kâr: anonim şirketlerde her bir hisse senedi başına düşen kâr payını gösterir. Net kârın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse senedi sayısı bilanço pasifinde yer alan ödenmiş sermayeye eşittir.

$$\text{Hisse başına kâr} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Hisse senedi sayısı}}$$

Hisse başına kâr oranı, işletmenin diğer işletmelere kıyasla gücünü ve performansını belirlemek amacıyla kullanılmaktadır.

Fiyat kazanç (F/K) oranı: bir işletmenin kazancının kaç katına satıldığını gösterir. Hisse başına düşen kâr payı ile hisse senedinin borsa fiyatı arasındaki ilişkiyi ortaya koyar.

$$\text{Fiyat kazanç (F/K) oranı} = \frac{\text{Hisse senedinin borsa fiyatı}}{\text{Hisse başına kâr}}$$

Oran, bir işletmenin hisse senetlerinin ne ölçüde ucuz olup olmadığını belirlemede kullanılır. Oranın düşük olması işletmenin hisse senetlerinin ucuz olduğu, yüksek olması ise pahalı olduğu beklentisini doğurmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bir işletme kazancının ne kadar az katına satılıyorsa o

kadar ucuzdur. Hisse senedinin ucuz olduğunu anlamak için BIST100 işletmelerinin F/K oranına da bakmak gerekmektedir.

Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı: hisse senedinin borsa fiyatı ile hisse senedinin defter değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koyar. Oran, bir işletmenin defter değerinin kaç katına satıldığını gösterir.

$$PD/DD \text{ oranı} = \frac{\text{Hisse senedinin borsa fiyatı}}{\text{Hisse başına defter değeri}}$$

Bir işletmenin toplam defter değeri öz kaynaklarına eşit olduğu için, formüldeki hisse başına defter değerini hesaplamak için toplam özkaynaklar hisse senedi sayısına bölünür. Bu oran da ucuzluk ya da pahalılık göstergesidir. PD/DD oranının genel bir kural olarak 1'den düşük olması durumunda işletmenin hisselerinin ucuz olduğu düşünülebilir. F/K'da olduğu gibi PD/DD değerine bakarak ucuzluk pahalılık belirlenirken BIST100 işletmelerinin ortalama PD/DD oranı ile kıyaslama yapmak gerekmektedir.

Sonuç

Finansal tablolar analizi, bir işletmenin finansal sağlığını ve performansını değerlendirmek için temel bir araçtır. Bu bölüm, bu önemli süreçteki ana bileşenler ve teknikler hakkında bir genel bakış sunmuştur. Bölümde, çok temel bilgilerle dikey, yatay ve trend analizi teknikleri ele alınmıştır. Oran analizi ise kitabın asıl amacına uygun bir biçimde likidite, faaliyet, mali yapı, kârlılık oranları ve borsa performans oranları başlıkları altında detaylı bir biçimde incelenmiştir. Bu teknikler, bir işletmenin finansal performansını değerlendirmek ve bilinçli kararlar almak için nicel bir yöntem sunar.

Finansal analiz yaparken her bir teknik türünün kendine özgü avantajları vardır. Bu avantajları artırmak ve analizi daha derine indirmek amacıyla tüm teknikleri kullanarak sonuçları sentezlemek önemlidir. Çok sayıda alt başlığa sahip oran analizini dahi farklı grup oranlarını ilişkilendirerek yorumlamak finansal analizin başarısını mutlak bir biçimde artıracaktır.

Finansal tablo analizinin herkes için aynı şekilde işlemeyebileceğini unutmamak önemlidir. Farklı sektörler ve işletmeler farklı metrikleri ve düşünce tarzlarını gerektirebilir. Ayrıca, ekonomik koşullar, pazar trendleri ve düzenleyici değişiklikler gibi dışsal faktörler, finansal performansa büyük ölçüde etki edebilir. Bu nedenle, bir işletmenin ya da bir sektörün finansal analizi yapılırken birçok değişkeni hesaba katarak daha geniş bir bakış açısıyla değerlendirme yapmak gerekmektedir.

Analistler olarak, finansal analiz yaparken finansal tablo analizinin sınırlamalarını ve potansiyel riskleri düşünmeliyiz. Finansal tablolardaki bilgiler tarihsel niteliktedir ve her zaman bir işletmenin gelecekteki perspektifini tam anlamıyla sağlamayabilir. Bu nedenle, nicel analizi nitel değerlendirmeler ve geleceğe yönelik bir bakış açısı ile birleştirmek de son derece önemlidir.

Özetlemek gerekirse, finansal tabloları yorumlamak ve analiz etmek, yatırımcılar, kreditorler, yöneticiler ve bir şirketin finansal refahı hakkında bir ilgi sahibi olan herkes için değerli bir beceridir. Karar vericilere sağlam finansal seçenekler yapma, kaynakları verimli bir şekilde tahsis etme ve bir şirketin başarısının veya başarısızlığının göstergelerini anlama yetisi verir. Bu bölümde belirtilen temel bilgi ve önerilerin derin bir anlayışı ve sürekli uygulaması ile, finans ve iş dünyasının daha bilinçli ve etkili bir katılımcısı haline gelinebilir.

Kaynaklar

- Akdoğan, N., & Nejat, T. (2007). Finansal Tablolar Analizi ve Mali Analiz Teknikleri, 12. Basım. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Elmas, B. (2019). Finansal Tablolar Analizi, 4. Basım. Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti., Ankara.
- Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2022). Financial statement analysis: a practitioner's guide. John Wiley & Sons.
- Gibson, C. H., & Boyer, P. A. (2013). Financial statement analysis.
- Gündoğdu, A. (2021). Uygulamalı Finansal Tablolar Analizi, 4. Baskı. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kaderli, Y. (2019). Temel Borsa Eğitimi.
- Karasioğlu, F., & Erdemir, Ö. Ü. N. K. (2019). Mali Tablolar Analizi. Eğitim Yayınevi, Konya.
- Kavcıoğlu, Ş. (2019). Sektörlere Göre Finansal Tabloların Karşılaştırmalı Analizi. Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Kaygusuz, S. (2018). Finansal tabloların okunması ve yorumlanması. Basım, Bursa: Dora Yayıncılık.
- Light, J. O. (2009). Financial statement analysis (Vol. 45). Wiley Online Library, 27.
- Robinson, T. R. (2020). International financial statement analysis. John Wiley & Sons.
- Toroslul, V. M., & Durmuş, N. C. (2016). Finansal tablolar analizi. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Okka, O. (2010). Finansal yönetim: teori ve çözümlü problemler. Nobel.
- Welc, J. (2022). Financial statement analysis. In Evaluating Corporate Financial Performance: Tools and Applications (sf. 131-212). Cham: Springer International Publishing.
- Yhip, T. M., Alagheband, B. M., Yhip, T. M., & Alagheband, B. M. (2020). Financial Statement Analysis. The Practice of Lending: A Guide to Credit Analysis and Credit Risk, 47-94.

Elektrik Gaz ve Su Sektörü Finansal Analizi 8

Ayşegül Cığır¹

Bülent Kınay²

Özet

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da Elektrik, Gaz ve Su (EGS) sektöründe faaliyet gösteren 36 şirketin 2020–2024 dönemindeki finansal yapısını oran analizi ve bileşik endeks (genel finansal sağlamlık endeksi) yaklaşımıyla ortaya koymaktır. Enerji talebindeki hızlı artış, yüksek sermaye gereksinimi, regülasyon baskısı ve borçlanmaya dayalı finansman yapısı, sektörün finansal kırılganlığını stratejik bir inceleme alanı haline getirmektedir. Çalışmada likidite, karlılık, finansal yapı ve etkinlikten oluşan 13 temel oran, Min–Max normalizasyonu ile 0–1 aralığına dönüştürülmüş; bu oranlardan dört alt endeks ve nihai olarak Finansal Sağlamlık Endeksi (FSI) türetilmiştir. Bulgular, sektörün 2020’de yüksek borçluluk ve zayıf karlılık ile “dip noktayı” gördüğünü, 2022’de borç oranlarındaki gerileme ve karlılıktaki zirve sayesinde FSI’nin en yüksek düzeye ulaştığını, 2024’te ise karlılığın zayıflamasına karşın güçlenmiş sermaye yapısı sayesinde bilanço dayanıklılığının korunduğunu göstermektedir. FSI dağılımı yaklaşık 0,30–0,60 bandında yoğunlaşmakta; bu da EGS sektörünün genel olarak orta–üst sağlamlık düzeyinde, ancak firma bazında **homojen bir yapı sergilemediğine** işaret etmektedir. Analiz, firmaları finansal olarak “iyileşen”, “kötüleşen” ve “istikrarını koruyan” üç ayrı profile ayırarak, riskin ve dayanıklılığın sektörde nasıl kümелendiğini görünür kılmaktadır. Çalışma, klasik oran analizini bileşik finansal sağlamlık endeksiyle bütünleştirerek EGS sektörü için özgün bir “finansal sağlamlık haritası” sunmakta; politika yapıcılar, yatırımcılar ve kreditörler açısından analitik bir çerçeve önermektedir.

- 1 Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, aysegulc@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-9128-4974>
- 2 Dr., Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, bulentkinay@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-9550-3193>

1. Giriş

Enerji, modern ekonomilerin can damarı ve kalkınmanın temel unsurlarından biridir (Worldbank, 2025). Enerji sektörü, ekonominin sürdürülebilirliği, üretim kapasitesinin devamlılığı ve toplum refahı açısından taşıdığı önem nedeniyle giderek daha stratejik bir konuma gelmektedir. Uluslararası Enerji Ajansı'na (IEA, 2025b) göre küresel enerji talebi son otuz yılda iki katına çıkmıştır. Son yıllardaki artış; klima gibi elektrik yoğun cihazlara erişimin yaygınlaşması, elektrik yoğun üretim yapısına geçiş, dijitalleşme, veri merkezleri ve yapay zeka kaynaklı artan enerji talebi ile nihai kullanıcıların giderek artan ölçüde elektrikleştirilmesi gibi yapısal eğilimleri yansıtmaktadır (IEA, 2025a). Enerji, artık yalnızca ekonomik bir girdi değil, aynı zamanda ulusal güvenlik, dış politika ve teknolojik dönüşüm açısından belirleyici bir unsur haline gelmiştir. Özellikle fosil yakıtlara bağımlı ülkelerde arz güvenliği, fiyat oynaklığı ve jeopolitik riskler enerji sektörünü kırılgan bir yapıya doğru sürüklemektedir (Yergin, 2020; Erkan, 2021; IEA, 2024).

Türkiye gibi enerjide dışa bağımlılık oranı %67,8 gibi yüksek oranda (Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı, 2025) olan ülkelerde bu kırılganlığın daha da belirgin hale geldiği söylenebilir. Diğer taraftan, ekonomik gelişim sürecinde olan ülkelerin, artan nüfusu ve ekonomilerini geliştirme gayretleri enerji tüketimini hızlandırmaktadır (Yılmaz Denizbilen, 2023). Son 20 yılda elektrik ve doğalgaz talep artışında, Çin'den sonra OECD ülkeleri arasında ikinci olarak Türkiye yer almaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı, 2025).

Enerji talebindeki artış, enerji şirketlerinin yatırım büyüklüğünü, finansman yapısını ve maliyet baskılarını doğrudan etkileyerek, sektörün finansal performansının devamlılığı açısından stratejik bir inceleme alanı haline gelmesine yol açmaktadır. Ayrıca enerji sektöründeki şirketler, uzun vadeli yatırım zorunlulukları, yüksek sermaye gereksinimi ve yoğun sabit kıymet yatırımları nedeniyle diğer sektörlerden belirgin biçimde ayrılmaktadır (İskenderoğlu vd., 2015; Paun, 2017). Literatürde, enerji sektörünün regülasyon etkisiyle sınırlı fiyatlama gücü gibi yapısal özelliklere sahip olduğu belirtilmektedir (Cambini ve Rondi, 2009). Bu durum, finansal performans göstergelerinin (ROA, ROE, borçlanma oranı, karlılık oranı gibi) diğer sektörlerle göre farklı sonuçların oluşmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla enerji şirketlerinin finansal oranlarının incelenmesi, sektörel özgünlükler sebebiyle ayrı bir analitik değerlendirme gerektirmektedir.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul (BİST)'da Elektrik, Gaz ve Su (EGS) sektöründe faaliyet gösteren 36 şirketin finansal performansı 13 temel finansal oran kullanılarak analiz edilmiştir. Sektörün finansal analizinde tanımlayıcı

istatistikler, Min–Max normalizasyon yöntemi, alt endeksler ve Finansal Sağlık Endeksi (FSI) kullanılmıştır. Bu çalışmanın sonuçları, enerji piyasası yapısının geliştirilmesinde, politika yapıcılar açısından enerji yatırımlarının sürdürülebilirliğinin ve piyasadaki finansal dengenin değerlendirilmesinde, şirket yönetimleri ve yatırımcılar açısından ise sektördeki risk ve fırsatların sağlıklı biçimde analiz edilmesinde yol gösterici nitelikte olacaktır. Enerji sektörü küresel anlamda benzer yapısal özellikler taşıdığından, Türkiye’deki BİST enerji şirketleri üzerinde yapılan kapsamlı bir oran analizi çalışması, benzer piyasalarda faaliyet gösteren enerji şirketleri için de karşılaştırmalı bir çerçeve sunabilecektir. Bu çalışma, hem Türkiye enerji piyasasının dinamiklerini hem de genel enerji ekonomisi literatürünü destekleyen ampirik sonuçlar sağlamayı hedeflemektedir.

2. Türkiye’de Elektrik Gaz ve Su Sektörü

Pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de elektrik piyasasında önemli bir yapısal dönüşüm süreci yaşanmış ve piyasa yapısı son 30 yılda sürekli olarak değişip gelişmiştir. Tekelci bir yapı ile faaliyetlerine adım atan Türkiye elektrik piyasası ise sektörde rekabetin oluşturulması amacıyla 2001 yılında deregülasyon hareketine katılmıştır. Piyasa yapısının düzenlenmesini içeren yeniden yapılanma süreci ise 4628 sayılı Elektrik Piyasası Kanunun yürürlüğe girmesi ve Elektrik Piyasası Düzenleme Kurumunun (EPDK) kurulmasıyla resmi olarak başlamıştır (Hadik ve Atak, 2022). 2001 reformları sonrasında üretim, iletim ve dağıtım faaliyetlerinin birbirinden ayrıştırılması ile enerji üretiminde tekeli bir yapının ortadan kaldırıldığı belirtilmektedir (Koç ve Gülşen, 2018).

Tekelci bir yapıdan sonra enerji sektörü, çoğu ülkede olduğu gibi Türkiye’de de regülasyona tabidir; fiyatlandırma mekanizmaları, tarife ve gelir tavanı uygulamaları düzenleyici kurum olan EPDK tarafından belirlenmektedir. Bu durum, sektördeki şirketlerin karlılık oranlarını ve nakit akışlarını belirli sınırlar içinde şekillendirebilir.

Piyanın serbestleşmesi ile birlikte Türkiye’de enerji sektöründeki şirketlerin sayısı her geçen gün artmaktadır; İstanbul Sanayi Odasının (İSO) yıllar itibarı ile tespit ettiği Türkiye’nin ilk 500 büyük sanayi işletmeleri ve ikinci büyük sanayi işletmeleri (İstanbul Sanayi Odası, 2025) arasında enerji sektöründeki şirketlerin sayısı ve büyüklüğü artmaktadır.

Bu bağlamda, EGS sektörünün BİST’teki görünümü, hem Türkiye’nin enerjide dışa bağımlılık ve enerji arz güvenliği sorunu, hem de enerji piyasasının regüle yapısı ile ilişkilidir. Sektörde faaliyet gösteren şirketlerin finansal oranlar üzerinden analiz edilmesi, sektörün devamlılığını ortaya koymak açısından

önem taşımaktadır. Türkiye’deki akademik çalışmalarda da enerji sektörü ilgi görmüştür.

BİST enerji firmaları üzerine yapılmış önceki ampirik çalışmalar genellikle sınırlı sayıda firma veya belirli bir oran grubuna odaklanmaktadır. Bu çalışma ise kapsamlı bir oran setiyle ve daha geniş bir firma evreniyle sektörel bir çerçeve sunarak literatürdeki boşluğu doldurmayı ve yatırımcılar, düzenleyici otoriteler ile işletme yöneticilerine karar alma süreçlerinde kullanılabilecek ampirik bir referans sağlamayı hedeflemektedir.

Bu amaçla, çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST’te işlem gören 36 EGS şirketinin 2020-2024 dönemine ait 5 yıllık verilerinin finansal analizi yapılmıştır.

Analiz kapsamındaki 36 şirketin borsa kod ve ünvanları Tablo 1’de sunulmaktadır.

Tablo 1. BİST Elektrik Gaz ve Su Sektöründeki Şirket Ünvanı ve Kodları

Sıra	Kod	Şirket Ünvanı
1	AIYEN	A1 YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
2	AHGAZ	AHLATCI DOĞAL GAZ DAĞITIM ENERJİ VE YATIRIM A.Ş.
3	AKENR	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
4	AKFYE	AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.
5	AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
6	AKSUE	AKSU ENERJİ VE TİCARET A.Ş.
7	ALFAS	ALFA SOLAR ENERJİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8	AYDEM	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.
9	AYEN	AYEN ENERJİ A.Ş.
10	BIOEN	BİOTREND ÇEVRE VE ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.
11	BIGEN	BİRLEŞİM GRUP ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.
12	CONSE	CONSUS ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ VE HİZMETLERİ A.Ş.
13	CWENE	CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
14	CANTE	ÇAN2 TERMİK A.Ş.
15	CATES	ÇATES ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
16	ARASE	DOĞU ARAS ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.
17	ENDAE	ENDA ENERJİ HOLDİNG A.Ş.
18	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
19	ENERY	ENERYA ENERJİ A.Ş.
20	ESEN	ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
21	GWIND	GALATA WIND ENERJİ A.Ş.
22	HUNER	HUN YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
23	ENTRA	IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.
24	IZENR	İZDEMİR ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
25	KLYPV	KALYON GÜNEŞ TEKNOLOJİLERİ ÜRETİM A.Ş.

26	LYDYE	LYDİA YEŞİL ENERJİ KAYNAKLARI A.Ş.
27	MAGEN	MARGÜN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
28	MOGAN	MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
29	NTGAZ	NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
30	NATEN	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.
31	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.
32	PAMEL	PAMEL YENİLENEBİLİR ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş. SMART GÜNEŞ ENERJİSİ TEKNOLOJİLERİ ARAŞTIRMA
33	SMRTG	GEL.ÜRETİM SAN. VE TİC.A.Ş.
34	TATEN	TATLIPINAR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
35	ZEDUR	ZEDUR ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
36	ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

Kaynak: Veriler 19/09/2025 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformundan elde edilmiştir (<https://kap.org.tr/tr/Sektorler>).

3. Veri Seti ve Yöntem

Bu bölümde, BİST EGS sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal analizini değerlendirmek ve yorumlamak için kullanılan veri seti ile bu verilerin işlenmesinde izlenen yöntem açıklanmaktadır. Çalışmanın temel amacı, 2020–2024 döneminde sektördeki firmaların likidite, karlılık, finansal yapı ve etkinlik oranlarını karşılaştırılabilir ve özet bir endeks yapısı altında değerlendirmektir.

Sektörün finansal yapısını sade, anlaşılır ve yorumlanabilir bir çerçevede analiz edebilmek için çalışmada dört temel oran grubu belirlenmiştir: likidite, karlılık, finansal yapı ve etkinlik oranlarıdır. Bu oranlar, sektörün hem kısa vadeli yükümlülükleri karşılama kapasitesini hem de uzun vadeli sürdürülebilirliğini değerlendirmede kullanılan en temel ve en kapsayıcı göstergelerdir. Ayrıca seçilen oranlar, sektördeki karmaşık finansal yapıyı gereksiz detaylara boğmadan, bütüncül bir finansal görünüm sunma avantajı sağlamaktadır. Çalışmada kullanılan oranlar aşağıda verilmiştir:

1. Likidite Oranları:

- Cari Oran (CO)
- Likit Oran (LO)
- Nakit Oran (NO)
- Dönen Varlıklar / Aktif Oranı (DV/A)

2. Karlılık Oranları:

- Aktif Karlılık (ROA)

- Özsermaye Karlılığı (ROE)
- Esas Faaliyet Kar Marjı (EFKM)
- FAVÖK Marjı
- Net Kar Marjı (NKM)

3. Finansal Yapı Oranları:

- Borç Kaynak Oranı
- Net Borç / Aktifler

4. Etkinlik Oranları:

- Aktif Devir Hızı (ADS)
- Nakit Döndürme Süresi (NDS)

Finansal veriler ve oranlar, güvenilir veri sağlayıcı platformlardan biri olan Stockkeys Pro üzerinden elde edilmiştir (bkz. Ek 1). Daha sonra bu oranlar sektörün yapısal heterojenliğini yönetebilmek için 0–1 aralığında normalize edilmiştir. Normalleştirilmiş oranlar dört ana başlık altında alt endeksler (Likidite, Karlılık, Finansal Yapı ve Etkinlik endeksleri) haline getirilmiş ve bu endekslerin eşit ağırlıklı ortalaması alınarak Finansal Sağlamlık Endeksi (FSI) oluşturulmuştur. Böylece, tek tek oranların dağınık ve parçalı bilgi üreten yapısı yerine, hem zaman boyutunu hem de firma farklılıklarını aynı anda yansıtan bütüncül bir bileşik ölçü elde edilmiştir.

4.Bulgular

4.1.Tanımlayıcı İstatistikler

EGS sektörü, uzun yatırım geri dönüş süresi, regülasyon bağımlılığı ve yüksek borçlanma ihtiyacı nedeniyle finansal oranların diğer sektörlerle kıyasla daha farklı davrandığı bir yapı sergilemektedir. Bu özellikler, sektördeki firmalar arasında finansal göstergeler bakımından yüksek düzeyde heterojenlik oluşmasına yol açmakta; bazı firmalar güçlü bilanço yapılarına sahipken, bazıları oldukça kırılgan finansal profiller sergileyebilmektedir. Bu nedenle tanımlayıcı istatistikler, sektörün karmaşık yapısını özetleyebilmek için bütüncül bir bakış sunar.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Oran		Yıl	N	Min	Max	Ortalama	Std. Sapma
Likidite Oranları	CO	2020	33	0,08	2,47	0,75	0,50
		2021	36	0,03	7,03	1,09	1,16
		2022	36	0,12	8,52	1,32	1,37
		2023	36	0,15	12,45	1,66	2,23
		2024	36	0,22	33,44	2,17	5,55
	LO	2020	33	0,04	1,95	0,58	0,42
		2021	36	0,03	3,67	0,87	0,75
		2022	36	0,11	7,80	1,12	1,29
		2023	36	0,14	5,80	1,27	1,35
		2024	36	0,18	33,19	1,90	5,45
	NO	2020	33	0,18	177,64	27,01	37,48
		2021	36	0,21	237,72	43,68	57,01
		2022	36	0,87	685,27	56,17	113,21
		2023	36	0,75	544,89	69,59	116,54
		2024	36	1,14	3307,12	129,71	547,07
	DV/A	2020	33	1,38	92,91	24,99	25,31
		2021	36	0,59	91,39	23,89	23,36
		2022	36	1,86	84,80	24,42	21,36
		2023	36	1,62	82,54	19,83	20,24
		2024	36	1,06	72,45	18,05	18,08
Finansal Yapı Oranları	Borç Kaynak Oranı (%)	2020	33	37,92	332,21	77,10	50,97
		2021	36	12,14	109,70	60,08	24,38
		2022	36	18,65	85,91	48,87	17,22
		2023	36	5,26	79,83	39,08	17,23
		2024	36	5,56	79,88	37,51	17,01
	Net Borç / Aktifler (%)	2020	33	-8,99	269,72	43,63	47,67
		2021	36	-26,43	80,99	31,47	26,06
		2022	36	-40,34	51,42	17,85	20,35
		2023	36	-68,14	49,56	14,48	23,28
		2024	36	-71,64	51,18	15,60	22,51
Etkinlik Oranları	ADH	2020	33	0,09	2,44	0,59	0,63
		2021	36	0,03	2,38	0,51	0,53
		2022	36	0,09	4,14	0,93	0,97
		2023	36	0,07	2,08	0,51	0,53
		2024	36	0,04	1,52	0,30	0,33
	NDS	2020	33	-1208,67	207,66	-55,46	232,68
		2021	36	-230,92	1454,12	38,20	258,79
		2022	36	-97,51	156,65	5,09	51,79
		2023	36	-105,91	141,83	5,21	55,12
		2024	36	-72,48	302,47	38,27	80,25

Karlılık Oranları	ROA (%)	2020	33	-88,07	29,82	-2,41	23,35
		2021	36	-65,57	57,07	3,49	20,80
		2022	36	-80,10	77,02	12,54	23,36
		2023	36	-2,64	63,63	12,30	13,02
		2024	36	-28,64	74,87	1,05	15,15
	ROE (%)	2020	30	-950,16	125,58	-32,75	184,39
		2021	32	-349,10	139,92	4,02	81,79
		2022	36	-226,19	112,07	27,72	55,51
		2023	36	-5,23	126,86	26,45	28,67
		2024	36	-36,07	99,73	2,25	21,95
	EFKM (%)	2020	33	-70,54	79,00	26,10	26,82
		2021	36	-58,50	67,55	23,99	21,60
		2022	36	-25,60	68,67	26,78	19,14
		2023	36	-15,79	54,68	16,74	15,35
		2024	36	-19,30	50,54	10,12	16,33
	F A V Ö K Marjı	2020	33	-62,56	111,97	40,20	33,24
		2021	36	-54,49	107,81	39,57	30,57
		2022	36	-20,60	87,55	39,77	25,57
		2023	36	-9,02	81,93	34,41	22,02
		2024	36	3,98	71,39	32,77	20,04
	NKM	2020	33	-154,01	86,39	-6,17	49,49
		2021	36	-225,23	1776,76	69,25	303,25
		2022	36	-100,22	284,90	28,12	61,33
		2023	36	-20,13	343,94	43,73	67,67
		2024	36	-527,29	1757,40	31,42	311,72

EGS sektöründe 2020–2024 döneminde likidite oranları genel olarak artış eğilimi göstermekte ve sektörün likidite yapısını güçlenmektedir. Ancak bu iyileşme, firmalar arasında belirgin bir heterojenlik içermektedir. 2020 yılında sektör genelinde yüksek likidite kırılmalılığı söz konusuyken, 2021 sonrasında nakit ve likit oranlardaki belirgin yükseliş, şirketlerin ihtiyatlı bir bilanço yönetimine yöneldiğine işaret etmektedir. Dönen varlıkların toplam aktifler içindeki payının azalması, sektörün uzun vadeli yatırım ve sabit varlık ağırlıklı yapısının korunduğunu göstermektedir.

EGS sektöründe 2020–2024 döneminde finansal yapı açısından en dikkat çekici gelişme, yüksek borçluluk düzeyinden daha dengeli bir sermaye yapısına doğru yaşanan belirgin dönüşümdür. Borçluluk oranları 2020'ye kıyasla ciddi biçimde gerilemiş, Net Borç/Aktif oranındaki azalma, sektörde borç geri ödemeleri ve güçlü nakit birikimi ile desteklenmiştir. Bu dönüşüm, 2024 yılında karlılık zayıflamış olsa bile sektörün finansal riskinin 2020 yılına göre belirgin biçimde azaldığını göstermektedir.

Etkinlik oranları incelendiğinde sektörde aktif devir hızının düşük olduğu gözlemlenmektedir. Sektörün yüksek sabit varlık yatırımı gerektiren yapısının olması, doğal olarak düşük aktif devir hızıyla çalışmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla düşük aktif devir hızı verimsizlik göstergesinden daha çok sektörün yapısal özelliği olarak değerlendirilebilir. Nakit döndürme süresi sektörün heterojenliğini en belirgin biçimde yansıtan göstergedir. Bazı işletmeler negatif NDS ile güçlü nakit avantajı taşıırken, bazıları uzun tahsil süreleri nedeniyle yüksek işletme sermayesi baskısı altındadır. 2024 yılında NDS yükselerek sektörün nakit bağlama süresinin uzadığını ve işletme sermayesi baskısının yeniden arttığını göstermektedir.

Karlılık göstergeleri incelendiğinde, ROA, ROE, FAVÖK oranı ve esas faaliyet karlılık oranının 2022 yılında diğer yıllara göre en yüksek seviyelere ulaştığı görülmektedir. 2023 ve 2024 yılında bu oranlar belirgin şekilde gerilemiş ancak karlılık devam etmiştir. Esas faaliyet karlılık oranındaki 2023 sonrası belirgin gerileme, operasyonel marjları üzerinde artan baskıya işaret etmektedir. Buna rağmen FAVÖK marjlarının görece istikrarlı kalması, şirketlerin operasyonel nakit üretme kapasitelerini koruduğunu göstermektedir. Net kar marjındaki yüksek oynaklık ise, sektörün finansman maliyetlerinden etkilendiğini gösterebilir.

Sonuç olarak, sektörün 2020 yılındaki kırılgan yapıdan hızla toparlanarak 2022–2023'te yüksek karlılık ve güçlenen sermaye yapısı ile tepe noktasına ulaştığı; 2024 yılında ise karlılıkta gerileme ve faaliyet verimliliğinde zayıflama yaşansa da bilanço dayanıklılığının korunduğu gözlemlenmektedir.

4.2. Normalizasyon, Alt Endeksler ve Finansal Sağlamlık Endeksi

EGS sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasında, aktif büyüklükleri, borç yapıları ve karlılık düzeyleri bakımından belirgin farklılıklar bulunmaktadır. Sektör aşırı derecede heterojen bir yapıya sahiptir. Bu durum, finansal oranların ham değerleriyle doğrudan karşılaştırılmasını sağlıklı hale getirmektedir. Özellikle uç değerlerin olduğu yıllarda karşılaştırma yapmayı güçleştirmektedir.

Bu problemi aşmak için çalışmada, tüm finansal oranlar 0–1 aralığında normalleştirilmiş ve şirketlerin performansları, sektör içindeki görece konumları üzerinden değerlendirilmiştir.

Finansal oranlar tek başına yorumlandığında sektör hakkında parçalı ve dağınık bir bilgi sunmakta; çok sayıda oran kullanılması ise analizi gereksiz biçimde karmaşıklıştırabilmektedir. Bu nedenle normalizasyondan sonra her bir oran grubu için alt endeksler (Likidite Endeksi, Karlılık Endeksi, Finansal Yapı Endeksi, Etkinlik Endeksi) oluşturulmuştur. Sonrasında bu alt endekslerin eşit ağırlıklı ortalaması alınarak Genel Finansal Sağlamlık

Endeksi (FSI) oluşturulmuştur. Böylece sektör hem firma bazında hem de yıllar itibarıyla bütüncül bir finansal sağlamlık perspektifi içinde değerlendirilmiştir.

4.2.1. Min-Max Normalizasyon

Çalışmada kullanılan finansal oranların karşılaştırılabilir hale getirilmesi amacıyla Min–Max normalizasyon yöntemi uygulanmıştır. Bu yöntemde oranların taşıdığı anlama bağlı olarak iki farklı normalizasyon yaklaşımı kullanılmıştır.

(i) Yüksek Değerin Olumlu Olduğu Göstergeler İçin Normalizasyon

Likidite, karlılık ve faaliyet verimliliğini temsil eden; yüksek değerleri olumlu kabul edilen göstergeler için aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$\text{Norm}_{-x} = \frac{X - X_{\min}}{X_{\max} - X_{\min}}.$$

yöntemle, söz konusu göstergelerde en iyi performansa sahip gözlem değeri 1'e, en zayıf gözlem değeri ise 0'a eşitlenmiştir.

(ii) Düşük Değerin Olumlu Olduğu Göstergeler İçin Normalizasyon

Borçluluk ve nakit bağlama süresini temsil eden; düşük değerleri olumlu kabul edilen göstergeler (Borç Kaynak Oranı, Net Borç/Aktifler ve Nakit Döndürme Süresi) için ise ters yönlü normalizasyon uygulanmıştır:

$$\text{Norm}_{-x} = \frac{X_{\max} - X}{X_{\max} - X_{\min}}.$$

sayede borçluluk ve nakit bağlama süresi düşük olan firmalar daha yüksek normalizasyon değerine sahip olmakta; yüksek borçluluk veya uzun nakit döngüsüne sahip firmaların ise endeks üzerindeki olumsuz etkisi ise doğru biçimde yansıtılmaktadır.

Ek 2'de, BİST EGS sektöründe işlem gören şirketlerin 2020–2024 dönemine ait 13 temel finansal oranının firma-bazında 0–1 aralığında normalleştirilmiş değerleri sunulmaktadır. Değerin 1'e yaklaşması, ilgili firmanın o oran açısından sektör içindeki en yüksek performansa; 0'a yaklaşması ise en düşük performansa işaret etmektedir.

4.2.1. Alt Endeksler ve Finansal Sağlamlık Endeksi (FSI)

Tek tek oranlara bakmak, sektöre dair parçalı ve dağınık bir bilgi üretmektedir. Kullanılan oran sayısı arttıkça tablo daha da karmaşık hale gelmektedir. Bu nedenle, normalizasyon sonrası her oran grubu için birer alt endeks oluşturulmuştur:

- Likidite Endeksi
- Karlılık Endeksi
- Finansal Yapı Endeksi
- Etkinlik Endeksi

Her bir alt endeks, ilgili gruptaki normalleştirilmiş oranların eşit ağırlıklı ortalaması şeklinde hesaplanmıştır. Daha sonra bu dört alt endeksin yine eşit ağırlıklı ortalaması alınarak FSI türetilmiştir. Alt endeksler ile FSI, sektörün yıllar içindeki genel sağlığını özetleyen bileşik göstergelerdir.

Ek 3'te yer alan Alt Endeksler ve FSI sonuçları incelendiğinde, FSI değerleri kabaca 0,30–0,60 bandında yoğunlaşmakta; bu bandın üst kısmına yaklaşan firmalar daha sağlam, alt kısmına yakın olanlar ise daha kırılgan bir finansal profil sergilediği görülmektedir. Öne çıkan bulguların özeti şu şekildedir:

- 2020 Yılı: FSI değerleri genel olarak 0,40–0,50 bandında, bazı firmalarda 0,30 seviyelerine kadar düşmektedir. ALFAS, MAGEN, NATEN gibi firmalar görece yüksek FSI ile öne çıkarken, bazı firmalarda düşük FSI değerleri riskin firma bazında yoğunlaştığını göstermektedir. 2020, finansal sağlamlık açısından tabanın görüldüğü ve heterojenliğin yüksek olduğu bir yıldır.
- 2021 Yılı: Çok sayıda firmada FSI, 2020 yılına göre hafif yükselmiştir. Likidite ve finansal yapı endekslerindeki iyileşme, karlılık endekslerindeki artışla birlikte FSI seviyelerini yukarı taşımaktadır. 2021, 2020'ye göre daha dengeli bir görünüm sunmaktadır.
- 2022: Karlılık endeksi başta olmak üzere çoğu alt endekste belirgin bir güçlenme vardır. Çoğu firmada FSI, 0,45–0,58 bandına yükselmekte; NTGAZ, ALFAS, GWIND, ENDAE/ENJSA, IZENR, CATES gibi firmalarda net bir iyileşme görülmektedir. Borçluluk oranlarındaki düşüş ve karlılıktaki zirve birleşince 2022, sektörün bileşik finansal sağlamlık açısından en kuvvetli yılı olarak öne çıkmaktadır.
- 2023: FSI genel olarak 2022'ye yakın, fakat bir miktar aşağı yönlü olduğu görülmektedir. Karlılık ve etkinlik endekslerinde hafif geri çekilme, finansal yapının hala güçlü olması sayesinde kısmen dengelenmektedir.

- 2024: FSI çoğu firmada 0,40–0,48 bandına sıkışırken, yalnızca istisnai örnekler (örneğin LYDYE: 0,74) anlamlı şekilde ayrılma göstermektedir. Karlılık endeksleri 2022–2023’e göre daha düşük, likidite endeksleri ise görece dengeli, finansal yapı endeksleri hala güçlü olmakla birlikte önceki kadar destekleyici değildir. 2024, FSI açısından 2022’ye göre zayıflamış, ancak 2020’ye kıyasla hala daha sağlam bir sektör fotoğrafı sunmaktadır.

FSI Değerleri 2020-2024 dönemi boyunca firma bazında incelendiğinde üç ana grupta değerlendirilebilir:

1.İyileşen Firmalar

Şirket bazında değerlendirme yapıldığında, 2020’den 2024’e iyileşen firmalar, LYDYE, CATES, IZENR, TATEN, CANTE, AYEN, AKENR ve ODAS’tır. Firmaların finansal sağlamlık endeksi artarak devam etmiştir. Bu firmalar, borç azaltımı, operasyonel karlılık artışı ve nakit dengesini birlikte başaramıştır.

2.Kötüleşen Firmalar

2020’den 2024’e kötüleşen firmalar, ALFAS, MAGEN, NATEN ve ESEN’dir. Firmaların finansal sağlamlık endeksi azalış eğilimindedir. Bu firmalar, döneme görece güçlü başlayan, fakat yüksek karlı yılların yarattığı imkanı sermaye yapısını kalıcı olarak güçlendirmek için kullanamayıp, 2024’e geldiğimizde finansal sağlamlık düzeyi 2020’nin bile altına gerileyen firmalar kümesidir.

3.Finansal İstikrarını Koruyan Firmalar

2020-2024 aralığında finansal istikrarını koruyan firmalar, AIYEN, AHGAZ, AKFYE, AKSUE, AYDEM, CONSE, ENDAE, ENJSA, GWIND, HUNER, MOGAN, NTGAZ, ZEDUR VE ZOREN’dir. Bu firmaların ortak özelliği “istikrarlı orta–üst sağlamlık bandında kalmalarıdır. Firmaların borçluluk, likidite ve karlılık göstergeleri belirli bir çitanın altına düşmemiştir.

Normalizasyon endeksleri ve FSI yıllar itibariyle değerlendirildiğinde, 2020 yılı, finansal kırılganlığın ve heterojenliğin en yüksek olduğu; 2022 yılı, karlılık ve sermaye yapısındaki güçlenmenin birleştiği en iyi yıl; 2024 yılı ise karlılıkta zayıflama ve faaliyet verimliliğinde gerilemeye rağmen bilanço dayanıklılığının büyük ölçüde korunduğu bir yıl olarak öne çıkmaktadır.

5. Sonuç

Bu çalışmada, BİST EGS sektöründe faaliyet gösteren 36 firmanın 2020–2024 dönemine ait finansal oranlar temel alınarak, sektörün finansal yapısı hem

tanımlayıcı istatistikler hem de bileşik endeksler aracılığıyla analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular, sektörün yüksek sermaye gerektiren, regülasyonlara bağımlı ve borçlanmaya dayalı yapısına paralel olarak, dönem boyunca hem zaman boyutunda hem de firma bazında belirgin bir heterojenlik sergilediğini ortaya koymaktadır.

Tanımlayıcı istatistikler, likidite oranlarında 2020 sonrasındaki belirgin artışa rağmen, likidite iyileşmesinin sektöre homojen biçimde yayılmadığını, riskin bazı firmalarda yoğunlaşmaya devam ettiğini göstermektedir. Dönen varlıkların aktifler içindeki payındaki azalma, sektörün sabit varlık ağırlıklı yapısının korunduğunu ve likidite artışının yapısal bir dönüşümden çok ihtiyati bilanço yönetimi niteliği taşıdığını ima etmektedir. Finansal yapı göstergeleri, 2020'deki yüksek borçluluk seviyelerinden daha dengeli bir sermaye yapısına geçişi doğrulamakta; Borç Kaynak Oranı ve Net Borç/Aktifler oranlarındaki düşüş, borç geri ödemeleri ve nakit birikimi ile desteklenen bir sermaye yapısının iyileştirilmesi sürecine işaret etmektedir. Etkinlik göstergelerinde düşük aktif devir hızı, sektörün sermaye yoğun yapısının doğal sonucu olarak değerlendirilirken; NDS'de gözlenen aşırı farklılık, işletme sermayesi baskısının firma bazında ne kadar ayrıştığını ortaya koymaktadır. Karlılık oranlarındaki zirve 2022 yılında yaşanmış, 2023 ve 2024'te karlılık kısmen gerilese de çoğu firmada pozitif bölgede kalmış; buna karşılık net kar marjındaki yüksek oynaklık, sektörün finansman maliyetlerinin etkisinde kaldığını teyit etmektedir.

Min–Max normalizasyonu ve alt endeksler aracılığıyla oluşturulan FSI, bu dağılık görünümü tek bir bileşik yapıda toplamış ve sektörün 2020–2024 dönemi için net bir “finansal sağlık haritası” sunmuştur. FSI değerlerinin yaklaşık 0,30–0,60 bandında yoğunlaşması, sektörün genel olarak orta–üst sağlık düzeyinde konumlandığını; ancak aynı bandın altına yakın firmalarda kırılganlığın, üst kısma yakın firmalarda ise görece dayanıklılığın belirginleştiğini göstermektedir. Zaman boyutunda bakıldığında 2020, finansal sağlık açısından dip; 2022, borçlulukta azalma ve karlılıkta zirve sayesinde tepe; 2024 ise karlılığın zayıfladığı fakat iyileşmiş sermaye yapısı sayesinde bilanço dayanıklılığının korunduğu bir ara denge yılı olarak öne çıkmaktadır.

Firma bazında sonuçlar, sektörde üç temel profil ortaya koymaktadır. İyileşen firmalar (LYDYE, CATES, IZENR, TATEN, CANTE, AYEN, AKENR, ODAS), 2020–2024 döneminde FSI değerlerini istikrarlı biçimde yukarı taşıyarak; yüksek karlılık dönemlerini borç azaltımı, sermaye yapısını kalıcı olarak güçlendirme ve nakit dengesini iyileştirme yönünde kullanabilen grup olarak tanımlanmaktadır. Kötüleşen firmalar (ALFAS, MAGEN, NATEN, ESEN) ise döneme görece güçlü başlamakla birlikte, 2022–2023'teki yüksek karlılık yıllarını sermaye yapısında kalıcı bir güçlenmeye dönüştürememiş;

2024'e gelindiğinde FSI değerleri 2020'nin bile altına gerilemiştir. Finansal istikrarını koruyan firmalar (AIYEN, AHGAZ, AKFYE, AKSUE, AYDEM, CONSE, ENDAE, ENJSA, GWIND, HUNER, MOGAN, NTGAZ, ZEDUR, ZOREN) ise 0,40–0,50 civarında seyreden FSI düzeyleriyle, borçluluk, likidite ve karlılık göstergelerini belirli bir eşik altında bozulmadan yönetebilen, şoklara karşı görece dayanıklı ancak sıçrama potansiyeli sınırlı orta–üst segmenti temsil etmektedir.

Sonuç olarak, EGS sektörü 2020–2024 döneminde kırılğan bir başlangıçtan, karlılık ve sermaye yapısının tepe yaptığı zirve yıllarına, oradan da karlılığın normalleştiği fakat bilanço dayanıklılığının korunduğu hibrit bir yapıya evrilmiştir. Bu çalışma, tanımlayıcı istatistikler ve finansal sağlamlık endeksi yaklaşımını birleştirerek, sektörün hem makro ölçekteki finansal fotoğrafını hem de firma bazındaki kritik ayrışma noktalarını görünür kılmakta; aynı zamanda akademisyenler, yatırımcılar ve kreditorler için kullanılabilir, karşılaştırılabilir ve genişletilmeye elverişli bir analitik çerçeve sunmaktadır.

Kaynaklar

- Cambini, C., & Rondi, L. (2009). Incentive regulation and investment: evidence from European energy utilities. *Journal of Regulatory Economics* 2009 38:1, 38(1), 1–26. <https://doi.org/10.1007/S11149-009-9111-6>
- Erkan, A. Ç. (2021). Yeni Harita: Enerji, İklim ve Ulusların Çatışması. *Novus Orbis: Siyaset Bilimi ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 3(1), 92–99. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/novusorbis/issue/62654/927351>
- Hadik, İ. E., & Arak, M. (2022). Rekabete Dayalı Serbest Elektrik Piyasasına Doğru: Türkiye Elektrik Üretim A.Ş. İçin Bir Özelleştirme Planı. *Sosyoekonomi*, 30(53), 509–535. <https://doi.org/10.17233/SOSYOEKONOMI.2022.03.25>
- IEA. (2024). World Energy Outlook 2024. 7 Aralık 2025 tarihinde <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024> adersinden erişildi.
- IEA. (2025a). Global trends – Global Energy Review 2025 – Analysis. 7 Aralık 2025 tarihinde <https://www.iea.org/reports/global-energy-review-2025/global-trends> adersinden erişildi.
- IEA. (2025b). Total final consumption (TFC) by source, World, 1990-2023. 7 Aralık 2025 tarihinde <https://www.iea.org/data-and-statistics> adersinden erişildi.
- İskenderoğlu, Ö. Karadeniz, E. Ayyıldız, N. (2015). Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3), 86–97. <https://dergipark.org.tr/en/pub/iicder/issue/31649/347036>
- İstanbul Sanayi Odası. (2025). Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu. 7 Aralık 2025 tarihinde <https://www.iso500.org.tr/> adersinden erişildi.
- Koç, Ö. E., & Gülşen, M. A. (2018). Elektrik Enerjisi Piyasasında Regülasyon ve Bağımsız Düzenleyici Kurumlar: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi*, 26(38), 37–51. <https://doi.org/10.17233/SOSYOEKONOMI.2018.04.03>
- Paun, D. (2017). Sustainability and Financial Performance of Companies in the Energy Sector in Romania. *Sustainability* 2017, Vol. 9, Page 1722, 9(10), 1722. <https://doi.org/10.3390/SU9101722>
- Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı. (2025). Türkiye'nin Uluslararası Enerji Stratejisi. 7 Aralık 2025 tarihinde https://www.mfa.gov.tr/turkiye_nin-enerji-stratejisi.tr.mfa adersinden erişildi.
- Worldbank. (2025). Energy Overview: Development news, research, data. 7 Aralık 2025 tarihinde <https://www.worldbank.org/en/topic/energy/overview> adersinden erişildi.
- Yergin, D. (2020). *The New Map: Energy, Climate and The Clash of Nations*. New York: Penguin Press.

Yılmaz Denizbilen, S. (2023). Enerji Talebi ve Dünya Ekonomisi Açısından Önemi. *İktisadi Araştırmalar Dergisi*, 1(1), 18–23. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/dpuiaad/issue/83572/1450888>

Ek1.Finansal Veriler ve Oranlar

Kod	Yıl	CO	LO	NO	DV/ Aktif	ROA	ROE	EFK M.	FAVÖK M.	Net Kar M.	Borç/K	Net B. / A	ADH	NDS
AIYEN	2024	0,63	0,52	31,19	3,26	7,24	10,05	38,15	66,45	61,05	25,32	14,44	0,12	48,19
AHGAZ	2024	1,10	1,06	27,23	45,00	1,97	6,51	6,38	14,32	6,74	60,16	-4,98	0,29	-34,53
AKENR	2024	0,81	0,73	46,50	9,09	-7,35	-17,82	-1,05	7,04	-12,94	60,74	47,93	0,57	-10,23
AKFYE	2024	0,85	0,82	40,02	4,93	0,28	0,42	34,13	56,90	3,09	26,80	13,96	0,09	-72,48
AKSEN	2024	0,68	0,55	4,86	17,90	2,27	4,31	16,31	22,68	6,34	46,20	32,76	0,36	61,95
AKSUE	2024	1,13	1,08	84,65	4,88	-0,89	-1,26	-0,95	35,90	-13,43	27,04	1,69	0,07	62,78
ALFAS	2024	1,36	0,85	31,74	52,89	2,53	4,76	6,17	7,48	2,59	47,53	5,82	0,98	57,58
AYDEM	2024	1,00	1,00	49,44	12,08	-16,11	-32,14	14,63	60,33	-178,78	51,50	37,22	0,09	118,93
AYEN	2024	1,03	1,01	25,28	10,41	2,97	4,79	20,55	32,30	11,28	34,55	25,95	0,26	1,38
BIOEN	2024	0,65	0,37	6,81	12,06	0,77	1,93	-13,63	13,13	3,67	56,92	40,96	0,21	-14,54
BIGEN	2024	0,27	0,20	7,24	5,78	6,75	18,26	29,88	48,04	29,57	62,11	51,18	0,23	-7,75
CONSE	2024	0,39	0,18	1,75	14,67	2,90	7,34	3,56	24,13	11,08	55,59	40,82	0,26	65,43
CWENE	2024	1,49	0,79	7,70	51,15	2,12	3,73	15,60	19,98	3,47	43,31	20,03	0,61	123,63
CANTE	2024	1,67	0,97	4,93	20,68	-4,42	-4,88	12,37	36,99	-20,20	12,72	-0,29	0,22	206,63
CAIES	2024	5,79	4,89	134,86	18,44	-24,57	-30,90	1,10	17,82	-63,53	10,69	-3,41	0,39	40,96
ARASE	2024	1,56	1,46	17,55	34,01	0,60	1,00	14,46	15,09	0,40	38,95	9,68	1,52	10,48
ENDAE	2024	1,23	1,18	92,28	4,29	-5,37	-8,98	6,30	37,90	-57,78	18,17	1,67	0,09	-24,93
ENJSA	2024	1,23	1,18	92,28	4,29	-5,37	-8,98	6,30	37,90	-57,78	18,17	1,67	0,09	-24,93
ENERY	2024	0,64	0,60	29,66	15,92	4,51	10,62	5,73	12,93	12,02	44,93	-3,19	0,38	-38,65
ESEN	2024	0,71	0,67	5,62	8,57	-1,27	-2,50	3,76	30,76	-22,86	31,74	20,02	0,06	16,47
GWIND	2024	2,00	1,96	163,39	10,92	5,25	7,17	42,92	69,19	35,29	29,39	6,57	0,15	-13,42
HUNER	2024	0,52	0,42	19,11	6,36	6,91	13,17	36,61	65,05	59,18	43,43	21,93	0,12	-38,17
ENTRA	2024	0,40	0,34	24,79	5,19	4,62	7,38	15,54	71,39	64,01	35,40	27,16	0,07	-23,31
IZENR	2024	7,66	4,35	241,75	17,40	-5,86	-6,21	3,10	10,89	-12,78	5,56	-1,20	0,46	64,99
KLYPV	2024	0,79	0,29	1,14	34,26	-1,69	-4,09	4,26	13,06	-6,03	62,17	39,98	0,28	302,47
LYDYE	2024	33,44	33,19	3.307,12	72,45	74,87	99,73	-16,33	29,17	1.757,40	23,85	-71,64	0,04	31,80
MAGEN	2024	0,71	0,67	5,78	8,34	-1,40	-2,07	5,00	31,38	-24,84	31,41	19,54	0,06	14,55
MOGAN	2024	0,39	0,37	22,60	4,35	-2,83	-6,50	-2,76	55,20	-29,43	44,02	24,17	0,10	12,84
NTGAZ	2024	1,46	1,41	35,90	29,03	6,96	9,29	13,06	19,87	6,38	28,23	-0,20	1,09	-10,38
NATEN	2024	0,80	0,75	5,66	9,95	-0,24	-0,70	-18,90	3,98	-3,41	31,64	19,36	0,07	233,00
ODAS	2024	1,27	0,77	29,70	23,13	-8,22	-18,45	13,96	38,22	-38,16	22,04	-3,93	0,22	129,63
PAMEL	2024	2,06	1,78	31,71	1,06	-28,64	-36,07	-19,30	34,90	-527,29	26,12	0,28	0,05	7,87
SMRTG	2024	0,94	0,69	4,33	60,97	2,38	11,81	12,42	14,41	3,78	79,88	33,77	0,63	35,69
TAIEN	2024	0,42	0,42	19,63	3,31	14,58	39,91	50,54	68,04	75,90	43,77	40,54	0,19	-29,55
ZEDUR	2024	0,22	0,22	7,64	1,57	3,10	3,96	-1,54	34,72	55,19	19,85	14,02	0,06	62,10
ZOREN	2024	0,67	0,60	7,66	11,29	-1,62	-3,66	5,97	22,24	-7,97	50,63	37,20	0,20	11,39
AIYEN	2023	0,39	0,39	25,31	2,33	0,18	0,26	17,21	44,12	1,77	30,94	18,61	0,10	8,12
AHGAZ	2023	1,29	1,24	95,80	26,97	9,79	24,90	4,46	7,35	15,49	42,35	-16,81	0,63	-30,94
AKENR	2023	0,31	0,28	15,81	7,91	17,34	48,78	4,77	10,87	21,29	56,87	45,34	0,81	-18,65
AKFYE	2023	0,54	0,54	36,32	4,93	15,71	29,44	47,23	64,48	104,27	40,91	25,16	0,15	-59,16
AKSEN	2023	1,24	1,14	12,14	30,62	11,69	21,07	18,21	22,61	15,63	37,94	21,09	0,75	61,19
AKSUE	2023	0,24	0,20	2,59	1,62	12,61	20,43	20,31	49,93	125,06	30,88	12,08	0,10	60,05
ALFAS	2023	1,72	1,06	65,79	73,81	27,92	53,48	18,21	18,57	13,44	46,12	-22,53	2,08	17,37
AYDEM	2023	2,27	2,26	96,80	8,52	-2,64	-5,23	33,28	66,77	-20,13	48,53	32,61	0,13	19,25
AYEN	2023	1,18	1,17	21,96	11,66	9,25	16,91	15,36	25,03	25,66	36,19	30,24	0,36	-11,34
BIOEN	2023	0,71	0,42	9,17	14,83	13,27	35,99	0,59	20,41	42,46	63,09	38,49	0,31	-60,47
BIGEN	2023	0,29	0,28	18,84	6,72	26,95	91,85	35,36	50,91	128,22	63,15	49,56	0,21	8,47
CONSE	2023	0,38	0,14	4,82	17,35	6,96	17,60	5,77	20,14	17,73	65,11	42,28	0,39	35,37

CWENE	2023	1,68	0,87	18,54	52,21	4,78	9,69	18,23	20,27	3,29	42,60	9,19	1,45	61,16
CANTE	2023	5,19	3,09	13,74	23,88	3,02	3,57	13,47	27,15	7,66	5,26	-0,51	0,39	141,83
CATES	2023	1,09	0,97	58,80	19,45	15,45	24,94	11,62	25,44	28,73	27,66	0,86	0,54	38,31
ARASE	2023	1,92	1,84	25,63	35,85	43,18	80,65	18,14	18,65	22,27	40,87	15,27	1,94	-1,16
ENDAE	2023	2,40	2,37	224,25	8,61	0,83	1,42	13,63	43,85	5,86	18,92	-2,06	0,14	-79,95
ENJSA	2023	2,40	2,37	224,25	8,61	0,83	1,42	13,63	43,85	5,86	18,92	-2,06	0,14	-79,95
ENERY	2023	0,83	0,78	50,03	19,18	8,04	20,97	5,16	8,04	11,06	47,01	-8,49	0,73	-31,15
ESEN	2023	0,79	0,74	18,57	8,54	2,03	4,14	10,04	32,72	24,99	34,45	19,34	0,08	-39,64
GWIND	2023	0,84	0,82	39,51	3,56	8,19	10,53	54,68	75,58	33,54	23,22	6,76	0,24	-0,77
HUNER	2023	0,25	0,22	5,06	3,89	1,20	2,58	28,71	65,44	11,32	52,56	27,70	0,11	-46,18
ENTRA	2023	0,15	0,14	6,18	1,80	5,42	10,12	43,12	81,93	44,53	39,62	33,83	0,12	-64,04
IZENR	2023	12,45	5,79	396,57	18,66	13,75	15,27	8,94	12,54	14,51	5,56	-1,68	0,95	35,09
KLYPV	2023	1,12	0,39	0,75	28,75	19,57	49,72	13,72	18,63	25,88	54,06	33,91	0,76	93,71
LYDYE	2023	2,58	2,33	213,27	82,54	63,63	126,86	-15,79	-9,02	93,83	41,09	-68,14	0,68	86,33
MAGEN	2023	0,83	0,79	20,46	7,91	2,79	4,26	20,43	47,39	40,98	33,53	18,58	0,07	-105,91
MOGAN	2023	0,54	0,51	31,13	6,69	1,61	4,15	14,63	56,57	9,91	55,55	33,80	0,16	9,54
NTGAZ	2023	1,76	1,68	47,67	30,24	3,49	4,54	9,24	17,30	2,39	20,35	-5,42	1,46	-12,52
NATEN	2023	0,86	0,79	16,02	10,38	0,69	1,99	6,18	19,36	4,40	35,40	19,13	0,16	10,29
ODAS	2023	1,48	0,89	19,41	23,89	19,40	37,74	16,35	31,85	51,16	21,21	-2,16	0,38	71,35
PAMEL	2023	6,01	5,80	544,89	7,45	24,80	32,60	-8,67	33,93	343,94	15,61	-4,08	0,07	0,77
SMRTG	2023	1,11	0,79	12,96	67,53	15,13	65,54	16,00	17,79	12,64	79,83	28,76	1,20	59,70
TATEN	2023	1,82	1,82	97,76	14,55	8,48	27,77	53,83	70,38	43,77	46,88	33,99	0,19	-40,47
ZEDUR	2023	0,33	0,27	6,99	2,29	15,30	21,05	8,43	54,00	200,81	23,62	17,69	0,08	55,51
ZOREN	2023	0,63	0,36	7,39	20,13	12,13	35,03	8,02	23,75	40,03	60,95	40,77	0,30	-3,60
AIYEN	2022	0,80	0,78	58,15	5,19	6,67	10,48	50,61	76,73	64,90	34,15	18,58	0,10	-21,49
AHGGAZ	2022	1,10	1,07	62,33	36,44	15,73	43,07	5,86	8,15	11,09	50,82	-17,66	1,42	-11,37
AKENR	2022	1,11	1,09	39,31	16,40	8,27	36,55	6,69	10,98	6,44	73,71	45,15	1,28	-9,07
AKFYE	2022	0,60	0,60	37,77	7,01	-6,53	-15,25	55,87	73,24	-31,93	54,72	32,82	0,20	-46,97
AKSEN	2022	1,43	1,38	15,58	34,07	14,72	28,49	11,46	14,21	6,41	41,28	21,98	2,30	28,48
AKSUE	2022	0,24	0,22	6,07	2,74	-0,11	-0,22	42,85	69,59	-0,60	47,90	22,21	0,18	40,83
ALFAS	2022	1,60	1,13	80,44	81,78	42,27	91,97	19,95	20,27	19,52	51,30	-40,34	2,17	8,09
AYDEM	2022	1,91	1,91	103,19	8,43	12,08	25,42	50,76	79,14	65,73	50,96	31,88	0,18	20,58
AYEN	2022	1,46	1,46	90,56	28,64	20,78	48,74	35,42	39,68	21,55	50,04	16,87	0,96	-2,94
BIOEN	2022	1,01	0,81	2,27	30,48	13,61	38,11	23,43	36,17	24,67	62,75	41,99	0,55	-88,02
BIGEN	2022	0,15	0,14	5,04	6,90	15,99	112,07	35,40	49,77	62,14	85,91	41,57	0,26	-35,13
CONSE	2022	0,71	0,30	10,21	18,78	3,25	7,43	13,57	29,14	6,83	53,14	36,61	0,48	35,06
CWENE	2022	1,09	0,64	20,11	62,88	28,86	81,82	19,43	21,05	15,01	65,77	-1,17	1,92	72,35
CANTE	2022	1,74	0,96	16,88	20,87	23,04	36,13	33,19	37,42	22,88	30,82	19,46	1,01	27,42
CATES	2022	2,65	2,19	14,58	11,22	31,40	74,25	18,82	28,77	39,55	51,70	30,63	0,79	50,50
ARASE	2022	1,28	1,16	17,51	46,94	3,56	8,29	8,15	8,60	0,86	58,36	14,53	4,14	0,01
ENDAE	2022	1,18	1,17	112,76	11,45	17,97	33,45	35,75	56,26	64,84	22,47	-0,71	0,28	-97,51
ENJSA	2022	1,18	1,17	112,76	11,45	17,97	33,45	35,75	56,26	64,84	22,47	-0,71	0,28	-97,51
ENERY	2022	0,66	0,63	18,69	25,86	18,15	66,33	5,92	8,21	11,04	59,00	-3,76	1,64	23,22
ESEN	2022	1,86	1,80	57,23	22,51	-7,75	-15,11	26,68	41,74	-41,63	36,85	11,73	0,19	10,42
GWIND	2022	8,52	7,80	685,27	17,19	27,82	36,90	68,67	85,23	63,77	20,79	-3,92	0,44	6,89
HUNER	2022	0,36	0,33	16,75	4,19	4,88	11,60	26,44	56,18	37,12	53,27	31,33	0,13	-30,03
ENTRA	2022	0,31	0,31	5,81	3,30	14,70	54,37	67,91	87,55	104,21	56,40	36,03	0,14	-85,07
IZENR	2022	1,17	0,18	1,65	21,31	77,02	112,05	28,64	30,74	29,85	18,65	14,82	2,58	58,63
KLYPV	2022	1,08	0,44	1,45	40,71	3,15	10,58	6,77	12,79	4,72	71,68	42,26	0,67	156,65
LYDYE	2022	0,77	0,26	0,87	58,70	-80,10	-226,19	-25,60	-20,60	-53,31	77,83	28,90	1,50	88,92
MAGEN	2022	1,98	1,95	64,00	21,16	-13,13	-19,54	31,96	53,68	-100,22	35,61	11,87	0,13	-28,87

MOGAN	2022	0,67	0,63	33,06	8,18	-6,88	-17,36	15,54	48,44	-18,82	55,38	34,15	0,37	39,14
NTGAZ	2022	2,11	2,03	73,65	45,70	48,49	66,58	19,93	23,38	15,82	26,08	-12,78	3,07	7,19
NATEN	2022	1,84	1,76	61,64	22,71	-0,95	-2,65	25,12	41,62	-5,06	36,97	10,99	0,19	1,57
ODAS	2022	1,50	0,81	49,99	30,23	9,03	17,73	37,74	41,12	8,87	37,05	6,20	1,02	7,86
PAMEL	2022	0,12	0,11	8,78	1,86	25,86	39,36	33,16	64,35	284,90	36,04	2,39	0,09	-17,15
SMRTG	2022	1,36	1,03	18,16	84,80	3,47	10,85	10,45	12,11	2,23	66,65	2,91	1,55	47,30
TATEN	2022	0,95	0,95	91,18	5,97	26,56	82,29	49,68	61,67	46,92	59,88	51,42	0,57	-15,29
ZEDUR	2022	0,56	0,51	15,47	3,84	19,28	29,35	20,86	47,18	132,78	32,31	20,44	0,15	34,98
ZOREN	2022	0,60	0,56	13,01	19,19	12,40	46,42	11,35	20,80	24,46	70,68	43,95	0,51	3,55
AIYEN	2021	0,45	0,43	25,44	2,75	6,65	11,43	26,21	62,89	76,71	39,75	26,80	0,09	39,33
AHGAZ	2021	0,68	0,65	11,32	45,80	4,55		9,54	12,16	3,53	109,70	18,72	1,29	6,54
AKENR	2021	0,96	0,94	42,74	11,66	-25,50	-349,10	12,75	19,51	-64,58	87,96	65,31	0,39	-25,50
AKFYE	2021	0,61	0,61	46,01	7,26	3,55	9,91	50,45	74,55	31,61	62,27	37,57	0,11	-33,14
AKSEN	2021	1,14	1,07	17,82	34,52	11,14	24,22	13,72	17,81	12,10	48,74	22,01	0,92	61,43
AKSUE	2021	0,49	0,46	33,57	16,22	-24,00	-134,56	46,21	60,44	-108,88	84,25	64,63	0,22	76,26
ALFAS	2021	1,23	0,79	37,62	91,39	15,56	58,06	16,39	16,94	11,04	75,30	-23,66	1,41	30,53
AYDEM	2021	1,99	1,98	174,34	7,72	-0,69	-1,53	33,45	70,09	-9,70	56,49	37,98	0,07	-4,32
AYEN	2021	0,62	0,60	20,68	13,09	2,51	9,16	33,95	41,56	7,09	67,48	58,03	0,35	6,48
BIOEN	2021	1,44	1,15	36,06	37,28	0,49	1,72	18,91	26,62	1,53	69,51	43,61	0,32	-93,71
BIGEN	2021	0,17	0,12	9,51	6,68	16,33	56,23	44,42	54,96	107,26	85,48	45,77	0,15	-230,92
CONSE	2021	0,51	0,27	11,81	16,20	3,21	9,95	27,79	38,72	8,88	64,36	49,04	0,36	92,12
CWENE	2021	0,93	0,49	6,79	43,82	0,38	0,89	11,98	13,69	0,30	57,37	16,47	1,26	63,34
CANTE	2021	0,50	0,18	2,18	9,75	-4,36	-10,62	25,31	30,81	-15,17	52,90	41,00	0,29	34,41
CATES	2021	0,87	0,61	14,86	4,33	-7,36		-7,02	6,80	-26,92	76,91	58,54	0,27	24,32
ARASE	2021	1,30	1,26	13,78	53,97	17,39	35,66	8,99	9,37	7,31	52,20	1,91	2,38	-13,95
ENDAE	2021	0,87	0,86	78,73	8,59	3,85	8,94	42,33	63,71	28,78	39,86	11,51	0,13	-194,95
ENJSA	2021	0,87	0,86	78,73	8,59	3,85	8,94	42,33	63,71	28,78	39,86	11,51	0,13	-194,95
ENERY	2021	0,68	0,66	11,28	45,90	4,66		9,55	12,16	3,62	109,51	18,71	1,29	6,55
ESEN	2021	2,18	2,14	145,12	20,63	27,86	49,10	28,44	43,96	176,60	26,79	7,25	0,16	-58,24
GWIND	2021	1,35	0,87	55,17	22,01	10,09	17,76	67,55	79,24	31,64	43,56	27,68	0,32	19,30
HUNER	2021	0,82	0,80	2,92	7,23	18,67	51,49	28,92	64,62	224,21	62,22	39,23	0,08	-162,36
ENTRA	2021	0,03	0,03	0,83	0,59	-45,71		42,74	79,39	-225,23	101,09	80,99	0,20	-31,15
IZENR	2021	0,26	0,07	4,18	17,37	-15,98	-62,73	22,35	27,49	-23,33	79,90	68,40	0,69	89,51
KLYPV	2021	0,41	0,16	0,21	24,78	21,71	33,55	18,15	24,45	37,24	67,65	51,93	0,58	51,41
LYDYE	2021	7,03	3,67	237,72	78,31	-65,57	-105,65	-58,50	-54,49	-68,48	12,14	-26,43	0,96	143,63
MAGEN	2021	2,27	2,23	162,98	21,40	28,99	42,34	29,62	46,55	198,53	26,58	5,41	0,15	-65,78
MOGAN	2021	0,61	0,56	33,70	5,65	4,01	10,59	33,23	72,61	51,82	52,72	35,17	0,09	15,37
NTGAZ	2021	1,40	1,30	46,33	31,50	4,20	6,47	8,45	13,77	3,76	31,97	-1,52	1,12	5,45
NATEN	2021	2,09	2,06	132,85	21,61	16,54	42,07	26,52	41,07	98,18	27,42	7,01	0,17	-43,49
ODAS	2021	0,86	0,36	13,36	15,98	0,75	1,74	22,72	27,96	2,69	47,40	33,40	0,28	36,77
PAMEL	2021	0,38	0,37	27,60	1,40	1,83	2,65	12,23	44,42	32,95	27,15	15,87	0,06	-15,64
SMRTG	2021	1,23	1,01	4,10	87,09	11,46	60,46	10,65	12,12	9,46	75,49	18,82	1,21	105,67
TATEN	2021	0,89	0,71	14,39	15,98	17,71	101,42	66,68	78,67	63,55	80,26	74,30	0,28	184,26
ZEDUR	2021	0,48	0,35	2,40	4,84	57,07	139,92	23,91	107,81	1.776,76	38,20	26,95	0,03	1.454,12
ZOREN	2021	0,68	0,64	15,47	18,27	-0,30	-1,97	12,58	18,51	-0,74	82,55	62,97	0,41	-3,45
AIYEN	2020	0,41	0,41	2,01	1,38	4,86	10,57	79,00	111,97	45,55	46,23	35,17	0,11	37,20
AHGAZ	2020	0,43	0,42	14,09	34,08	1,36		8,90	11,60	1,06	122,74	15,62	1,29	-17,35
AKENR	2020	0,60	0,56	35,15	5,42	-15,94	-260,59	5,92	19,29	-49,59	101,91	87,13	0,32	-24,47
AKFYE	2020	0,79	0,78	62,62	7,88	-4,87	-19,60	56,60	76,55	-29,48	67,25	42,03	0,17	-143,54
AKSEN	2020	1,05	0,99	9,53	36,45	5,22	12,19	14,81	21,25	6,50	51,33	27,70	0,80	95,88
AKSUE	2020	0,19	0,17	2,92	4,45	-11,06	-43,24	50,92	71,83	-56,04	79,76	67,83	0,20	82,62

ALFAS	2020	1,45	1,16	28,44	92,91	29,82	100,86	17,74	18,26	16,63	68,10	-8,99	1,79	67,49
AYDEM	2020	0,36	0,35	16,04	2,61	-5,00	-11,00	48,22	74,78	-42,32	52,75	38,49	0,12	-18,66
AYEN	2020	0,34	0,32	12,08	6,12	-3,07	-12,40	28,34	43,65	-16,11	73,80	67,03	0,19	6,20
BIOEN	2020	1,07	0,92	45,97	29,07	8,74	35,74	18,69	27,83	20,58	75,45	43,26	0,42	-83,06
CONSE	2020	0,43	0,17	1,50	15,53	0,21	0,77	21,03	32,99	0,57	73,12	59,93	0,38	41,50
CWENE	2020	1,29	0,76	13,56	48,96	11,28	13,75	10,71	12,66	5,73	58,97	26,79	1,97	37,42
CANTIE	2020	0,49	0,24	0,18	11,65	1,37	4,84	24,82	35,46	5,05	71,25	58,99	0,27	6,81
CATES	2020	0,08	0,07	3,62	25,09	-88,07		4,84	14,90	-72,20	332,21	269,72	1,22	5,25
ARASE	2020	1,18	1,14	34,44	52,04	22,92	48,94	7,01	8,67	16,71	49,93	-4,34	1,37	-31,80
ENDAE	2020	1,07	1,04	80,64	8,82	0,53	1,37	47,84	69,62	3,25	45,20	17,43	0,16	-97,98
ENJSA	2020	1,07	1,04	80,64	8,82	0,53	1,37	47,84	69,62	3,25	45,20	17,43	0,16	-97,98
ENERY	2020	0,44	0,42	14,07	34,27	2,63		8,90	11,82	1,08	122,59	15,61	2,44	-14,26
ESEN	2020	1,34	1,02	95,80	21,46	9,44	21,13	44,40	52,49	56,71	52,11	16,33	0,17	-334,19
GWIND	2020	0,57	0,36	21,86	10,58	10,79	18,31	68,39	78,70	46,65	42,78	29,90	0,23	12,29
HUNER	2020	0,15	0,11	1,68	2,46	0,56	2,11	16,89	80,99	4,97	66,86	33,97	0,11	-234,35
IZENR	2020	0,28	0,04	0,31	13,62	-13,18	-21,31	18,26	24,44	-14,79	69,08	48,15	0,89	122,42
LYDYE	2020	1,27	0,40	4,37	69,73	-77,52	-950,16	-70,54	-62,56	-109,68	103,10	76,20	0,71	207,66
MAGEN	2020	0,71	0,70	50,28	12,42	9,62	23,73	71,78	84,84	86,39	57,79	26,51	0,11	-1.208,67
MOGAN	2020	0,65	0,62	38,28	5,52	1,85	2,96	21,98	55,07	16,69	58,89	40,46	0,16	-29,60
NTGAZ	2020	0,91	0,81	7,00	29,26	26,71	48,41	15,14	21,21	19,89	41,74	26,16	1,34	27,26
NATEN	2020	2,47	1,95	177,64	22,48	8,15	21,02	44,64	49,79	54,65	44,92	15,81	0,15	-154,95
ODAS	2020	0,47	0,23	1,40	15,15	-7,43	-30,80	19,36	29,29	-25,30	76,86	61,04	0,29	10,28
PAMEL	2020	0,17	0,17	13,61	2,14	3,01	5,27	42,29	66,08	34,65	37,92	29,64	0,09	13,30
SMRTG	2020	1,14	0,90	5,89	86,65	11,31	125,58	16,35	18,51	9,51	87,19	9,79	1,19	117,47
TATEN	2020	0,52	0,52	1,99	10,15	-13,59	-73,75	22,60	59,46	-154,01	90,79	87,07	0,09	-179,20
ZEDUR	2020	0,91	0,04	1,54	78,52	-10,97	-62,08	13,32	14,49	-91,06	87,13	-1,31	0,12	-6,19
ZOREN	2020	0,50	0,47	12,29	18,91	0,37	3,50	14,15	21,18	0,86	89,27	63,34	0,43	-45,00

Kaynak: Finansal oranlar, Stockkeys Pro üzerinden elde edilmiştir.

Ek 2. 2020–2024 Dönemi Firma Bazında Normalleştirilmiş Finansal Oranlar

		Likidite Oranları				Karlılık Oranları					Finansal Yapı Oranları		Etkinlik Oranları	
Şirket	Yıl	CO	LO	NO	DV/A	ROA	ROE	EFKM	FAVÖK Marjı	NKM	Borc Kaynak	NetBorç Aktif	ADS	NDS
AIYEN	2024	0,02	0,01	0,01	0,03	0,58	0,88	0,73	0,74	0,26	0,94	0,75	0,02	0,53
AHGAZ	2024	0,03	0,03	0,01	0,48	0,55	0,88	0,51	0,44	0,23	0,83	0,80	0,06	0,56
AKENR	2024	0,02	0,02	0,01	0,09	0,49	0,86	0,46	0,40	0,22	0,83	0,65	0,13	0,55
AKFYE	2024	0,02	0,02	0,01	0,05	0,54	0,87	0,70	0,68	0,23	0,93	0,75	0,01	0,57
AKSEN	2024	0,02	0,02	0,00	0,19	0,55	0,88	0,58	0,49	0,23	0,87	0,69	0,08	0,52
AKSUE	2024	0,03	0,03	0,03	0,05	0,53	0,87	0,47	0,56	0,22	0,93	0,79	0,01	0,52
ALFAS	2024	0,04	0,02	0,01	0,57	0,55	0,88	0,51	0,40	0,23	0,87	0,77	0,23	0,52
AYDEM	2024	0,03	0,03	0,01	0,12	0,44	0,84	0,57	0,70	0,15	0,86	0,68	0,01	0,50
AYEN	2024	0,03	0,03	0,01	0,11	0,55	0,88	0,61	0,54	0,23	0,91	0,71	0,06	0,55
BIOEN	2024	0,02	0,01	0,00	0,12	0,54	0,87	0,38	0,43	0,23	0,84	0,67	0,04	0,55
BIGEN	2024	0,01	0,01	0,00	0,06	0,57	0,89	0,67	0,63	0,24	0,83	0,64	0,05	0,55
CONSE	2024	0,01	0,00	0,00	0,15	0,55	0,88	0,50	0,50	0,23	0,85	0,67	0,06	0,52
CWENE	2024	0,04	0,02	0,00	0,55	0,55	0,88	0,58	0,47	0,23	0,88	0,73	0,14	0,50
CANTE	2024	0,05	0,03	0,00	0,22	0,51	0,87	0,55	0,57	0,22	0,98	0,79	0,05	0,47
CATES	2024	0,17	0,15	0,04	0,19	0,38	0,84	0,48	0,46	0,20	0,98	0,80	0,09	0,53
ARASE	2024	0,05	0,04	0,01	0,36	0,54	0,87	0,57	0,44	0,23	0,90	0,76	0,36	0,54
ENDAE	2024	0,04	0,03	0,03	0,04	0,50	0,86	0,51	0,58	0,20	0,96	0,79	0,01	0,56
ENJSA	2024	0,04	0,03	0,03	0,04	0,50	0,86	0,51	0,58	0,20	0,96	0,79	0,01	0,56
ENERY	2024	0,02	0,02	0,01	0,17	0,56	0,88	0,51	0,43	0,23	0,88	0,80	0,09	0,56
ESEN	2024	0,02	0,02	0,00	0,09	0,53	0,87	0,50	0,53	0,22	0,92	0,73	0,01	0,54
GWIND	2024	0,06	0,06	0,05	0,11	0,57	0,88	0,76	0,75	0,24	0,93	0,77	0,03	0,55
HUNER	2024	0,01	0,01	0,01	0,06	0,58	0,88	0,72	0,73	0,25	0,88	0,73	0,02	0,56
ENTRA	2024	0,01	0,01	0,01	0,05	0,56	0,88	0,58	0,77	0,26	0,91	0,71	0,01	0,55
IZENR	2024	0,23	0,13	0,07	0,18	0,50	0,87	0,49	0,42	0,22	1,00	0,79	0,10	0,52
KLYPV	2024	0,02	0,01	0,00	0,36	0,52	0,87	0,50	0,43	0,23	0,83	0,67	0,06	0,43
LYDYE	2024	1,00	1,00	1,00	0,78	0,99	0,96	0,36	0,53	0,99	0,94	1,00	0,00	0,53
MAGEN	2024	0,02	0,02	0,00	0,08	0,52	0,87	0,51	0,54	0,22	0,92	0,73	0,01	0,54
MOGAN	2024	0,01	0,01	0,01	0,04	0,52	0,87	0,45	0,67	0,22	0,88	0,72	0,02	0,54
NTGAZ	2024	0,04	0,04	0,01	0,31	0,58	0,88	0,56	0,47	0,23	0,93	0,79	0,26	0,55
NATEN	2024	0,02	0,02	0,00	0,10	0,53	0,87	0,35	0,38	0,23	0,92	0,73	0,01	0,46
ODAS	2024	0,04	0,02	0,01	0,24	0,48	0,85	0,57	0,58	0,21	0,95	0,80	0,05	0,50
PAMEL	2024	0,06	0,05	0,01	0,01	0,36	0,84	0,34	0,56	0,00	0,94	0,79	0,00	0,54
SMRTG	2024	0,03	0,02	0,00	0,65	0,55	0,88	0,55	0,44	0,23	0,77	0,69	0,15	0,53
TATEN	2024	0,01	0,01	0,01	0,03	0,62	0,91	0,81	0,75	0,26	0,88	0,67	0,04	0,56
ZEDUR	2024	0,01	0,01	0,00	0,01	0,55	0,88	0,46	0,56	0,25	0,96	0,75	0,01	0,52
ZOREN	2024	0,02	0,02	0,00	0,12	0,52	0,87	0,51	0,49	0,23	0,86	0,68	0,04	0,54
AIYEN	2023	0,01	0,01	0,01	0,02	0,53	0,87	0,59	0,61	0,23	0,92	0,74	0,02	0,54
AHGAZ	2023	0,04	0,04	0,03	0,29	0,59	0,89	0,50	0,40	0,24	0,89	0,84	0,15	0,56
AKENR	2023	0,01	0,01	0,00	0,08	0,64	0,92	0,50	0,42	0,24	0,84	0,66	0,19	0,55
AKFYE	2023	0,02	0,02	0,01	0,05	0,63	0,90	0,79	0,73	0,27	0,89	0,72	0,03	0,57
AKSEN	2023	0,04	0,03	0,00	0,33	0,60	0,89	0,59	0,49	0,24	0,90	0,73	0,18	0,52
AKSUE	2023	0,01	0,01	0,00	0,01	0,61	0,89	0,61	0,64	0,28	0,92	0,75	0,02	0,52
ALFAS	2023	0,05	0,03	0,02	0,79	0,70	0,92	0,59	0,46	0,23	0,88	0,86	0,50	0,54
AYDEM	2023	0,07	0,07	0,03	0,09	0,52	0,87	0,69	0,74	0,22	0,87	0,69	0,02	0,54
AYEN	2023	0,03	0,03	0,01	0,12	0,59	0,89	0,57	0,50	0,24	0,91	0,70	0,08	0,55

BIOEN	2023	0,02	0,01	0,00	0,15	0,61	0,90	0,48	0,48	0,25	0,82	0,68	0,07	0,57
BIGEN	2023	0,01	0,01	0,01	0,07	0,70	0,96	0,71	0,65	0,28	0,82	0,64	0,04	0,54
CONSE	2023	0,01	0,00	0,00	0,18	0,58	0,89	0,51	0,47	0,24	0,82	0,67	0,09	0,53
CWENE	2023	0,05	0,03	0,01	0,56	0,56	0,88	0,59	0,47	0,23	0,89	0,76	0,35	0,52
CANTE	2023	0,15	0,09	0,00	0,25	0,55	0,87	0,56	0,51	0,23	1,00	0,79	0,09	0,49
CATES	2023	0,03	0,03	0,02	0,20	0,63	0,89	0,55	0,50	0,24	0,93	0,79	0,12	0,53
ARASE	2023	0,06	0,05	0,01	0,38	0,80	0,95	0,59	0,47	0,24	0,89	0,75	0,46	0,55
ENDAE	2023	0,07	0,07	0,07	0,09	0,54	0,87	0,56	0,61	0,23	0,96	0,80	0,03	0,58
ENJSA	2023	0,07	0,07	0,07	0,09	0,54	0,87	0,56	0,61	0,23	0,96	0,80	0,03	0,58
ENERY	2023	0,02	0,02	0,02	0,20	0,58	0,89	0,51	0,40	0,23	0,87	0,82	0,17	0,56
ESEN	2023	0,02	0,02	0,01	0,09	0,55	0,88	0,54	0,55	0,24	0,91	0,73	0,01	0,56
GWIND	2023	0,02	0,02	0,01	0,03	0,58	0,88	0,84	0,79	0,24	0,95	0,77	0,05	0,55
HUNER	2023	0,01	0,01	0,00	0,04	0,54	0,87	0,66	0,73	0,23	0,86	0,71	0,02	0,56
ENTRA	2023	0,00	0,00	0,00	0,01	0,57	0,88	0,76	0,83	0,25	0,89	0,69	0,02	0,57
IZENR	2023	0,37	0,17	0,12	0,20	0,62	0,89	0,53	0,43	0,24	1,00	0,80	0,22	0,53
KLYPV	2023	0,03	0,01	0,00	0,31	0,65	0,92	0,56	0,47	0,24	0,85	0,69	0,18	0,51
LYDYE	2023	0,08	0,07	0,06	0,89	0,92	0,99	0,37	0,31	0,27	0,89	0,99	0,16	0,51
MAGEN	2023	0,02	0,02	0,01	0,08	0,55	0,88	0,61	0,63	0,25	0,91	0,74	0,01	0,59
MOGAN	2023	0,02	0,01	0,01	0,07	0,54	0,88	0,57	0,68	0,23	0,85	0,69	0,03	0,54
NTGAZ	2023	0,05	0,05	0,01	0,32	0,55	0,88	0,53	0,46	0,23	0,95	0,81	0,35	0,55
NATEN	2023	0,02	0,02	0,00	0,11	0,54	0,87	0,51	0,47	0,23	0,91	0,73	0,03	0,54
ODAS	2023	0,04	0,03	0,01	0,25	0,65	0,91	0,58	0,54	0,25	0,95	0,80	0,09	0,52
PAMEL	2023	0,18	0,17	0,16	0,07	0,68	0,90	0,41	0,55	0,38	0,97	0,80	0,01	0,55
SMRTG	2023	0,03	0,02	0,00	0,73	0,63	0,93	0,58	0,46	0,23	0,77	0,71	0,28	0,52
TATEN	2023	0,05	0,05	0,03	0,15	0,58	0,90	0,83	0,76	0,25	0,87	0,69	0,04	0,56
ZEDUR	2023	0,01	0,01	0,00	0,02	0,63	0,89	0,53	0,67	0,32	0,94	0,74	0,01	0,53
ZOREN	2023	0,02	0,01	0,00	0,21	0,61	0,90	0,53	0,49	0,25	0,83	0,67	0,07	0,55
AIYEN	2022	0,02	0,02	0,02	0,05	0,57	0,88	0,81	0,80	0,26	0,91	0,74	0,02	0,55
AHGAZ	2022	0,03	0,03	0,02	0,39	0,63	0,91	0,51	0,41	0,23	0,86	0,84	0,34	0,55
AKENR	2022	0,03	0,03	0,01	0,17	0,58	0,91	0,52	0,42	0,23	0,79	0,66	0,30	0,55
AKFYE	2022	0,02	0,02	0,01	0,07	0,49	0,86	0,85	0,78	0,21	0,85	0,69	0,04	0,56
AKSEN	2022	0,04	0,04	0,00	0,36	0,62	0,90	0,55	0,44	0,23	0,89	0,73	0,55	0,54
AKSUE	2022	0,01	0,01	0,00	0,02	0,53	0,87	0,76	0,76	0,23	0,87	0,73	0,04	0,53
ALFAS	2022	0,05	0,03	0,02	0,88	0,79	0,96	0,61	0,47	0,24	0,86	0,91	0,52	0,54
AYDEM	2022	0,06	0,06	0,03	0,08	0,61	0,89	0,81	0,81	0,26	0,86	0,70	0,04	0,54
AYEN	2022	0,04	0,04	0,03	0,30	0,66	0,92	0,71	0,59	0,24	0,86	0,74	0,23	0,55
BIOEN	2022	0,03	0,02	0,00	0,32	0,62	0,91	0,63	0,57	0,24	0,82	0,67	0,13	0,58
BIGEN	2022	0,00	0,00	0,00	0,07	0,63	0,97	0,71	0,64	0,26	0,75	0,67	0,06	0,56
CONSE	2022	0,02	0,01	0,00	0,20	0,55	0,88	0,56	0,53	0,23	0,85	0,68	0,11	0,53
CWENE	2022	0,03	0,02	0,01	0,67	0,71	0,95	0,60	0,48	0,24	0,81	0,79	0,46	0,52
CANTE	2022	0,05	0,03	0,01	0,22	0,67	0,90	0,69	0,57	0,24	0,92	0,73	0,24	0,54
CATES	2022	0,08	0,07	0,00	0,12	0,72	0,94	0,60	0,52	0,25	0,86	0,70	0,18	0,53
ARASE	2022	0,04	0,03	0,01	0,50	0,56	0,88	0,53	0,41	0,23	0,84	0,75	1,00	0,55
ENDAE	2022	0,03	0,03	0,03	0,12	0,64	0,90	0,71	0,68	0,26	0,95	0,79	0,06	0,58
ENJSA	2022	0,03	0,03	0,03	0,12	0,64	0,90	0,71	0,68	0,26	0,95	0,79	0,06	0,58
ENERY	2022	0,02	0,02	0,01	0,27	0,64	0,93	0,51	0,41	0,23	0,84	0,80	0,39	0,54
ESEN	2022	0,05	0,05	0,02	0,24	0,49	0,86	0,65	0,60	0,21	0,90	0,76	0,04	0,54
GWIND	2022	0,25	0,23	0,21	0,18	0,70	0,91	0,93	0,85	0,26	0,95	0,80	0,10	0,54
HUNER	2022	0,01	0,01	0,01	0,04	0,56	0,88	0,65	0,68	0,24	0,85	0,70	0,02	0,56
ENTRA	2022	0,01	0,01	0,00	0,03	0,62	0,92	0,93	0,86	0,27	0,84	0,68	0,03	0,58
IZENR	2022	0,03	0,00	0,00	0,22	1,00	0,97	0,66	0,53	0,24	0,96	0,75	0,62	0,52

KLYPV	2022	0,03	0,01	0,00	0,43	0,55	0,88	0,52	0,43	0,23	0,80	0,67	0,16	0,49
LYDYE	2022	0,02	0,01	0,00	0,63	0,05	0,66	0,30	0,24	0,21	0,78	0,71	0,36	0,51
MAGEN	2022	0,06	0,06	0,02	0,22	0,45	0,85	0,69	0,67	0,19	0,91	0,76	0,02	0,56
MOGAN	2022	0,02	0,02	0,01	0,08	0,49	0,86	0,58	0,64	0,22	0,85	0,69	0,08	0,53
NTGAZ	2022	0,06	0,06	0,02	0,49	0,83	0,93	0,60	0,49	0,24	0,94	0,83	0,74	0,54
NATEN	2022	0,05	0,05	0,02	0,24	0,53	0,87	0,64	0,60	0,23	0,90	0,76	0,04	0,55
ODAS	2022	0,04	0,02	0,02	0,32	0,59	0,89	0,72	0,59	0,23	0,90	0,77	0,24	0,54
PAMEL	2022	0,00	0,00	0,00	0,01	0,69	0,91	0,69	0,73	0,35	0,91	0,78	0,01	0,55
SMRTG	2022	0,04	0,03	0,01	0,91	0,55	0,88	0,54	0,43	0,23	0,81	0,78	0,37	0,53
TATEN	2022	0,03	0,03	0,03	0,06	0,69	0,95	0,80	0,71	0,25	0,83	0,64	0,13	0,55
ZEDUR	2022	0,02	0,01	0,00	0,04	0,65	0,90	0,61	0,63	0,29	0,92	0,73	0,03	0,53
ZOREN	2022	0,02	0,02	0,00	0,20	0,61	0,91	0,55	0,48	0,24	0,80	0,66	0,12	0,54
AIYEN	2021	0,01	0,01	0,01	0,02	0,57	0,88	0,65	0,72	0,26	0,89	0,71	0,01	0,53
AHGAZ	2021	0,02	0,02	0,00	0,49	0,56	0,87	0,54	0,43	0,23	0,68	0,74	0,31	0,54
AKENR	2021	0,03	0,03	0,01	0,12	0,38	0,55	0,56	0,47	0,20	0,75	0,60	0,09	0,56
AKFYE	2021	0,02	0,02	0,01	0,07	0,55	0,88	0,81	0,79	0,24	0,83	0,68	0,02	0,56
AKSEN	2021	0,03	0,03	0,01	0,37	0,60	0,89	0,56	0,46	0,23	0,87	0,73	0,22	0,52
AKSUE	2021	0,01	0,01	0,01	0,17	0,39	0,75	0,78	0,70	0,18	0,76	0,60	0,05	0,52
ALFAS	2021	0,04	0,02	0,01	0,98	0,63	0,92	0,58	0,46	0,23	0,79	0,86	0,34	0,53
AYDEM	2021	0,06	0,06	0,05	0,08	0,53	0,87	0,70	0,76	0,22	0,84	0,68	0,01	0,55
AYEN	2021	0,02	0,02	0,01	0,14	0,55	0,88	0,70	0,60	0,23	0,81	0,62	0,08	0,54
BIOEN	2021	0,04	0,03	0,01	0,40	0,54	0,87	0,60	0,51	0,23	0,80	0,66	0,07	0,58
BIGEN	2021	0,00	0,00	0,00	0,07	0,63	0,92	0,77	0,67	0,28	0,75	0,66	0,03	0,63
CONSE	2021	0,01	0,01	0,00	0,17	0,55	0,88	0,66	0,58	0,23	0,82	0,65	0,08	0,51
CWENE	2021	0,03	0,01	0,00	0,47	0,54	0,87	0,55	0,44	0,23	0,84	0,74	0,30	0,52
CANTE	2021	0,01	0,00	0,00	0,10	0,51	0,86	0,64	0,53	0,22	0,85	0,67	0,06	0,53
CATES	2021	0,03	0,02	0,00	0,04	0,49	0,87	0,42	0,40	0,22	0,78	0,62	0,06	0,54
ARASE	2021	0,04	0,04	0,00	0,58	0,64	0,90	0,53	0,41	0,23	0,86	0,78	0,57	0,55
ENDAE	2021	0,03	0,03	0,02	0,09	0,56	0,88	0,75	0,72	0,24	0,89	0,76	0,02	0,62
ENJSA	2021	0,03	0,03	0,02	0,09	0,56	0,88	0,75	0,72	0,24	0,89	0,76	0,02	0,62
ENERY	2021	0,02	0,02	0,00	0,49	0,56	0,87	0,54	0,43	0,23	0,68	0,74	0,31	0,54
ESEN	2021	0,06	0,06	0,04	0,22	0,70	0,92	0,66	0,61	0,31	0,93	0,77	0,03	0,57
GWIND	2021	0,04	0,03	0,02	0,23	0,59	0,89	0,92	0,81	0,24	0,88	0,71	0,07	0,54
HUNER	2021	0,02	0,02	0,00	0,07	0,65	0,92	0,67	0,73	0,33	0,83	0,68	0,01	0,61
ENTRA	2021	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26	0,87	0,76	0,81	0,13	0,71	0,55	0,04	0,56
IZENR	2021	0,01	0,00	0,00	0,18	0,44	0,81	0,62	0,52	0,22	0,77	0,59	0,16	0,51
KLYPV	2021	0,01	0,00	0,00	0,26	0,66	0,90	0,59	0,50	0,25	0,81	0,64	0,13	0,53
LYDYE	2021	0,21	0,11	0,07	0,84	0,14	0,77	0,08	0,05	0,20	0,98	0,87	0,23	0,49
MAGEN	2021	0,07	0,07	0,05	0,23	0,71	0,91	0,67	0,63	0,32	0,93	0,77	0,03	0,57
MOGAN	2021	0,02	0,02	0,01	0,05	0,56	0,88	0,69	0,77	0,25	0,85	0,69	0,01	0,54
NTGAZ	2021	0,04	0,04	0,01	0,33	0,56	0,88	0,53	0,44	0,23	0,92	0,79	0,27	0,54
NATEN	2021	0,06	0,06	0,04	0,23	0,63	0,91	0,65	0,59	0,27	0,93	0,77	0,03	0,56
ODAS	2021	0,02	0,01	0,00	0,17	0,54	0,87	0,62	0,52	0,23	0,87	0,69	0,06	0,53
PAMEL	2021	0,01	0,01	0,01	0,01	0,54	0,87	0,55	0,61	0,24	0,93	0,74	0,01	0,55
SMRTG	2021	0,04	0,03	0,00	0,94	0,60	0,93	0,54	0,43	0,23	0,79	0,74	0,29	0,51
TATEN	2021	0,03	0,02	0,00	0,17	0,64	0,96	0,92	0,81	0,26	0,77	0,57	0,06	0,48
ZEDUR	2021	0,01	0,01	0,00	0,05	0,88	1,00	0,63	0,98	1,00	0,90	0,71	0,00	0,00
ZOREN	2021	0,02	0,02	0,00	0,19	0,53	0,87	0,56	0,46	0,23	0,76	0,61	0,09	0,55
AIYEN	2020	0,01	0,01	0,00	0,01	0,56	0,88	1,00	1,00	0,25	0,87	0,69	0,02	0,53
AHGAZ	2020	0,01	0,01	0,00	0,36	0,54	0,87	0,53	0,42	0,23	0,64	0,74	0,31	0,55
AKENR	2020	0,02	0,02	0,01	0,05	0,44	0,63	0,51	0,47	0,21	0,70	0,53	0,07	0,56

AKFYE	2020	0,02	0,02	0,02	0,08	0,50	0,85	0,85	0,80	0,22	0,81	0,67	0,03	0,60
AKSEN	2020	0,03	0,03	0,00	0,39	0,57	0,88	0,57	0,48	0,23	0,86	0,71	0,19	0,51
AKSUE	2020	0,00	0,00	0,00	0,04	0,47	0,83	0,81	0,77	0,20	0,77	0,59	0,04	0,52
ALFAS	2020	0,04	0,03	0,01	1,00	0,71	0,96	0,59	0,46	0,24	0,81	0,82	0,43	0,52
AYDEM	2020	0,01	0,01	0,00	0,02	0,50	0,86	0,79	0,79	0,21	0,85	0,68	0,02	0,55
AYEN	2020	0,01	0,01	0,00	0,06	0,51	0,86	0,66	0,61	0,22	0,79	0,59	0,04	0,54
BIOEN	2020	0,03	0,03	0,01	0,31	0,59	0,90	0,60	0,52	0,24	0,79	0,66	0,09	0,58
CONSE	2020	0,01	0,00	0,00	0,16	0,53	0,87	0,61	0,55	0,23	0,79	0,61	0,09	0,53
CWENE	2020	0,04	0,02	0,00	0,52	0,60	0,88	0,54	0,43	0,23	0,84	0,71	0,47	0,53
CANTE	2020	0,01	0,01	0,00	0,12	0,54	0,88	0,64	0,56	0,23	0,80	0,62	0,06	0,54
CATES	2020	0,00	0,00	0,00	0,27	0,00	0,87	0,50	0,44	0,20	0,00	0,00	0,29	0,54
ARASE	2020	0,03	0,03	0,01	0,56	0,67	0,92	0,52	0,41	0,24	0,86	0,80	0,33	0,56
ENDAE	2020	0,03	0,03	0,02	0,09	0,54	0,87	0,79	0,76	0,23	0,88	0,74	0,03	0,58
ENJSA	2020	0,03	0,03	0,02	0,09	0,54	0,87	0,79	0,76	0,23	0,88	0,74	0,03	0,58
ENERY	2020	0,01	0,01	0,00	0,36	0,55	0,87	0,53	0,43	0,23	0,64	0,74	0,59	0,55
ESEN	2020	0,04	0,03	0,03	0,23	0,59	0,89	0,77	0,66	0,25	0,86	0,74	0,03	0,67
GWIND	2020	0,02	0,01	0,01	0,11	0,60	0,89	0,93	0,81	0,25	0,89	0,70	0,05	0,54
HUNER	2020	0,00	0,00	0,00	0,02	0,54	0,87	0,58	0,82	0,23	0,81	0,69	0,02	0,63
IZENR	2020	0,01	0,00	0,00	0,14	0,45	0,85	0,59	0,50	0,22	0,80	0,65	0,21	0,50
LYDYE	2020	0,04	0,01	0,00	0,75	0,06	0,00	0,00	0,00	0,18	0,70	0,57	0,17	0,47
MAGEN	2020	0,02	0,02	0,02	0,13	0,59	0,89	0,95	0,84	0,27	0,84	0,71	0,02	1,00
MOGAN	2020	0,02	0,02	0,01	0,05	0,54	0,87	0,62	0,67	0,24	0,84	0,67	0,03	0,56
NTGAZ	2020	0,03	0,02	0,00	0,31	0,70	0,92	0,57	0,48	0,24	0,89	0,71	0,32	0,54
NATEN	2020	0,07	0,06	0,05	0,24	0,58	0,89	0,77	0,64	0,25	0,88	0,74	0,03	0,60
ODAS	2020	0,01	0,01	0,00	0,16	0,49	0,84	0,60	0,53	0,22	0,78	0,61	0,06	0,54
PAMEL	2020	0,00	0,00	0,00	0,02	0,55	0,88	0,75	0,74	0,24	0,90	0,70	0,01	0,54
SMRTG	2020	0,03	0,03	0,00	0,93	0,60	0,99	0,58	0,46	0,23	0,75	0,76	0,28	0,50
TATEN	2020	0,01	0,01	0,00	0,10	0,45	0,80	0,62	0,70	0,16	0,74	0,54	0,01	0,61
ZEDUR	2020	0,03	0,00	0,00	0,84	0,47	0,81	0,56	0,44	0,19	0,75	0,79	0,02	0,55
ZOREN	2020	0,01	0,01	0,00	0,20	0,54	0,87	0,57	0,48	0,23	0,74	0,60	0,10	0,56

Ek3. Alt Endeksler ve Finansal Sağlamlık Endeksi

Şirket	Yıl	Likidite Endeksi	Karlılık Endeksi	Finansal Yapı Endeksi	Etkinlik Endeksi	FSI
AIYEN	2024	0,02	0,64	0,84	0,27	0,44
AHGAZ	2024	0,14	0,52	0,82	0,31	0,45
AKENR	2024	0,04	0,49	0,74	0,34	0,40
AKFYE	2024	0,03	0,60	0,84	0,29	0,44
AKSEN	2024	0,06	0,54	0,78	0,30	0,42
AKSUE	2024	0,03	0,53	0,86	0,27	0,42
ALFAS	2024	0,16	0,51	0,82	0,38	0,47
AYDEM	2024	0,05	0,54	0,77	0,26	0,40
AYEN	2024	0,04	0,56	0,81	0,30	0,43
BIOEN	2024	0,04	0,49	0,76	0,30	0,40
BIGEN	2024	0,02	0,60	0,73	0,30	0,41
CONSE	2024	0,04	0,53	0,76	0,29	0,41
CWENE	2024	0,15	0,54	0,81	0,32	0,46
CANTE	2024	0,07	0,54	0,88	0,26	0,44
CATES	2024	0,14	0,47	0,89	0,31	0,45
ARASE	2024	0,11	0,53	0,83	0,45	0,48
ENDAE	2024	0,03	0,53	0,87	0,29	0,43
ENJSA	2024	0,03	0,53	0,87	0,29	0,43
ENERY	2024	0,05	0,52	0,84	0,32	0,43
ESEN	2024	0,03	0,53	0,83	0,27	0,41
GWIND	2024	0,07	0,64	0,85	0,29	0,46
HUNER	2024	0,02	0,63	0,80	0,29	0,44
ENTRA	2024	0,02	0,61	0,81	0,28	0,43
IZENR	2024	0,15	0,50	0,90	0,31	0,47
KLYPV	2024	0,10	0,51	0,75	0,25	0,40
LYDYE	2024	0,94	0,77	0,97	0,27	0,74
MAGEN	2024	0,03	0,53	0,83	0,27	0,42
MOGAN	2024	0,02	0,55	0,80	0,28	0,41
NTGAZ	2024	0,10	0,54	0,86	0,40	0,48
NATEN	2024	0,04	0,47	0,83	0,23	0,39
ODAS	2024	0,08	0,54	0,88	0,27	0,44
PAMEL	2024	0,03	0,42	0,86	0,27	0,40
SMRTG	2024	0,18	0,53	0,73	0,34	0,44
TATEN	2024	0,01	0,67	0,78	0,30	0,44
ZEDUR	2024	0,01	0,54	0,85	0,27	0,42
ZOREN	2024	0,04	0,52	0,77	0,29	0,41
AIYEN	2023	0,01	0,57	0,83	0,28	0,42
AHGAZ	2023	0,10	0,52	0,86	0,35	0,46
AKENR	2023	0,02	0,54	0,75	0,37	0,42
AKFYE	2023	0,02	0,66	0,80	0,30	0,45
AKSEN	2023	0,10	0,56	0,81	0,35	0,46

AKSUE	2023	0,01	0,61	0,84	0,27	0,43
ALFAS	2023	0,22	0,58	0,87	0,52	0,55
AYDEM	2023	0,06	0,61	0,78	0,28	0,43
AYEN	2023	0,05	0,56	0,80	0,32	0,43
BIOEN	2023	0,05	0,54	0,75	0,32	0,41
BIGEN	2023	0,02	0,66	0,73	0,29	0,43
CONSE	2023	0,05	0,54	0,74	0,31	0,41
CWENE	2023	0,16	0,55	0,82	0,43	0,49
CANTE	2023	0,13	0,55	0,90	0,29	0,46
CATES	2023	0,07	0,56	0,86	0,33	0,46
ARASE	2023	0,13	0,61	0,82	0,51	0,51
ENDAE	2023	0,07	0,56	0,88	0,30	0,45
ENJSA	2023	0,07	0,56	0,88	0,30	0,45
ENERY	2023	0,07	0,52	0,84	0,36	0,45
ESEN	2023	0,03	0,55	0,82	0,29	0,42
GWIND	2023	0,02	0,67	0,86	0,30	0,46
HUNER	2023	0,01	0,61	0,78	0,29	0,42
ENTRA	2023	0,01	0,66	0,79	0,30	0,44
IZENR	2023	0,22	0,54	0,90	0,38	0,51
KLYPV	2023	0,09	0,57	0,77	0,34	0,44
LYDYE	2023	0,27	0,57	0,94	0,34	0,53
MAGEN	2023	0,03	0,58	0,82	0,30	0,43
MOGAN	2023	0,03	0,58	0,77	0,29	0,42
NTGAZ	2023	0,11	0,53	0,88	0,45	0,49
NATEN	2023	0,04	0,52	0,82	0,29	0,42
ODAS	2023	0,08	0,59	0,87	0,30	0,46
PAMEL	2023	0,15	0,59	0,89	0,28	0,47
SMRTG	2023	0,20	0,57	0,74	0,40	0,48
TATEN	2023	0,07	0,66	0,78	0,30	0,45
ZEDUR	2023	0,01	0,61	0,84	0,27	0,43
ZOREN	2023	0,06	0,56	0,75	0,31	0,42
AIYEN	2022	0,03	0,66	0,82	0,29	0,45
AHGAZ	2022	0,12	0,54	0,85	0,44	0,49
AKENR	2022	0,06	0,53	0,72	0,43	0,44
AKFYE	2022	0,03	0,64	0,77	0,30	0,44
AKSEN	2022	0,11	0,55	0,81	0,54	0,50
AKSUE	2022	0,01	0,63	0,80	0,28	0,43
ALFAS	2022	0,25	0,61	0,88	0,53	0,57
AYDEM	2022	0,06	0,68	0,78	0,29	0,45
AYEN	2022	0,10	0,62	0,80	0,39	0,48
BIOEN	2022	0,09	0,59	0,75	0,35	0,45
BIGEN	2022	0,02	0,64	0,71	0,31	0,42
CONSE	2022	0,06	0,55	0,77	0,32	0,42
CWENE	2022	0,18	0,59	0,80	0,49	0,52
CANTE	2022	0,08	0,62	0,83	0,39	0,48

CATES	2022	0,07	0,61	0,78	0,36	0,45
ARASE	2022	0,14	0,52	0,79	0,77	0,56
ENDAE	2022	0,06	0,64	0,87	0,32	0,47
ENJSA	2022	0,06	0,64	0,87	0,32	0,47
ENERY	2022	0,08	0,55	0,82	0,46	0,48
ESEN	2022	0,09	0,56	0,83	0,29	0,44
GWIND	2022	0,22	0,73	0,88	0,32	0,54
HUNER	2022	0,02	0,60	0,78	0,29	0,42
ENTRA	2022	0,01	0,72	0,76	0,30	0,45
IZENR	2022	0,07	0,68	0,85	0,57	0,54
KLYPV	2022	0,12	0,52	0,73	0,32	0,42
LYDYE	2022	0,16	0,29	0,74	0,44	0,41
MAGEN	2022	0,09	0,57	0,83	0,29	0,45
MOGAN	2022	0,03	0,56	0,77	0,31	0,42
NTGAZ	2022	0,16	0,62	0,88	0,64	0,58
NATEN	2022	0,09	0,57	0,83	0,29	0,45
ODAS	2022	0,10	0,61	0,84	0,39	0,48
PAMEL	2022	0,01	0,67	0,84	0,28	0,45
SMRTG	2022	0,25	0,53	0,80	0,45	0,50
TATEN	2022	0,04	0,68	0,74	0,34	0,45
ZEDUR	2022	0,02	0,62	0,82	0,28	0,43
ZOREN	2022	0,06	0,56	0,73	0,33	0,42
AIYEN	2021	0,01	0,62	0,80	0,27	0,43
AHGAZ	2021	0,13	0,53	0,71	0,43	0,45
AKENR	2021	0,05	0,43	0,67	0,32	0,37
AKFYE	2021	0,03	0,65	0,75	0,29	0,43
AKSEN	2021	0,11	0,55	0,80	0,37	0,46
AKSUE	2021	0,05	0,56	0,68	0,28	0,39
ALFAS	2021	0,26	0,56	0,82	0,44	0,52
AYDEM	2021	0,06	0,62	0,76	0,28	0,43
AYEN	2021	0,04	0,59	0,71	0,31	0,42
BIOEN	2021	0,12	0,55	0,73	0,33	0,43
BIGEN	2021	0,02	0,65	0,71	0,33	0,43
CONSE	2021	0,05	0,58	0,73	0,30	0,41
CWENE	2021	0,13	0,53	0,79	0,41	0,46
CANTE	2021	0,03	0,55	0,76	0,30	0,41
CATES	2021	0,02	0,48	0,70	0,30	0,37
ARASE	2021	0,16	0,54	0,82	0,56	0,52
ENDAE	2021	0,04	0,63	0,83	0,32	0,45
ENJSA	2021	0,04	0,63	0,83	0,32	0,45
ENERY	2021	0,13	0,53	0,71	0,43	0,45
ESEN	2021	0,10	0,64	0,85	0,30	0,47
GWIND	2021	0,08	0,69	0,80	0,30	0,47
HUNER	2021	0,03	0,66	0,75	0,31	0,44
ENTRA	2021	0,00	0,57	0,63	0,30	0,37

IZENR	2021	0,05	0,52	0,68	0,34	0,40
KLYPV	2021	0,07	0,58	0,72	0,33	0,43
LYDYE	2021	0,31	0,25	0,92	0,36	0,46
MAGEN	2021	0,10	0,65	0,85	0,30	0,48
MOGAN	2021	0,02	0,63	0,77	0,28	0,43
NTGAZ	2021	0,11	0,53	0,86	0,40	0,47
NATEN	2021	0,10	0,61	0,85	0,30	0,46
ODAS	2021	0,05	0,56	0,78	0,30	0,42
PAMEL	2021	0,01	0,57	0,84	0,28	0,42
SMRTG	2021	0,25	0,55	0,76	0,40	0,49
TATEN	2021	0,05	0,72	0,67	0,27	0,43
ZEDUR	2021	0,02	0,90	0,81	0,00	0,43
ZOREN	2021	0,06	0,53	0,68	0,32	0,40
AIYEN	2020	0,01	0,74	0,78	0,28	0,45
AHGAZ	2020	0,10	0,52	0,69	0,43	0,43
AKENR	2020	0,02	0,45	0,62	0,31	0,35
AKFYE	2020	0,04	0,64	0,74	0,32	0,43
AKSEN	2020	0,11	0,55	0,78	0,35	0,45
AKSUE	2020	0,01	0,62	0,68	0,28	0,40
ALFAS	2020	0,27	0,59	0,81	0,47	0,54
AYDEM	2020	0,01	0,63	0,77	0,29	0,42
AYEN	2020	0,02	0,57	0,69	0,29	0,39
BIOEN	2020	0,10	0,57	0,72	0,34	0,43
CONSE	2020	0,04	0,56	0,70	0,31	0,40
CWENE	2020	0,15	0,54	0,77	0,50	0,49
CANTE	2020	0,03	0,57	0,71	0,30	0,40
CATES	2020	0,07	0,40	0,00	0,42	0,22
ARASE	2020	0,16	0,55	0,83	0,44	0,50
ENDAE	2020	0,04	0,64	0,81	0,31	0,45
ENJSA	2020	0,04	0,64	0,81	0,31	0,45
ENERY	2020	0,10	0,52	0,69	0,57	0,47
ESEN	2020	0,08	0,63	0,80	0,35	0,47
GWIND	2020	0,04	0,69	0,79	0,30	0,45
HUNER	2020	0,01	0,61	0,75	0,33	0,42
IZENR	2020	0,04	0,52	0,73	0,35	0,41
LYDYE	2020	0,20	0,05	0,63	0,32	0,30
MAGEN	2020	0,05	0,71	0,78	0,51	0,51
MOGAN	2020	0,03	0,59	0,75	0,29	0,42
NTGAZ	2020	0,09	0,58	0,80	0,43	0,47
NATEN	2020	0,11	0,63	0,81	0,32	0,47
ODAS	2020	0,04	0,54	0,70	0,30	0,39
PAMEL	2020	0,01	0,63	0,80	0,28	0,43
SMRTG	2020	0,25	0,57	0,76	0,39	0,49
TATEN	2020	0,03	0,55	0,64	0,31	0,38
ZEDUR	2020	0,22	0,49	0,77	0,29	0,44
ZOREN	2020	0,06	0,54	0,67	0,33	0,40

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektörü Finansal Analizi

Bülent Kınay¹

Ayşegül Cığır²

Özet

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören 49 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının (GYO) 2020–2024 dönemindeki finansal dayanıklılığını, oran analizi temelli bileşik bir endeks yaklaşımıyla haritalandırmaktır. GYO'lar, hem gayrimenkul sektörünün finansallaşmasının ana taşıyıcısı hem de yeni temettü-vergi düzenlemeleriyle (2025 itibarıyla asgari kar dağıtım zorunluluğu) doğrudan etkilenen, gelişmekte olan ekonomiler için stratejik kurumsal yatırım araçlarıdır. Bu nedenle sektörün likidite, borçlanma ve karlılık dinamiklerini firma bazında ayırtıran bütüncül bir ölçüme ihtiyaç duyulmaktadır.

Çalışmada 10 temel finansal oran Min–Max yöntemiyle 0–1 aralığında normalize edilmiş; bunlardan Likidite, Finansal Yapı ve Karlılık alt endeksleri ile Genel Finansal Sağlamlık Endeksi (FSI) oluşturulmuştur. Tanımlayıcı istatistikler, özellikle karlılık ve kısa vadeli borçluluk oranlarında aşırı geniş minimum–maksimum aralıkları ve yüksek standart sapmalarıyla sektörün son derece heterojen ve oynak bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. FSI sonuçları, 2020'nin yüksek kaldıraç ve kırılgan likiditeyle “riskin yoğunlaştığı dip yıl”, 2021–2022'nin hızlı bilanço toparlanması ve 2022'nin sektörel tepe noktası, 2023–2024'ün ise karlılıkta normalleşme ve firma bazlı ayrışmanın arttığı bir dönem olduğunu ortaya koymaktadır.

Çalışmanın özgün katkısı, GYO'ları tek bir sektör ortalamasıyla değil, Finansal Sağlamlık Endeksi'ne dayalı bir *sınıflandırma yöntemi* kullanarak finansal açıdan güçlü, orta ve zayıf durumdaki firmalar olarak ayırması ve bu yolla hem yatırımcılar hem de düzenleyici otoriteler için finansal sağlamlığın daha sağlıklı değerlendirilmesine katkı sağlamasıdır.

1 Dr., Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, bulentkinay@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-9550-3193>

2 Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, aysegulc@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-9128-4974>

1. Giriş

Gayrimenkul piyasalarının finansallaşması, gayrimenkul varlıklarına dayalı piyasa araçlarının sermaye piyasalarındaki rolünü belirgin biçimde artırmıştır. Bu yatırım araçları arasında, özellikle “Real Estate Investment Trust” (REIT) olarak adlandırılan ve Türkiye’de ise “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” (GYO) şeklinde oluşan yapılar, hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar için de alternatif bir yatırım aracı haline gelmiştir.

Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği (Nareit³)’ın ‘Global Real Estate Investment Approach’ adındaki çalışma, GYO piyasalarının küresel ölçekte istikrarlı bir büyüme gösterdiğini ortaya koymaktadır. GYO’lar 1960 yılında ABD’de başlamış, ardından Avrupa ve Asya olmak üzere diğer bölgelerde artarak devam etmektedir. 2024 yılı itibarıyla toplam borsa değeri yaklaşık 2 trilyon dolar olan 1.021 halka açık GYO 42 ülke ve bölgede faaliyet göstermektedir. Türkiye ise 1995’te başlayan GYO uygulamasıyla gelişmekte olan ülkeler arasında güçlü bir konuma sahip olup, 42 ülke içinde dokuzuncu sırada yer alması sektöre yönelik uluslararası ilginin yüksek olduğunu göstermektedir (Nareit, 2025).

Gayrimenkul sektörü, inşaat faaliyetleriyle bağlantılı geniş bir tedarik zincirine sahip olması nedeniyle gelişmekte olan ekonomiler açısından stratejik bir sektördür. İnşaat yatırımları, hem doğrudan istihdama hem de milli gelir artışına katkı sağlayarak makroekonomik büyümenin önemli bileşenlerinden biri haline gelmektedir (Demirdöven, 2009:3). Bu açıdan GYO’lar, gayrimenkul sektörünün finansallaşmasını sağlayan ve sektöre kurumsal yatırımcı niteliği kazandıran kritik bir araç olarak değerlendirilmektedir.

GYO’lar için yasal gereklilikler ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bu gereklilikler daha çok, vergileme, borçlanma ve temettü dağıtımı ile ilgilidir (Dogan vd., 2019). ABD’de GYO’ların kazançlarının en az %90’ını dağıtması zorunlu bir uygulamadır. Benzer düzenlemeler; İngiltere, Almanya, Fransa, Hollanda ve İspanya gibi Avrupa ülkelerinde de geçerlidir. Singapur, Malezya, Hindistan ve Japonya dahil olmak üzere Asya ülkeleri ve Avustralya’nın da GYO düzenlemeleri olduğu ifade edilmektedir (Ghosh & Petrova, 2021). GYO’ların diğer sektör şirketlerinden ayrıştığı temel unsur, düzenleyici ve vergisel çerçevenin doğrudan portföy yapısını ve finansal oranları şekillendirmesidir. Temettü dağıtım zorunlulukları ve vergi istisnası gibi unsurlar ülkeler arasında farklılık gösterdiğinden, GYO’ların finansal yapıları da geleneksel işletmelerden farklı dinamiklere sahiptir.

3 Nareit: Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği®, ABD gayrimenkul ve sermaye piyasalarında çıkarı olan GYO’lar ve halka açık gayrimenkul şirketlerinin dünya çapındaki temsilcisidir.

Türkiye’de GYO’lar 2024 mali yılına kadar kurumlar vergisinden istisna olup, kar dağıtımına ilişkin zorunlu bir oran bulunmamaktaydı. Ancak 28 Temmuz 2024 tarihli düzenleme ile 2025 mali döneminden itibaren taşınmaz faaliyetlerinden elde edilen kazançların en az %50’sinin dağıtılması koşulu getirilmiştir. Bu değişiklik, Türkiye’deki GYO’ların düzenlemelerini ABD ve Avrupa’daki GYO standartlarına yaklaştırmıştır.

Bu açıdan GYO’ların finansal analizinin yapılması, sektörün sermaye yapısını, likidite durumunu ve yatırımcıya sağladığı getiriye anlamak açısından önemlidir. Ayrıca Türkiye GYO piyasasının hızla gelişen yapısı ve büyüme fırsatları (Dogan et al., 2019) dikkate alındığında, finansal oran analizi hem yatırımcılar hem de politika yapımcılar açısından önemli çıkarımlar sunmaktadır.

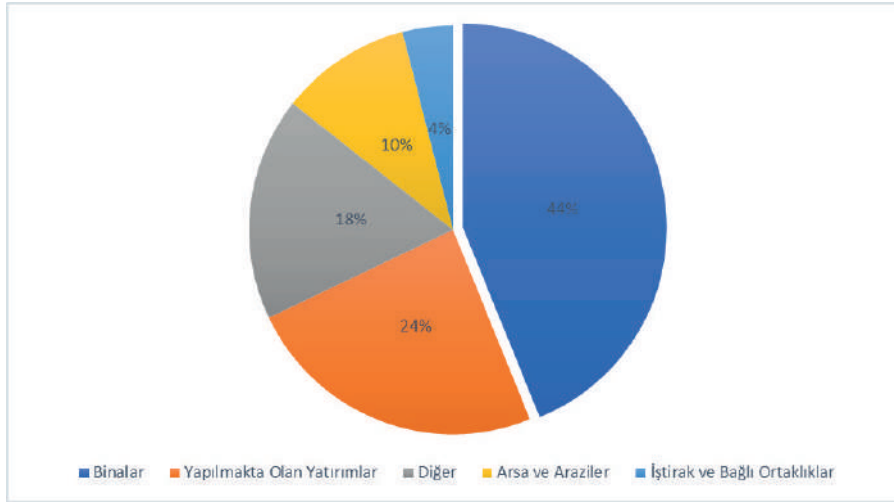
Bu amaçla, çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren Borsa İstanbul (BİST)’daki 49 GYO şirketlerinin 5 yıla (2020-2024) ait verilerinin finansal analizi yapılacaktır.

2. Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sektörü

Türkiye, 1995 yılında GYO uygulamasının başladığı tarihten itibaren gelişmekte olan ülkeler arasında önemli bir konum edinmiştir. Nareit verilerine göre Türkiye, GYO piyasasının büyüklüğü bakımından 42 ülke arasında dokuzuncu sırada yer almaktadır (Nareit, 2024).

GYO’na ilişkin esaslar tebliği’nin madde 4’e göre GYO, “*gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, Takasbank para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı, yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz mevduat veya özel cari ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu*” olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, ilgili tebliğ madde 5’e göre, “*belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli bir projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların aktif toplamalarının en az %75’i bu faaliyet kapsamında yapılan yatırımlardan oluşur ve bu ortaklıkların unvanlarında söz konusu faaliyete, projeye, gayrimenkule veya altyapı yatırım ve hizmetine ilişkin bir ifadeye yer verilir*” ifadesi yer almaktadır. Bu düzenleme ile GYO’ların faaliyet alanı ile ilgili sınırlama getirilmiştir.

Şekil 1. Türkiye GYO Portföy Kompozisyonu (2024)



Kaynak: GYO Net Aktif Değer ve Varlık Değeri Konsolide/Solo Veriler

Şekil 1’deki portföy kompozisyon dağılımı incelendiğinde (TSPB, 2025) 2024 yılı itibarıyla, Türkiye GYO portföylerinin yaklaşık %44’ü tamamlanmış bina yatırımlarından oluşmaktadır. Yapılmakta olan yatırımların %24’lük kayda değer payı, sektörün büyüme ve proje geliştirmeye dayanan bir strateji izlediğini ve sektörün potansiyelinin yüksek olduğu göstermektedir. Portföy dağılımının detayları incelendiğinde (Detaylar tablolaştırılmamıştır), sektörün en baskın portföy grubu binalar, %14,30 Ofis, %12,42 Perakende, %8,12 Konut, %5,28 Otel, %3,34 Lojistik ve %0,39 diğer alanlardan oluşmaktadır. Binalar ve perakende alanları bina portföyünün önemli bir payını oluşturmaktadır. Bu durum, GYO’ların büyük bölümünün büyükşehirlerdeki ofis piyasasına dahil olduğunu ve kurumsal işletmelere yönelik kira gelirlerine dayalı bir iş modeli izlediğini, perakende sektörünün GYO portföylerinde güçlü yer tuttuğunu ve uzun dönemli kira sözleşmeleri ile istikrarlı bir gelir sağladığı şeklinde yorumlanabilir. Konut, otel ve lojistik alanlarındaki küçük orandaki yatırımlar ise portföy çeşitliliği sağlamaktadır. Yapılmakta olan yatırımlar %7,68 diğer projeler, %6,44 Gelir paylaşımı projeleri, %5,33 Konut, %3,26 Otel, %1,01 Ofis ve %0,01 ile lojistik alanlarından oluşmaktadır. Arsa ve araziler içinde en büyük payın %9,89 ile arsa kategorisinde olması, GYO’ların geleceğe yönelik proje geliştirme kapasitesinin olduğu anlaşılabilir.

Türkiye’deki GYO sektörü, vergi ve temettü politikaları açısından 2024 yılı sonuna kadar diğer ülkelerden farklılık göstermekteydi. 28 Temmuz 2024 tarihinde “7524 Kanun numarası ile Vergi Kanunları ile Bazı Kanunlarda ve 375

Sayı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile yapılan bir düzenleme ile 2025 yılı mali döneminden itibaren vergi istisnasından yararlanabilmek için taşınmazlarla ilgili faaliyetlerinden elde edilen kazançların en az %50’sinin dağıtılması zorunluluğu getirilmiştir. Bu oran ABD’deki GYO’larda %90 düzeyindeydi. Ayrıca, temettü dağıtım şartlarını yerine getirmeyen ortaklıklar istisna hakkını kaybederek %30 oranında kurumlar vergisi hesaplaması gerektiği belirtilmektedir. Bu düzenleme, Türkiye’deki GYO’ların vergi avantajı dayanarak oluşturulan iş modellerini doğrudan etkilemekte olup, sektörün sermaye yapısı, kar dağıtım politikası ve yatırım stratejilerinde önemli değişiklikler yaratması beklenmektedir.

2024 yılı sonuna kadar Türkiye’deki GYO ların vergi ve temettü politikaları diğer ülkelerden farklı olduğu için özellikle sermaye ve borçlanma yapı ve oranları farklı olabilir.

Nitekim literatürde Türkiye’deki GYO’ların özellikle düşük finansal kaldıraçla faaliyet gösterdiği ve likidite-yapı göstergelerinin sektörün risk profilini belirlediği ifade edilmektedir (Dogan vd., 2019; Çelik ve Hepşen, 2024). Ayrıca, likidite oranları, finansal yapı oranları, getiri oranları ve hisse senedi performans oranları, GYO’ların piyasa değerini ve varlık getirisini önemli ölçüde etkilemektedir (Çelik ve Arslanli, 2022).

Analiz kapsamında 49 şirketin borsa kodları, ünvanları, halka arz tarihi ve halka açıklık oranlarının da yer aldığı bilgiler Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektöründeki Şirketler

No	Kod	Şirket Ünvanı	Halka Arz Tarihi	Halka Açıklık Oranı
1	ADGYO	ADRA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%28.02
2	AHSGY	AHES GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2024	%25.63
3	AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2011	%44.23
4	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2013	%53.79
5	AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2005	%9.87
6	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1996	%48.69
7	ASGYO	ASCE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%23.27
8	ATAGY	ATA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1997	%59.43
9	AGYO	ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2002	%18.30
10	AVGYO	AVRASYA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1996	%52.08
11	AVPGY	AVRUPAKENT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%22.07
12	BEGYO	BATI EGE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%33.84
13	DZGYO	DENİZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1995	%28.04
14	DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1998	%5.56

15	EGEGY	EGEYAPI AVRUPA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2025	%30.58
16	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2010	%48.35
17	EYGYO	EYG GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2022	%35.48
18	FZLGY	FUZUL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%20.56
19	HLGYO	HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2013	%20.62
20	IDGYO	İDEALİST GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2010	%79.44
21	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1999	%38.94
22	KZBGY	KIZILBÜK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2021	%34.62
23	KLGYO	KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2011	%46.06
24	KGYO	KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1998	%31.43
25	KRGYO	KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2024	%25.79
26	KZGYO	KUZUGRUP GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%24.98
27	MRGYO	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2010	%68.96
28	MHRGY	MHR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%21.86
29	MSGYO	MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2017	%29.56
30	NUGYO	NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1999	%50.22
31	OZKGY	ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2010	%24.98
32	OZGYO	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1994	%33.91
33	PAGYO	PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2013	%36.96
34	PSGYO	PASİFİK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2021	%43.26
35	PEKGY	PEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2021	%82.22
36	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2008	%29.03
37	SRVGY	SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2013	%24.38
38	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2007	%59.16
39	SURGY	SUR TATİL EVLERİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%22.70
40	SEGYO	ŞEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2022	%24.95
41	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2010	%20.97
42	TDGYO	TREND GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2018	%83.90
43	TSGYO	TSKB GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1986	%11.38
44	VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1996	%31.48
45	VRGYO	VERA KONSEPT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2023	%72.56
46	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2013	%82.29
47	YGYO	YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	1999	%78.52
48	ZRGYO	ZİRAAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	2021	%18.94
49	BASGZ	BAŞKENT DOĞALGAZ	2021	%15.28

Kaynak: <https://www.borsaveyatirim.com/bisselerin-halka-aciklik-oranlari>

3. Veri Seti ve Yöntem

Bu çalışmada, BİST Mali Kuruluşlar ana sektörü altında yer alan GYO şirketleri incelenmiştir. BIST sınıflandırmasına göre bu alt sektörde toplam 49 firma bulunmaktadır. Çalışmanın kapsamını, bu firmaların tamamının yıllık finansal verileri oluşturmaktadır.

Finansal veriler ve oranlar, güvenilir veri sağlayıcı platformlardan biri olan Stockkeys Pro üzerinden elde edilmiştir. Veri seti, 2020–2024 dönemini kapsamakta olup, analizde kullanılan tüm finansal oranlar aynı kaynaktan tutarlı bir şekilde elde edilmiştir.

Bu çalışma kapsamında 10 adet temel finansal oran analiz kapsamına dahil edilmiştir. Bu oranlar, GYO’ların finansal analizini üç temel boyutta ölçmek amacıyla gruplandırılmıştır. Stockkeys Pro veri tabanında etkinlik oranlarından sadece alacak devir hızı oranı yer almaktadır. Çalışmada, GYO’ların faaliyet yapısının üretim ve ticaret işletmelerine kıyasla ağırlıklı olarak kira gelirleri ve yatırım amaçlı gayrimenkuller üzerinden ilerlemesi nedeniyle, sektörün nakit yaratma dinamiklerini doğrudan temsil etme gücü sınırlı olduğu için analiz kapsamına dahil edilmemiştir. Oranlar Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2. GYO Analizinde Kullanılan Oranlar

Oranlar	Açıklama
Likidite Oranları	
Cari Oran (CO)	Firmanın kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir.
Likit Oran (Asit Test Oranı) (LO)	Nakit benzeri varlıklar ve hızla paraya dönüştürülebilir varlıklarla kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir.
Dönen Varlıklar/Aktif Toplamı (DV/A)	Toplam varlıklar içinde dönen varlıkların (kısa vadeli likit varlıkların) payını gösterir
Kısa Vadeli Borç/Dönen Varlıklar (KVB/DV)	Dönen varlıkların borç baskısı altında olup olmadığını gösterir.
Finansal Yapı Oranları	
Kısa Vadeli Borç/Aktif Toplamı (KVB/A)	Aktiflerin ne kadarının kısa vadeli borçla finanse edildiğini gösterir. Oranın yüksek olması risk belirtisidir.
Duran Varlıklar/Aktif Toplamı (DUV/A)	Uzun vadeli varlıkların aktif toplamı içindeki payını gösterir. GYO’larda oran yüksektir.
Özkaynak/Aktif Toplamı (ÖZ/A)	Sermaye yapısının gücünü gösterir. Oranın yüksek çıkması daha düşük finansal risk anlamına gelir.
Karlılık Oranları	
Esas Faaliyet Kar Marjı (EFKM)	Firmanın ana faaliyetlerinden elde ettiği karlılığı gösterir.
Aktif Karlılığı (ROA)	Firmanın sahip olduğu varlıkları kara dönüştürme etkinliğini gösterir.
Özkaynak Karlılığı (ROE)	Özkaynak sahiplerine sağlanan getiriyi gösterir. Temel performans göstergesidir.

GYO sektöründe yer alan firmaların 2020-2024 yıllarına ait finansal oranları yıllara göre Ek 1'de sunulmuştur.

4. Bulgular

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Finansal oranların normalizasyonu ve endeks hesaplamasına geçmeden önce, veri yapısının temel özelliklerini ortaya koymak amacıyla tanımlayıcı istatistikler analiz edilmiştir. Tanımlayıcı istatistikler, veri setindeki uç değerleri, ortalamayı ve standart sapmayı göstermektedir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

Oranlar	Yıl	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Std. Sapma
Cari Oran	2020	44	0,03	59,72	6,70	15,36
	2021	48	0,08	24,83	4,33	6,02
	2022	49	0,03	16,57	4,19	4,55
	2023	49	0,18	129,36	9,43	21,66
	2024	49	0,11	164,64	15,80	35,21
Likit Oran	2020	44	0,01	59,40	4,95	14,12
	2021	48	0,03	22,03	3,34	5,38
	2022	49	0,02	15,77	2,88	3,91
	2023	49	0,03	79,79	6,85	16,01
	2024	49	0,02	52,61	7,20	12,93
Likidite Oranları	2020	44	1,13	99,28	29,96	29,15
	2021	48	1,61	99,65	31,45	28,26
	2022	49	0,13	98,92	23,66	26,43
	2023	49	0,19	97,18	25,53	25,21
	2024	49	0,46	97,29	24,41	24,53
Dönen Varlıklar / Aktif	2020	44	1,67	2955,07	302,14	614,55
	2021	48	4,03	1290,37	121,94	243,66
	2022	49	6,04	3599,80	176,45	527,98
	2023	49	0,77	546,01	78,23	113,56
	2024	49	0,61	904,72	75,97	135,46
Kısa Vade Borç / Dönen Varlık	2020	44	1,67	2955,07	302,14	614,55
	2021	48	4,03	1290,37	121,94	243,66
	2022	49	6,04	3599,80	176,45	527,98
	2023	49	0,77	546,01	78,23	113,56
	2024	49	0,61	904,72	75,97	135,46

Finansal Yapı Oranları	Duran Varlıklar / Aktif	2020	44	0,72	98,87	70,04	29,15
		2021	48	0,35	98,39	68,55	28,26
		2022	49	1,08	99,87	76,34	26,43
		2023	49	2,82	99,81	74,47	25,21
		2024	49	2,71	99,54	75,59	24,53
	Kısa Vade Borç / Aktif	2020	44	0,24	103,80	24,79	23,22
		2021	48	0,22	87,27	21,29	22,87
		2022	49	0,32	69,93	12,09	14,86
		2023	49	0,31	49,94	9,87	12,27
		2024	49	0,17	70,17	9,26	13,82
	Özsermaye / Aktif	2020	44	-47,30	99,61	57,80	34,31
		2021	48	-38,62	99,64	63,83	32,94
		2022	49	9,81	99,60	75,51	23,16
		2023	49	2,34	99,55	79,85	21,59
		2024	49	2,49	99,70	75,13	19,60
Karlılık Oranları	Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	2020	43	-106,82	87,76	30,97	36,52
		2021	46	-421,03	94,91	28,19	78,07
		2022	45	-270,24	91,61	27,47	68,85
		2023	46	-846,83	87,23	14,58	137,82
		2024	48	-924,83	89,25	-0,85	166,96
	Aktif Karlılık (%)	2020	43	-31,46	55,03	3,63	14,39
		2021	48	-13,96	81,68	20,73	19,57
		2022	49	-18,91	85,99	33,28	27,45
		2023	49	-33,67	74,46	14,84	16,58
		2024	49	-26,38	30,24	2,76	9,43
	Özsermaye Karlılığı (%)	2020	40	-117,06	83,24	2,56	33,13
		2021	45	-44,59	139,74	31,70	30,82
		2022	49	-25,72	315,37	53,90	60,78
		2023	49	-41,87	121,01	19,13	24,72
		2024	49	-211,74	44,81	-0,71	33,49

Tanımlayıcı istatistikler, GYO sektörünün aşırı heterojen ve yüksek oynaklığa sahip olduğunu göstermektedir. Tablo 3 incelendiğinde sektörde standart sapmaların yüksek seviyelerde olduğu ve minimum–maksimum değerlerin uç noktalara savrulduğu görülmektedir. Bu bulgular, sektördeki firmaların finansal yapı, likidite ve karlılık bakımından homojen bir yapıda olmadığını ortaya koymaktadır.

Tanımlayıcı istatistikler yıllara göre incelendiğinde 2020-2022 dönemi itibarıyla sektörün genel finansal görünümü belirgin biçimde iyileşmekte; bu dönem hem likidite hem de karlılık açısından yukarı yönlü bir eğilim sergilemektedir. 2023 yılında tepe noktasına yaklaşmış; 2024 yılında ise özellikle karlılık açısından gerileme gözlenmektedir. Bu nedenle, 2024 yılı sürdürülebilir performans açısından sorunlu bir yıl olarak görünmektedir.

4.2. Normalizasyon, Alt Endeksler ve Finansal Sağlamlık Endeksi

GYO sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasında, aktif büyüklükleri, borç yapıları ve karlılık düzeyleri bakımından belirgin farklılıklar bulunmaktadır. Sektör aşırı derecede heterojen bir yapıya sahiptir. Bu durum, finansal oranların ham değerleriyle doğrudan karşılaştırılmasını sağlıklı hale getirmektedir. Özellikle uç değerlerin olduğu yıllarda karşılaştırma yapmayı güçleştirmektedir.

Bu problemi aşmak için çalışmada, tüm finansal oranlar 0–1 aralığında normalleştirilmiş ve şirketlerin performansları, sektör içindeki görece konumları üzerinden değerlendirilmiştir.

Finansal oranlar tek başına yorumlandığında sektör hakkında parçalı ve dağınık bir bilgi sunmakta; çok sayıda oran kullanılması ise analizi gereksiz biçimde karmaşıklştırabilmektedir. Bu nedenle normalizasyondan sonra her bir oran grubu için alt endeksler (Likidite Endeksi, Karlılık Endeksi, Finansal Yapı Endeksi, Etkinlik Endeksi) oluşturulmuştur. Sonrasında bu alt endekslerin eşit ağırlıklı ortalaması alınarak Genel Finansal Sağlamlık Endeksi (FSI) oluşturulmuştur. Böylece sektör hem firma bazında hem de yıllar itibarıyla bütüncül bir finansal sağlamlık perspektifi içinde değerlendirilmiştir.

4.2.1. Min-Max Normalizasyon

Çalışmada kullanılan finansal oranların karşılaştırılabilir hale getirilmesi amacıyla Min–Max normalizasyon yöntemi uygulanmıştır. Bu yöntemde oranların taşıdığı anlama bağlı olarak iki farklı normalizasyon yaklaşımı kullanılmıştır.

Yüksek değerin olumlu olduğu göstergeler için aşağıdaki formül uygulanmıştır.

$$\text{Norm}_{-x} = \frac{X - X_{\min}}{X_{\max} - X_{\min}}$$

şük değerin olumlu olduğu göstergeler (KVB/DV ve KVB/A) için aşağıdaki formül uygulanmıştır.

$$\text{Norm}_x = \frac{X_{\max} - X}{X_{\max} - X_{\min}}.$$

2’de, BİST’te işlem gören GYO’ların 2020–2024 dönemine ait 10 temel finansal oranının firma-bazında 0–1 aralığında normalleştirilmiş değerleri yer almaktadır. Değerin 1’e yaklaşması, ilgili oranın en yüksek düzeye; 0’a yaklaşması ise en düşük düzeye işaret etmektedir. Böylece firmaların likidite, borçlanma yapısı ve karlılık performansları yıllar ve şirketler arasında doğrudan karşılaştırılabilir hale getirilmiştir.

Bu normalleştirilmiş tabloyu kullanarak likidite, finansal yapı ve karlılık için ayrı ayrı alt endeksler ve finansal sağlamlık endeksi oluşturulmuştur. Böylece sektörü bütüncül bir yaklaşımla analiz edebilmek mümkün hale gelecektir.

4.2.1. Alt Endeksler ve Finansal Sağlamlık Endeksi (FSI)

Alt endeksler, her boyutun kendi içinde konsolide edilmesini sağlar. Böylece bir firmanın likidite açısından mı, yoksa borçluluk ya da karlılık açısından mı zayıf/güçlü olduğu açıkça ayrıştırılabilir. FSI, alt endeksleri bir araya getirerek tek bir bileşik skor üretir. Bu skorun amacı:

- Firmaların finansal dayanıklılığını ölçmek,
- Likidite–borçluluk–karlılık boyutlarını tek çatı altında toplamak,
- Sektördeki genel trendi (risk artıyor mu azalıyor mu?) göstermektir.

Ek-3’te yer alan indekslerin yıllara göre özet yorumu şu şekildedir:

2020 yılında, finansal sağlamlık endeksleri 0,30-0,60 arasında yoğunlaşmaktadır. 2020 yılı sektörde likidite dengesizliklerinin ve borç baskısının belirginleştiği, finansal kırılganlığın en yüksek olduğu dönemdir.

2021 yılında finansal sağlamlık endeksleri birçok firmada 0,55–0,65 düzeylerine çıkmaktadır (YGGYO, MHRGY, MSGYO, PAGYO gibi). Kısa vadeli borç baskısı azalıyor, özkaynak/aktif ve karlılık toparlanıyor. 2021, COVID sonrası toparlanma ve bilançolarda belirgin iyileşme dönemi olarak görünmektedir.

2022 yılı sektörün, hem alt endeksler hem finansal sağlamlık endeksi açısından en sağlam olduğu yıl olarak görünmektedir. Hem karlılık, hem finansal yapı hem de likiditenin güçlü olduğu bir yıldır.

2023 yılı finansal sağlamlık endeksi genel olarak 2022’ye yakın, ancak biraz düşmüştür. Daha dalgalı bir finansal sağlamlık dönemidir.

2024 yılında finansal sağlamlık endeksleri genel olarak 0,50–0,65 aralığında yoğunlaşmaktadır.

Firma bazında değerlendirme yapıldığında 2020-2024 endeksi yüksek ve dalgalanması düşük olan firmalar, MSGYO, PAGYO, AKMGYO, YGGYO, TRGYO; endeks oynaklığı yüksek yıllar arasında sert düşüş yaşayan finansal risk taşıyan firmalar, EGEgy, KGYO, TDGYO, BASGZ, ATAGY, BEGYO (2020-2022 arası ciddi kırılganlık)'dur. Finansal risk taşıyan bu firmalarda, risk faktörlerinin borçlanma baskısı, düşük likidite, karlılık oynaklığı ve düşük özkaynak olduğu söylenebilir.

4. Sonuç

Bu çalışmada, BİST'te işlem gören 49 GYO'nun 2020–2024 dönemine ait finansal oranları kullanılarak sektörün finansal yapısı hem tanımlayıcı istatistikler hem de bileşik endeksler (Likidite, Finansal Yapı, Karlılık ve Finansal Sağlamlık Endeksi – FSI) üzerinden analiz edilmiştir. Bulgular, GYO sektörünün, portföy büyüklüğü, borçlanma düzeyi ve kira gelirlerinin istikrarına bağlı olarak hem zaman içinde hem de firma bazında son derece heterojen bir finansal görünüm sergilediğini göstermektedir.

Tanımlayıcı istatistikler, özellikle karlılık ve kısa vadeli borçluluk oranlarında geniş minimum–maksimum aralıkları ve yüksek standart sapmalarıyla, sektörde “çok sağlam” ve “yüksek kırılgan” bilançoların yan yana var olduğunu ortaya koymaktadır. 2020 yılı, pandeminin etkisiyle yüksek kaldıraç, dengesiz likidite ve negatif karlılık uçlarının belirginleştiği en riskli dönemdir. 2021–2022 yıllarında karlılıktaki toparlanma ve kısa vadeli borç baskısındaki azalma, bilançolarda ciddi bir iyileşmeye işaret ederken; 2023–2024 döneminde karlılıkta normalleşme ve firma bazlı ayrışma öne çıkmaktadır.

Min–Max normalizasyonu sonrasında elde edilen alt endeksler ve FSI değerleri, 2020'de finansal sağlamlığın 0,30–0,60 bandında geniş bir saçılım gösterdiğini, 2022'de endekslerin 0,55–0,65 seviyelerine yükselerek sektörün tepe noktasına ulaştığını, 2024'te ise 0,50–0,65 aralığında dengelenen fakat firma bazlı uçurumların korunduğu bir yapı ortaya koymaktadır. Firma bazında bakıldığında, 2020–2024 dönemi boyunca FSI'ı yüksek ve dalgalanması düşük seyreden MSGYO, PAGYO, AKMGYO, YGGYO ve TRGYO gibi şirketler “çekirdek, dayanıklı grup” olarak; yıllar arasında sert düşüşler yaşayan ve 0,40–0,50 bandına sıkışan EGEgy, KGYO, TDGYO, BASGZ, ATAGY, BEGYO gibi şirketler ise yüksek “finansal risk taşıyan grup” olarak öne çıkmaktadır.

Elde edilen sonuçlar, gelişmekte olan piyasalardaki GYO'lara ilişkin literatürle de uyumludur. Türkiye ve Güney Afrika gibi gelişmekte olan piyasalarda GYO'ların görece düşük kaldıraç oranlarıyla faaliyet gösterdiği;

bunun hem menkul kıymet piyasalarının halen derinleşme sürecinde olması hem de GYO rejimlerindeki kurumsal ve kültürel farklılıklarla ilişkili olduğu belirtilmektedir (Doğan vd., 2019). Türkiye’de GYO’lar için zorunlu temettü dağıtımının bulunmaması, özsermaye ile finansmanı borçlanmaya kıyasla daha cazip hale getirmektedir. Çalışmamızda FSI’ı yüksek ve nispeten istikrarlı olan çekirdek GYO grubunun, ağırlıklı orta düzey kaldıraçla faaliyet göstermesi, bu bulguyla tutarlıdır. Öte yandan, FSI’ı daha oynak ve borçluluk oranı görece yüksek olan firmalar, literatürde yüksek temettü ödeyen ve buna paralel yüksek finansal kaldıraçla çalışan GYO profiline benzeyen daha agresif bir finansman davranışı sergilemektedir.

Sonuç olarak, GYO sektörünün finansal analizinde tek bir sektör ortalamasına bakmak yerine, Finansal Sağlık Endeksi’ne dayalı bir sınıflandırma kullanılması daha anlamlı görünmektedir. Orta–uzun dönemde FSI değeri 0,65 ve üzerinde olan firmalar, sürdürülebilirlik açısından görece güçlü ve öncelikle değerlendirilebilecek şirketlerdir. Endeks değeri kalıcı biçimde 0,40–0,50 bandında kalan veya zaman içinde bu aralığa doğru gerileyen firmalar ise daha yüksek risk taşımakta; bu firmaların daha dikkatli izlenmesi ve borçlanma politikaları ile bilanço yapılarının yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu yaklaşım, yatırımcılar, kreditorler ve düzenleyicilerin GYO sektöründeki finansal risk ve dayanıklılık düzeylerini karşılaştırmalı olarak görmesine imkan vermekte ve ileride yapılacak çalışmalar için kullanılabilecek sayısal bir temel sunmaktadır.

Kaynaklar

- Çelik, E., & Arslanlı, K. Y. (2022). The idiosyncratic characteristics of Turkish REITs: evidence from financial ratios. *Journal of European Real Estate Research*, 15(2), 192–207. <https://doi.org/10.1108/JERER-01-2021-0004>
- Çelik, E., & Hepşen, A. (2024). Vergisiz Ortamda Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 25(1), 317–340. <https://doi.org/10.31671/doujournal.1362954>
- Demirdöven, M. (2009). Türkiye’de gayrimenkul sektörünün gelişimi ve gayrimenkul finansmanı (Tez No: 254254). [Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal bilimler Enstitüsü]. Ulusal Tez Merkezi.
- Dogan, Y. Y., Ghosh, C., & Petrova, M. (2019). On the Determinants of REIT Capital Structure: Evidence from around the World. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 2019 59:2, 59(2), 295–328. <https://doi.org/10.1007/S11146-018-9687-7>
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), 28/05/2013 Tarih ve 28660 Sayılı Resmi Gazete, 01/12/2025 tarihinde, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/05/20130528-14.htm> adresinden erişildi.
- Ghosh, C., & Petrova, M. (2021). The Effect of Legal Environment and Regulatory Structure on Performance: Cross-Country Evidence from REITs. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 63(1), 40–81. <https://doi.org/10.1007/S11146-019-09742-8/METRICS>
- Nareit. (2024) 2024 Global REIT Approach to Real Estate Investing, 1 Aralık 2025 tarihinde https://www.reit.com/news/blog/market-commentary/traded-reits-top-1000-worldwide?utm_source adresinden erişildi.
- Nareit. (2025). Traded REITs Top 1,000 Worldwide | 1 Aralık 2025 tarihinde https://www.reit.com/news/blog/market-commentary/traded-reits-top-1000-worldwide?utm_ adresinden erişildi.
- TSPB. (2025). GYO Net Aktif Değer ve Varlık Değeri Konsolide/ Solo Veriler · Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. 3 Aralık 2025 tarihinde <https://tspb.org.tr/bilgi/gyo-net-aktif-deger-ve-varlik-degeri-konsolide-ve-solo-veriler/> adresinden erişildi.
- Vergi Kanunları İle Bazı Kanunlarda Ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, 02/08/2024 Tarih ve 32620 Sayılı Resmi Gazete, 01/12/2025 tarihinde, <https://resmigazete.gov.tr/eskiler/2024/08/20240802-2.htm> adresinden erişildi.

Ek 1. GYO Sektöründe Yer Alan Firmaların Firma Kodları ve Yıllara Göre Oranları

Kod	YIL	CO	LO	DV/A	KVB/DV	DUV/A	KVB/A	ÖZ / A	EFK M (%)	ROA (%)	ROE (%)
ADGYO	2024	164,64	52,61	47,25	0,61	52,75	0,29	95,26	60,45	-4,77	-4,90
ADGYO	2023	129,36	74,46	72,97	0,77	27,03	0,56	99,43	63,93	12,15	12,32
ADGYO	2022	16,57	2,68	59,04	6,04	40,96	3,56	96,41	54,22	69,76	78,29
ADGYO	2021	1,60	0,56	52,17	62,58	47,83	32,65	60,07	43,16	10,85	21,64
ADGYO	2020	0,65	0,05	38,54	153,19	61,46	59,04	33,05	6,92	55,03	83,24
AHSGY	2024	44,37	34,29	23,29	2,25	76,71	0,52	85,62	58,62	-3,65	-4,12
AHSGY	2023	0,98	0,03	6,95	101,99	93,05	7,09	92,91	65,23	46,69	53,54
AHSGY	2022	1,75	0,19	9,94	57,17	90,06	5,68	77,35	85,15	12,52	16,41
AHSGY	2021	1,83	0,51	14,13	54,75	85,87	7,74	74,83	80,51	20,08	13,42
AKFGY	2024	4,58	2,61	20,98	21,84	79,02	4,58	84,05	88,07	4,79	5,79
AKFGY	2023	1,94	1,94	15,31	51,42	84,69	7,87	81,12	87,23	7,93	10,12
AKFGY	2022	1,25	1,24	2,38	80,17	97,62	1,91	73,45	91,61	5,26	7,12
AKFGY	2021	1,13	0,93	2,69	88,63	97,31	2,39	75,29	85,64	43,69	75,31
AKFGY	2020	0,04	0,03	1,13	2.608,47	98,87	29,52	13,89	67,21	-17,71	-76,97
AKSGY	2024	0,68	0,67	3,42	147,98	96,58	5,06	85,84	73,11	9,88	11,58
AKSGY	2023	0,93	0,93	6,57	107,45	93,43	7,06	84,72	63,39	16,72	21,03
AKSGY	2022	0,57	0,57	7,35	174,27	92,65	12,81	71,91	71,04	24,96	37,03
AKSGY	2021	0,39	0,39	6,23	256,53	93,77	15,98	53,65	70,44	3,45	6,14
AKSGY	2020	0,79	0,79	10,39	127,07	89,61	13,21	59,17	57,75	-7,40	-12,02
AKMGY	2024	24,52	24,43	7,69	4,08	92,31	0,31	84,55	68,48	5,49	6,03
AKMGY	2023	13,11	13,04	6,19	7,63	93,81	0,47	99,39	67,92	10,47	10,53
AKMGY	2022	13,93	13,77	5,14	7,18	94,86	0,37	99,41	69,78	-4,20	-4,22
AKMGY	2021	18,58	18,35	4,11	5,38	95,89	0,22	99,64	72,30	34,56	34,87
AKMGY	2020	3,62	3,54	5,28	27,61	94,72	1,46	98,40	66,91	8,96	9,13
ALGYO	2024	3,39	3,38	10,24	29,53	89,76	3,02	74,57	70,35	2,29	2,77
ALGYO	2023	7,46	7,23	15,59	13,41	84,41	2,09	93,64	85,70	14,02	14,76
ALGYO	2022	9,88	9,23	8,24	10,12	91,76	0,83	97,21	86,40	19,05	19,52
ALGYO	2021	22,21	22,03	21,55	4,50	78,45	0,97	98,86	94,91	51,25	51,80
ALGYO	2020	59,72	59,40	36,65	1,67	63,35	0,61	99,06	78,07	19,66	19,87
ASGYO	2024	3,39	3,38	10,24	29,53	89,76	3,02	74,57	70,35	2,29	2,77
ASGYO	2023	7,46	7,23	15,59	13,41	84,41	2,09	93,64	85,70	14,02	14,76
ASGYO	2022	9,88	9,23	8,24	10,12	91,76	0,83	97,21	86,40	19,05	19,52
ASGYO	2021	22,21	22,03	21,55	4,50	78,45	0,97	98,86	94,91	51,25	51,80
ASGYO	2020	59,72	59,40	36,65	1,67	63,35	0,61	99,06	78,07	19,66	19,87
ATAGY	2024	24,61	24,61	9,27	4,06	90,73	0,38	87,93	-2,85	5,68	6,16
ATAGY	2023	5,60	5,52	10,56	17,86	89,44	1,89	97,60	-22,49	9,12	9,36
ATAGY	2022	4,34	4,34	9,65	23,06	90,35	2,23	97,07	23,33	80,36	96,53
ATAGY	2021	0,09	0,05	5,20	1.143,06	94,80	59,45	39,70	-11,56	14,45	36,12
ATAGY	2020	0,07	0,07	4,26	1.383,87	95,74	58,96	40,45	-15,26	-1,19	-2,96
AGYO	2024	3,57	3,56	2,13	28,03	97,87	0,60	92,65	24,03	-7,38	-7,71
AGYO	2023	6,10	5,09	2,12	16,38	97,88	0,35	99,35	22,00	22,76	22,92
AGYO	2022	6,17	5,39	2,05	16,22	97,95	0,33	99,26	17,10	72,80	73,42
AGYO	2021	5,96	4,93	3,54	16,78	96,46	0,59	98,58	5,15	14,10	14,67
AGYO	2020	0,31	0,24	1,85	325,43	98,15	6,03	93,24	3,36	0,26	0,28
AVGYO	2024	8,23	8,23	9,73	12,15	90,27	1,18	98,39	14,65	2,73	2,77
AVGYO	2023	4,10	4,10	6,35	24,40	93,65	1,55	98,36	43,39	6,60	6,73
AVGYO	2022	3,13	3,13	8,05	31,93	91,95	2,57	97,36	52,35	21,72	22,46
AVGYO	2021	2,06	1,86	11,64	48,46	88,36	5,64	94,29	64,65	10,00	10,33

AVGYO	2020	52,03	47,13	12,50	1,92	87,50	0,24	99,61	57,05	22,14	22,24
AVPGY	2024	9,91	1,98	22,65	10,09	77,35	2,29	78,98	80,88	18,51	21,50
AVPGY	2023	10,98	8,89	24,29	9,11	75,71	2,21	97,76	54,69	18,71	20,63
AVPGY	2022	3,14	0,67	20,19	31,89	79,81	6,44	79,95	31,80	85,54	112,38
AVPGY	2021	0,93	0,28	31,63	107,62	68,37	34,04	54,55	44,08	33,77	64,12
AVPGY	2020	1,06	0,93	14,87	94,36	85,13	14,03	49,38	17,65	10,42	10,55
BEGYO	2024	99,49	4,22	16,54	1,01	83,46	0,17	99,70	50,13	24,08	29,05
BEGYO	2023	3,34	0,96	26,01	29,90	73,99	7,78	62,51	65,30	5,61	11,48
BEGYO	2022	0,21	0,07	8,31	485,32	91,69	40,32	28,70	73,31	35,18	315,37
BEGYO	2021	0,08	0,03	6,76	1.290,37	93,24	87,27	-38,62	64,44	-13,96	
BEGYO	2020	0,10	0,01	10,70	969,92	89,30	103,80	-47,30	46,90	-31,46	
DZGYO	2024	37,98	26,15	35,90	2,63	64,10	0,95	86,03	29,17	9,84	10,88
DZGYO	2023	16,77	9,35	37,56	5,96	62,44	2,24	97,74	2,83	3,02	3,27
DZGYO	2022	4,14	1,90	58,28	24,14	41,72	14,07	85,83	0,67	14,90	18,15
DZGYO	2021	2,18	0,10	61,62	45,85	38,38	28,25	71,53	23,64	9,53	17,98
DZGYO	2020	1,08	0,01	59,64	92,98	40,36	55,45	35,26	16,50	0,69	2,05
DGGYO	2024	0,11	0,10	0,46	904,72	99,54	4,13	71,93	73,13	5,90	8,36
DGGYO	2023	0,22	0,22	1,20	457,15	98,80	5,50	69,04	74,21	23,32	35,42
DGGYO	2022	0,11	0,11	0,80	891,19	99,20	7,17	60,28	73,53	73,12	144,92
DGGYO	2021	1,18	0,17	16,82	84,96	83,18	14,29	16,61	78,82	-10,41	-44,59
DGGYO	2020	0,33	0,18	2,05	302,24	97,95	6,19	31,73	77,11	-18,38	-45,04
EGEGY	2024	0,71	0,21	49,68	141,26	50,32	70,17	2,49	-167,94	-5,15	-211,74
EGEGY	2023	1,31	0,94	28,40	76,57	71,60	21,75	2,34	-37,87	-1,41	-28,63
EGEGY	2022	3,89	2,94	44,03	25,72	55,97	11,32	9,81	11,32	8,63	231,40
EGEGY	2021	1,09	0,33	84,58	92,01	15,42	77,83	-5,46	8,45	4,43	
EKGYO	2024	1,76	0,14	90,39	56,69	9,61	51,25	48,27	10,90	5,98	12,38
EKGYO	2023	1,84	0,39	91,78	54,41	8,22	49,94	48,46	17,06	-3,72	-7,48
EKGYO	2022	2,05	0,36	90,01	48,87	9,99	43,99	51,62	16,05	1,73	3,36
EKGYO	2021	2,01	0,61	83,53	49,76	16,47	41,56	51,84	30,14	4,92	9,44
EKGYO	2020	2,24	0,72	82,16	44,65	17,84	36,68	52,47	16,39	3,37	6,08
EYGYO	2024	2,69	0,77	49,54	37,18	50,46	18,42	61,74	39,43	5,00	8,17
EYGYO	2023	2,28	0,32	73,85	43,88	26,15	32,40	60,60	-16,19	10,35	24,83
EYGYO	2022	1,26	0,34	87,78	79,66	12,22	69,93	26,74	-10,09	8,83	36,43
EYGYO	2021	0,91	0,16	72,88	109,37	27,12	79,71	12,51	-54,63	2,44	9,74
FZLGY	2024	12,72	1,99	80,71	7,86	19,29	6,34	35,48	-11,14	-2,09	-5,37
FZLGY	2023	6,46	1,76	73,75	15,48	26,25	11,42	43,75	25,19	6,77	17,52
FZLGY	2022	1,91	0,31	67,91	52,31	32,09	35,53	30,36	20,67	12,46	38,54
FZLGY	2021	1,26	0,54	42,63	79,40	57,37	33,85	43,80	15,72	22,78	49,98
FZLGY	2020	1,22	0,71	48,36	82,24	51,64	39,77	48,89	-1,13	-13,54	-13,85
HLGYO	2024	0,68	0,02	8,14	146,25	91,86	11,91	73,50	60,44	4,48	6,01
HLGYO	2023	0,61	0,03	7,68	164,84	92,32	12,66	75,72	26,16	12,02	15,98
HLGYO	2022	0,49	0,06	6,58	205,14	93,42	13,50	74,37	57,88	49,86	67,39
HLGYO	2021	0,26	0,05	6,19	387,56	93,81	23,97	72,08	40,80	9,36	12,16
HLGYO	2020	0,21	0,11	3,02	473,60	96,98	14,31	83,26	37,84	10,76	12,81
IDGYO	2024	0,70	0,36	24,90	142,50	75,10	35,49	58,36	-121,77	-26,38	-46,85
IDGYO	2023	1,33	0,51	52,25	75,10	47,75	39,24	54,39	-96,73	-2,01	-3,35
IDGYO	2022	1,40	0,74	39,31	71,21	60,69	28,00	71,84	-270,24	14,61	20,78
IDGYO	2021	1,55	0,75	52,37	64,70	47,63	33,89	65,51	-99,88	6,13	10,02
IDGYO	2020	1,93	0,86	99,28	51,73	0,72	51,36	48,28	53,10	30,65	65,27
ISGYO	2024	0,63	0,15	6,47	159,98	93,53	10,36	82,06	26,17	1,66	2,03
ISGYO	2023	1,13	0,42	12,52	88,71	87,48	11,11	81,54	56,18	11,66	14,37

ISGYO	2022	0,58	0,50	11,19	173,65	88,81	19,44	80,51	46,59	47,34	58,59
ISGYO	2021	0,49	0,35	7,37	203,22	92,63	14,98	82,02	49,71	22,35	27,69
ISGYO	2020	0,48	0,24	8,90	207,04	91,10	18,42	79,06	28,72	4,87	6,67
KZBGY	2024	3,16	1,88	19,30	31,61	80,70	6,10	71,48	42,50	30,24	44,81
KZBGY	2023	3,49	2,99	12,03	28,69	87,97	3,45	61,30		-15,75	-23,02
KZBGY	2022	9,44	8,07	12,39	10,60	87,61	1,31	79,41		43,00	53,93
KZBGY	2021	9,20	8,64	17,17	10,87	82,83	1,87	81,25		4,30	4,89
KZBGY	2020	0,86	0,86	3,05	116,15	96,95	3,55	96,45			
KLGYO	2024	2,92	0,60	45,83	34,25	54,17	15,70	73,55	33,14	2,79	4,18
KLGYO	2023	1,58	0,60	60,96	63,43	39,04	38,67	59,26	24,54	8,67	14,32
KLGYO	2022	1,98	0,86	68,55	50,38	31,45	34,54	62,73	49,17	34,72	55,85
KLGYO	2021	1,59	0,84	64,84	62,79	35,16	40,71	58,93	22,51	22,61	36,79
KLGYO	2020	1,96	0,94	63,88	51,06	36,12	32,61	65,58	12,45	-0,79	-1,33
KGYO	2024	1,52	0,32	21,90	65,58	78,10	14,36	24,73	-924,83	-1,16	-4,73
KGYO	2023	0,25	0,23	0,57	404,19	99,43	2,32	24,12	-124,68	28,47	121,01
KGYO	2022	0,16	0,15	2,42	629,59	97,58	15,24	20,87	-204,97	-6,13	-22,62
KGYO	2021	9,40	9,12	26,78	10,64	73,22	2,85	93,98	-19,83	23,81	25,66
KGYO	2020	8,00	6,97	31,59	12,50	68,41	3,95	91,27	-106,82	1,39	1,54
KRGYO	2024	3,37	0,41	44,01	29,63	55,99	13,04	85,31	23,97	4,48	5,05
KRGYO	2023	14,50	3,81	65,32	6,90	34,68	4,51	93,60	25,50	20,23	21,89
KRGYO	2022	8,55	2,58	58,21	11,70	41,79	6,81	90,39	29,26	21,19	24,11
KRGYO	2021	4,75	2,19	56,90	21,04	43,10	11,97	78,02	31,44	13,89	18,46
KRGYO	2020	5,20	1,71	59,35	19,23	40,65	11,41	72,13	12,85	4,33	5,37
KZGYO	2024	0,51	0,51	2,91	195,25	97,09	5,68	74,96	61,19	1,68	2,08
KZGYO	2023	1,94	1,93	4,07	51,65	95,93	2,10	88,31	67,97	1,59	1,93
KZGYO	2022	0,03	0,02	0,13	3.599,80	99,87	4,62	73,15		3,60	4,92
KZGYO	2021	8,55	8,46	98,23	11,69	1,77	11,48	88,52		4,31	2,44
MRGYO	2024	0,74	0,74	1,36	135,32	98,64	1,84	71,62	63,30	22,66	28,87
MRGYO	2023	0,58	0,58	1,13	171,68	98,87	1,94	88,97	57,26	20,96	23,87
MRGYO	2022	1,00	0,98	3,31	100,26	96,69	3,32	85,38	17,71	47,27	57,44
MRGYO	2021	1,63	1,60	8,41	61,41	91,59	5,16	75,85	-11,93	14,85	22,20
MRGYO	2020	0,33	0,32	15,41	307,27	84,59	47,35	49,46	73,94	1,00	2,04
MHRGY	2024	43,42	41,80	25,10	2,30	74,90	0,58	85,48	64,03	1,17	1,28
MHRGY	2023	79,80	79,79	24,67	1,25	75,33	0,31	99,55	69,32	0,88	0,89
MHRGY	2022	6,03	6,03	5,17	16,57	94,83	0,86	98,94	68,96	43,08	45,35
MHRGY	2021	4,67	4,54	4,47	21,41	95,53	0,96	82,44	75,03	35,65	66,01
MHRGY	2020	0,03	0,03	1,65	2.955,07	98,35	48,86	6,85	28,36	-16,04	-117,06
MSGYO	2024	2,48	0,89	32,08	40,27	67,92	12,92	76,47	62,36	1,96	2,28
MSGYO	2023	19,67	11,63	14,49	5,08	85,51	0,74	99,20	65,81	37,99	38,37
MSGYO	2022	15,01	7,36	19,20	6,66	80,80	1,28	98,63	58,39	60,09	61,27
MSGYO	2021	4,84	2,51	21,17	20,65	78,83	4,37	95,46	71,17	57,07	59,44
MSGYO	2020	9,32	0,72	25,64	10,72	74,36	2,75	97,03	47,84	4,83	4,99
NUGYO	2024	1,87	0,65	13,82	53,41	86,18	7,38	92,56	0,26	2,76	3,17
NUGYO	2023	1,14	0,35	22,65	87,58	77,35	19,84	80,12	-39,97	25,84	33,02
NUGYO	2022	1,06	0,64	26,61	94,01	73,39	25,02	74,91	4,01	22,85	39,95
NUGYO	2021	0,51	0,30	26,30	195,47	73,70	51,42	24,49	40,02	-6,31	-28,29
NUGYO	2020	0,42	0,16	28,90	237,79	71,10	68,71	20,12	24,06	-12,84	-63,25
OZKGY	2024	8,23	3,76	24,79	12,15	75,21	3,01	90,80	34,22	3,27	3,60
OZKGY	2023	4,94	2,38	29,35	20,25	70,65	5,94	90,88	65,27	14,94	16,64
OZKGY	2022	4,35	2,98	30,01	22,99	69,99	6,90	88,04	46,94	42,59	49,64
OZKGY	2021	2,46	1,13	30,29	40,58	69,71	12,29	77,38	49,55	43,49	61,01

OZKGY	2020	3,32	1,17	35,93	30,10	64,07	10,82	61,97	33,73	19,73	33,77
OZGYO	2024	2,06	2,06	0,55	48,46	99,45	0,27	95,42	10,86	-12,82	-13,21
OZGYO	2023	0,18	0,15	0,19	546,01	99,81	1,03	98,81	14,20	-0,21	-0,21
OZGYO	2022	0,29	0,05	0,44	348,69	99,56	1,55	98,25	18,67	41,27	42,21
OZGYO	2021	0,67	0,33	2,41	148,80	97,59	3,58	96,06	17,99	81,68	86,94
OZGYO	2020	0,96	0,25	9,66	104,03	90,34	10,05	89,20	-38,68	2,29	2,72
PAGYO	2024	1,24	1,24	1,45	80,43	98,55	1,17	90,69	83,07	6,26	6,80
PAGYO	2023	0,51	0,51	0,96	196,99	99,04	1,88	93,84	81,88	46,68	48,84
PAGYO	2022	14,15	14,15	4,46	7,07	95,54	0,32	99,60	81,53	59,48	59,73
PAGYO	2021	9,04	9,04	3,30	11,06	96,70	0,37	99,48	75,40	23,55	23,86
PAGYO	2020	1,26	1,26	2,61	79,40	97,39	2,08	97,77	67,55	3,11	3,15
PSGYO	2024	2,32	0,64	39,31	43,03	60,69	16,92	34,87	-7,45	4,59	12,04
PSGYO	2023	3,37	1,39	37,82	29,68	62,18	11,23	42,61	25,97	4,55	9,77
PSGYO	2022	2,72	0,77	50,31	36,72	49,69	18,47	55,19	27,40	51,44	98,41
PSGYO	2021	24,83	8,58	83,74	4,03	16,26	3,37	35,69	3,70	1,24	4,64
PSGYO	2020	41,83	7,32	86,07	2,39	13,93	2,06	-1,60	6,61	-0,43	
PEKGY	2024	1,16	0,85	20,85	86,13	79,15	17,96	68,96	-548,12	-6,87	-9,34
PEKGY	2023	1,48	1,18	30,08	67,39	69,92	20,27	79,36	-21,45	13,18	15,46
PEKGY	2022	6,89	3,34	18,74	14,51	81,26	2,72	97,22	-95,01	-18,91	-19,67
PEKGY	2021	3,47	2,51	22,86	28,78	77,14	6,58	93,39	8,21	39,52	44,12
PEKGY	2020	0,91	0,03	17,39	109,74	82,61	19,08	80,89	11,61	11,58	16,35
RYGYO	2024	1,31	1,17	4,84	76,06	95,16	3,68	72,98	89,25	14,51	18,32
RYGYO	2023	0,73	0,73	5,35	137,75	94,65	7,37	89,01	79,19	38,01	44,57
RYGYO	2022	1,08	1,08	9,70	92,19	90,30	8,94	73,77	85,22	77,37	106,36
RYGYO	2021	0,66	0,64	9,64	152,09	90,36	14,66	69,87	85,45	33,80	50,97
RYGYO	2020	0,42	0,41	7,30	240,18	92,70	17,53	60,57	87,76	13,09	21,57
SRVGY	2024	0,49	0,46	4,55	205,53	95,45	9,34	76,49	59,75	-1,30	-1,60
SRVGY	2023	1,08	1,06	8,51	92,34	91,49	7,85	87,85	73,56	35,25	47,15
SRVGY	2022	0,35	0,28	3,49	285,70	96,51	9,96	56,33	74,11	63,70	136,86
SRVGY	2021	1,00	0,89	19,36	99,91	80,64	19,34	13,58	40,36	3,38	17,33
SRVGY	2020	0,42	0,40	18,46	237,18	81,54	43,79	40,46	66,69	2,70	5,46
SNGYO	2024	4,21	0,98	17,85	23,77	82,15	4,24	78,20	11,17	0,93	1,20
SNGYO	2023	5,25	1,16	20,52	19,06	79,48	3,91	77,71	26,77	17,83	24,11
SNGYO	2022	2,43	0,38	19,12	41,12	80,88	7,86	68,12	8,41	17,41	28,30
SNGYO	2021	2,96	1,76	31,94	33,79	68,06	10,79	41,86	40,68	43,49	139,74
SNGYO	2020	1,10	0,42	43,71	90,62	56,29	39,61	12,27	34,46	2,68	23,25
SURGY	2024	18,24	16,52	23,78	5,48	76,22	1,30	61,97		3,16	4,46
SURGY	2023	34,60	33,15	28,22	2,89	71,78	0,82	83,87		22,55	26,80
SURGY	2022	6,69	5,93	9,75	14,94	90,25	1,46	84,85		27,77	16,36
SEGYO	2024	0,90	0,90	5,21	111,19	94,79	5,80	84,85	-1,95	-4,23	-5,04
SEGYO	2023	1,28	1,27	13,02	77,91	86,98	10,15	83,12	63,96	13,01	15,79
SEGYO	2022	2,31	2,31	13,29	43,20	86,71	5,74	81,32	61,00	40,25	54,75
SEGYO	2021	1,43	1,42	29,01	70,09	70,99	20,34	50,18	33,05	8,98	16,39
SEGYO	2020	2,02	2,02	18,12	49,41	81,88	8,96	61,43	-6,83	15,05	20,32
TRGYO	2024	5,54	3,99	19,58	18,07	80,42	3,54	84,64	58,00	6,36	7,32
TRGYO	2023	3,36	2,16	9,81	29,75	90,19	2,92	89,67	68,76	20,82	23,52
TRGYO	2022	1,66	0,70	8,80	60,32	91,20	5,31	86,57	62,52	38,23	45,78
TRGYO	2021	0,39	0,19	5,55	253,32	94,45	14,07	72,97	72,05	34,19	49,33
TRGYO	2020	0,49	0,12	8,89	204,22	91,11	18,16	63,97	53,88	2,14	3,41
TDGYO	2024	161,33	39,26	97,29	0,62	2,71	0,60	95,31	25,55	-1,77	-1,94
TDGYO	2023	7,45	1,49	97,18	13,42	2,82	13,04	86,88	6,77	-33,67	-41,87

TDGYO	2022	3,89	2,15	98,92	25,71	1,08	25,43	74,33	47,28	-14,69	-19,71
TDGYO	2021	4,38	2,35	99,65	22,81	0,35	22,73	75,19	21,26	31,94	42,96
TDGYO	2020	5,57	0,04	99,10	17,95	0,90	17,79	73,09	-1,99	-2,37	-3,37
TSGYO	2024	1,07	0,40	4,58	93,27	95,42	4,28	89,36	17,93	-0,39	-0,42
TSGYO	2023	4,06	3,44	2,43	24,63	97,57	0,60	99,37	20,08	13,14	13,22
TSGYO	2022	4,22	3,78	1,72	23,68	98,28	0,41	99,55	28,98	52,43	52,67
TSGYO	2021	4,08	3,41	1,61	24,51	98,39	0,40	99,51	42,99	18,55	20,73
TSGYO	2020	0,11	0,08	1,96	938,43	98,04	18,38	77,05	34,27	-7,77	-11,82
VKGYO	2024	3,83	1,77	16,13	26,14	83,87	4,22	82,24	14,10	12,33	15,83
VKGYO	2023	1,69	0,28	43,64	59,01	56,36	25,75	72,33	38,64	11,36	15,88
VKGYO	2022	1,98	1,98	15,55	50,57	84,45	7,86	70,09	11,10	20,54	31,40
VKGYO	2021	1,22	0,55	44,12	82,08	55,88	36,21	52,84	60,91	12,58	24,43
VKGYO	2020	1,17	0,86	41,11	85,16	58,89	35,01	49,32	40,49	5,04	9,46
VRGYO	2024	17,93	4,89	94,04	5,58	5,96	5,24	74,16	3,66	-6,90	-8,24
VRGYO	2023	14,33	10,96	34,41	6,98	65,59	2,40	95,88		20,43	22,67
VRGYO	2022	2,95	0,03	13,88	33,93	86,12	4,71	78,67		9,59	12,24
VRGYO	2021	3,26	0,95	46,38	30,70	53,62	14,24	70,20	-421,03	50,49	80,86
VRGYO	2020	5,25	0,24	92,45	19,05	7,55	17,61	41,05	3,43	-4,50	-5,49
YGGYO	2024	31,06	31,03	17,69	3,22	82,31	0,57	80,21	72,37	-2,95	-3,32
YGGYO	2023	27,32	27,29	13,51	3,66	86,49	0,49	99,36	74,01	74,46	75,09
YGGYO	2022	15,77	15,77	16,57	6,34	83,43	1,05	98,75	70,65	85,99	87,28
YGGYO	2021	9,88	9,88	19,30	10,12	80,70	1,95	97,72	75,37	28,81	29,36
YGGYO	2020	15,65	15,65	16,66	6,39	83,34	1,06	98,65	71,85	4,88	4,95
YGYO	2024	2,75	0,12	44,54	36,37	55,46	16,20	69,47	-47,32	-14,04	-19,40
YGYO	2023	2,76	0,13	52,66	36,26	47,34	19,10	75,54	-846,83	13,36	18,58
YGYO	2022	2,34	0,22	56,52	42,71	43,48	24,14	66,40	-41,60	59,76	105,54
YGYO	2021	1,03	0,15	60,71	97,13	39,29	58,97	-11,22	44,55	-5,98	
YGYO	2020	1,22	0,17	56,43	81,97	43,57	46,25	-5,05	38,10	-8,73	
ZRGYO	2024	0,63	0,42	3,16	158,84	96,84	5,02	87,36	57,43	4,48	5,06
ZRGYO	2023	0,98	0,84	5,61	102,32	94,39	5,74	90,20	18,07	12,61	13,77
ZRGYO	2022	0,28	0,09	0,59	352,55	99,41	2,09	93,98	32,90	42,75	45,22
ZRGYO	2021	2,59	2,32	7,96	38,56	92,04	3,07	96,87	25,45	18,92	19,78
ZRGYO	2020	0,40	0,09	2,45	251,34	97,55	6,17	93,72	31,91	9,45	11,02
BASGZ	2024	0,48	0,45	20,09	210,16	79,91	42,23	45,03	6,24	4,77	10,33
BASGZ	2023	0,59	0,57	24,50	170,79	75,50	41,85	47,73	3,42	15,24	34,96
BASGZ	2022	0,85	0,85	37,00	117,95	63,00	43,64	37,90	4,63	-9,53	-25,72
BASGZ	2021	1,13	1,12	58,22	88,85	41,78	51,73	33,38	11,21	11,12	33,74
BASGZ	2020	1,15	1,14	54,17	87,23	45,83	47,26	32,47	11,03	9,58	28,15

Kaynak: Finansal oranlar; Stockkeys Pro üzerinden elde edilmiştir.

Ek 2.2020–2024 Dönemi Firma Bazında Normalleştirilmiş Finansal Oranlar

Kod	Yıl	CO	LO	DV/A	KVB/ DV	DUV/A	KVB/A	ÖZ / A	EFKM	ROA	ROE
ADGYO	2024	1,00	0,66	0,47	1,00	0,53	1,00	0,97	0,97	0,24	0,39
ADGYO	2023	0,79	0,93	0,73	1,00	0,27	1,00	1,00	0,97	0,38	0,43
ADGYO	2022	0,10	0,03	0,59	1,00	0,41	0,97	0,98	0,96	0,86	0,55
ADGYO	2021	0,01	0,01	0,52	0,98	0,48	0,69	0,73	0,95	0,37	0,44
ADGYO	2020	0,00	0,00	0,39	0,96	0,61	0,43	0,55	0,91	0,74	0,56
AHSGY	2024	0,27	0,43	0,23	1,00	0,77	1,00	0,90	0,96	0,25	0,39
AHSGY	2023	0,01	0,00	0,07	0,97	0,93	0,93	0,95	0,97	0,67	0,50
AHSGY	2022	0,01	0,00	0,10	0,98	0,90	0,95	0,85	0,99	0,39	0,43
AHSGY	2021	0,01	0,01	0,14	0,98	0,86	0,93	0,83	0,99	0,45	0,43
AKFGY	2024	0,03	0,03	0,21	0,99	0,79	0,96	0,89	0,99	0,32	0,41
AKFGY	2023	0,01	0,02	0,15	0,99	0,85	0,93	0,87	0,99	0,35	0,42
AKFGY	2022	0,01	0,02	0,02	0,98	0,98	0,98	0,82	1,00	0,33	0,42
AKFGY	2021	0,01	0,01	0,03	0,98	0,97	0,98	0,83	0,99	0,65	0,54
AKFGY	2020	0,00	0,00	0,01	0,28	0,99	0,72	0,42	0,97	0,13	0,26
AKSGY	2024	0,00	0,01	0,03	0,96	0,97	0,95	0,91	0,98	0,36	0,42
AKSGY	2023	0,01	0,01	0,06	0,97	0,94	0,93	0,90	0,97	0,42	0,44
AKSGY	2022	0,00	0,01	0,07	0,95	0,93	0,88	0,81	0,98	0,49	0,47
AKSGY	2021	0,00	0,00	0,06	0,93	0,94	0,85	0,69	0,98	0,31	0,41
AKSGY	2020	0,00	0,01	0,10	0,96	0,90	0,87	0,72	0,96	0,22	0,38
AKMGY	2024	0,15	0,31	0,08	1,00	0,92	1,00	0,90	0,97	0,33	0,41
AKMGY	2023	0,08	0,16	0,06	1,00	0,94	1,00	1,00	0,97	0,37	0,42
AKMGY	2022	0,08	0,17	0,05	1,00	0,95	1,00	1,00	0,98	0,25	0,39
AKMGY	2021	0,11	0,23	0,04	1,00	0,96	1,00	1,00	0,98	0,57	0,47
AKMGY	2020	0,02	0,04	0,05	0,99	0,95	0,99	0,99	0,97	0,36	0,42
ALGYO	2024	0,02	0,04	0,10	0,99	0,90	0,97	0,83	0,98	0,30	0,41
ALGYO	2023	0,05	0,09	0,16	1,00	0,84	0,98	0,96	0,99	0,40	0,43
ALGYO	2022	0,06	0,12	0,08	1,00	0,92	0,99	0,98	0,99	0,44	0,44
ALGYO	2021	0,13	0,28	0,22	1,00	0,78	0,99	0,99	1,00	0,71	0,50
ALGYO	2020	0,36	0,74	0,37	1,00	0,63	1,00	1,00	0,98	0,45	0,44
ASGYO	2024	0,02	0,04	0,10	0,99	0,90	0,97	0,83	0,98	0,30	0,41
ASGYO	2023	0,05	0,09	0,16	1,00	0,84	0,98	0,96	0,99	0,40	0,43
ASGYO	2022	0,06	0,12	0,08	1,00	0,92	0,99	0,98	0,99	0,44	0,44
ASGYO	2021	0,13	0,28	0,22	1,00	0,78	0,99	0,99	1,00	0,71	0,50
ASGYO	2020	0,36	0,74	0,37	1,00	0,63	1,00	1,00	0,98	0,45	0,44
ATAGY	2024	0,15	0,31	0,09	1,00	0,91	1,00	0,92	0,90	0,33	0,41
ATAGY	2023	0,03	0,07	0,10	1,00	0,90	0,98	0,99	0,88	0,36	0,42
ATAGY	2022	0,03	0,05	0,10	0,99	0,90	0,98	0,98	0,93	0,95	0,58
ATAGY	2021	0,00	0,00	0,05	0,68	0,95	0,43	0,59	0,90	0,40	0,47
ATAGY	2020	0,00	0,00	0,04	0,62	0,96	0,43	0,60	0,89	0,27	0,40
AGYO	2024	0,02	0,04	0,02	0,99	0,98	1,00	0,95	0,93	0,22	0,39
AGYO	2023	0,04	0,06	0,02	1,00	0,98	1,00	1,00	0,93	0,47	0,45
AGYO	2022	0,04	0,07	0,02	1,00	0,98	1,00	1,00	0,92	0,89	0,54
AGYO	2021	0,04	0,06	0,03	1,00	0,97	1,00	0,99	0,91	0,40	0,43
AGYO	2020	0,00	0,00	0,02	0,91	0,98	0,94	0,96	0,91	0,28	0,40
AVGYO	2024	0,05	0,10	0,10	1,00	0,90	0,99	0,99	0,92	0,30	0,41
AVGYO	2023	0,02	0,05	0,06	0,99	0,94	0,99	0,99	0,95	0,34	0,41
AVGYO	2022	0,02	0,04	0,08	0,99	0,92	0,98	0,98	0,96	0,46	0,44
AVGYO	2021	0,01	0,02	0,12	0,99	0,88	0,95	0,96	0,97	0,36	0,42

AVGYO	2020	0,32	0,59	0,12	1,00	0,88	1,00	1,00	0,96	0,47	0,44
AVPGY	2024	0,06	0,02	0,23	1,00	0,77	0,98	0,86	0,99	0,44	0,44
AVPGY	2023	0,07	0,11	0,24	1,00	0,76	0,98	0,99	0,96	0,44	0,44
AVPGY	2022	0,02	0,01	0,20	0,99	0,80	0,94	0,87	0,94	1,00	0,61
AVPGY	2021	0,01	0,00	0,32	0,97	0,68	0,67	0,69	0,95	0,56	0,52
AVPGY	2020	0,01	0,01	0,15	0,97	0,85	0,87	0,66	0,92	0,37	0,42
BEGYO	2024	0,60	0,05	0,16	1,00	0,84	1,00	1,00	0,96	0,48	0,46
BEGYO	2023	0,02	0,01	0,26	0,99	0,74	0,93	0,75	0,97	0,33	0,42
BEGYO	2022	0,00	0,00	0,08	0,87	0,92	0,61	0,52	0,98	0,58	1,00
BEGYO	2021	0,00	0,00	0,07	0,64	0,93	0,16	0,06	0,97	0,16	0,40
BEGYO	2020	0,00	0,00	0,11	0,73	0,89	0,00	0,00	0,95	0,02	0,40
DZGYO	2024	0,23	0,33	0,36	1,00	0,64	0,99	0,91	0,94	0,36	0,42
DZGYO	2023	0,10	0,12	0,38	1,00	0,62	0,98	0,99	0,91	0,31	0,41
DZGYO	2022	0,02	0,02	0,58	0,99	0,42	0,87	0,91	0,91	0,41	0,44
DZGYO	2021	0,01	0,00	0,62	0,99	0,38	0,73	0,81	0,93	0,36	0,44
DZGYO	2020	0,01	0,00	0,60	0,97	0,40	0,47	0,56	0,92	0,29	0,41
DGGYO	2024	0,00	0,00	0,00	0,75	1,00	0,96	0,81	0,98	0,33	0,42
DGGYO	2023	0,00	0,00	0,01	0,87	0,99	0,95	0,79	0,98	0,48	0,47
DGGYO	2022	0,00	0,00	0,01	0,75	0,99	0,93	0,73	0,98	0,89	0,68
DGGYO	2021	0,01	0,00	0,17	0,98	0,83	0,86	0,43	0,98	0,19	0,32
DGGYO	2020	0,00	0,00	0,02	0,92	0,98	0,94	0,54	0,98	0,13	0,32
EGEGY	2024	0,00	0,00	0,50	0,96	0,50	0,32	0,34	0,74	0,24	0,00
EGEGY	2023	0,01	0,01	0,28	0,98	0,72	0,79	0,34	0,87	0,27	0,35
EGEGY	2022	0,02	0,04	0,44	0,99	0,56	0,89	0,39	0,92	0,35	0,84
EGEGY	2021	0,01	0,00	0,85	0,97	0,15	0,25	0,28	0,92	0,32	0,40
EKGYO	2024	0,01	0,00	0,91	0,98	0,09	0,51	0,65	0,92	0,33	0,43
EKGYO	2023	0,01	0,00	0,92	0,99	0,08	0,52	0,65	0,92	0,25	0,39
EKGYO	2022	0,01	0,00	0,90	0,99	0,10	0,58	0,67	0,92	0,30	0,41
EKGYO	2021	0,01	0,01	0,84	0,99	0,16	0,60	0,67	0,94	0,32	0,42
EKGYO	2020	0,01	0,01	0,82	0,99	0,18	0,65	0,68	0,92	0,31	0,41
EYGYO	2024	0,02	0,01	0,50	0,99	0,50	0,82	0,74	0,95	0,32	0,42
EYGYO	2023	0,01	0,00	0,74	0,99	0,26	0,69	0,73	0,89	0,37	0,45
EYGYO	2022	0,01	0,00	0,88	0,98	0,12	0,33	0,50	0,90	0,36	0,47
EYGYO	2021	0,01	0,00	0,73	0,97	0,27	0,23	0,41	0,85	0,30	0,42
FZLGY	2024	0,08	0,02	0,81	1,00	0,19	0,94	0,56	0,90	0,26	0,39
FZLGY	2023	0,04	0,02	0,74	1,00	0,26	0,89	0,62	0,93	0,34	0,43
FZLGY	2022	0,01	0,00	0,68	0,99	0,32	0,66	0,53	0,93	0,39	0,47
FZLGY	2021	0,01	0,01	0,43	0,98	0,57	0,67	0,62	0,92	0,47	0,50
FZLGY	2020	0,01	0,01	0,48	0,98	0,52	0,62	0,65	0,91	0,17	0,38
HLGYO	2024	0,00	0,00	0,08	0,96	0,92	0,89	0,82	0,97	0,32	0,41
HLGYO	2023	0,00	0,00	0,08	0,95	0,92	0,88	0,84	0,93	0,38	0,43
HLGYO	2022	0,00	0,00	0,06	0,94	0,94	0,87	0,83	0,96	0,70	0,53
HLGYO	2021	0,00	0,00	0,06	0,89	0,94	0,77	0,81	0,95	0,36	0,42
HLGYO	2020	0,00	0,00	0,03	0,87	0,97	0,86	0,89	0,94	0,37	0,43
IDGYO	2024	0,00	0,00	0,25	0,96	0,75	0,66	0,72	0,79	0,06	0,31
IDGYO	2023	0,01	0,01	0,52	0,98	0,48	0,62	0,69	0,81	0,26	0,40
IDGYO	2022	0,01	0,01	0,39	0,98	0,61	0,73	0,81	0,64	0,40	0,44
IDGYO	2021	0,01	0,01	0,52	0,98	0,48	0,67	0,77	0,81	0,33	0,42
IDGYO	2020	0,01	0,01	1,00	0,99	0,00	0,51	0,65	0,96	0,54	0,53
ISGYO	2024	0,00	0,00	0,06	0,96	0,94	0,90	0,88	0,93	0,30	0,41
ISGYO	2023	0,01	0,01	0,12	0,98	0,88	0,89	0,88	0,96	0,38	0,43

ISGYO	2022	0,00	0,01	0,11	0,95	0,89	0,81	0,87	0,95	0,68	0,51
ISGYO	2021	0,00	0,00	0,07	0,94	0,93	0,86	0,88	0,96	0,47	0,45
ISGYO	2020	0,00	0,00	0,09	0,94	0,91	0,82	0,86	0,94	0,32	0,41
KZBGY	2024	0,02	0,02	0,19	0,99	0,81	0,94	0,81	0,95	0,53	0,49
KZBGY	2023	0,02	0,04	0,12	0,99	0,88	0,97	0,74	0,91	0,15	0,36
KZBGY	2022	0,06	0,10	0,12	1,00	0,88	0,99	0,86	0,91	0,64	0,50
KZBGY	2021	0,06	0,11	0,17	1,00	0,83	0,98	0,87	0,91	0,32	0,41
KZBGY	2020	0,01	0,01	0,03	0,97	0,97	0,97	0,98	0,91	0,28	0,40
KLGYO	2024	0,02	0,01	0,46	0,99	0,54	0,85	0,82	0,94	0,30	0,41
KLGYO	2023	0,01	0,01	0,61	0,98	0,39	0,63	0,72	0,93	0,35	0,43
KLGYO	2022	0,01	0,01	0,69	0,99	0,31	0,67	0,75	0,96	0,57	0,51
KLGYO	2021	0,01	0,01	0,65	0,98	0,35	0,61	0,72	0,93	0,47	0,47
KLGYO	2020	0,01	0,01	0,64	0,99	0,36	0,69	0,77	0,92	0,27	0,40
KGYO	2024	0,01	0,00	0,22	0,98	0,78	0,86	0,49	0,00	0,27	0,39
KGYO	2023	0,00	0,00	0,00	0,89	1,00	0,98	0,49	0,78	0,52	0,63
KGYO	2022	0,00	0,00	0,02	0,83	0,98	0,85	0,46	0,71	0,23	0,36
KGYO	2021	0,06	0,11	0,27	1,00	0,73	0,97	0,96	0,89	0,48	0,45
KGYO	2020	0,05	0,09	0,32	1,00	0,68	0,96	0,94	0,80	0,29	0,40
KRGYO	2024	0,02	0,01	0,44	0,99	0,56	0,88	0,90	0,93	0,32	0,41
KRGYO	2023	0,09	0,05	0,66	1,00	0,34	0,96	0,96	0,93	0,45	0,44
KRGYO	2022	0,05	0,03	0,58	1,00	0,42	0,94	0,94	0,94	0,46	0,45
KRGYO	2021	0,03	0,03	0,57	0,99	0,43	0,89	0,85	0,94	0,40	0,44
KRGYO	2020	0,03	0,02	0,60	0,99	0,40	0,89	0,81	0,92	0,32	0,41
KZGYO	2024	0,00	0,01	0,03	0,95	0,97	0,95	0,83	0,97	0,30	0,41
KZGYO	2023	0,01	0,02	0,04	0,99	0,96	0,98	0,92	0,97	0,29	0,41
KZGYO	2022	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,96	0,82	0,91	0,31	0,41
KZGYO	2021	0,05	0,11	0,99	1,00	0,01	0,89	0,92	0,91	0,32	0,41
MRGYO	2024	0,00	0,01	0,01	0,96	0,99	0,98	0,81	0,97	0,47	0,46
MRGYO	2023	0,00	0,01	0,01	0,95	0,99	0,98	0,93	0,96	0,46	0,45
MRGYO	2022	0,01	0,01	0,03	0,97	0,97	0,97	0,90	0,92	0,68	0,51
MRGYO	2021	0,01	0,02	0,08	0,98	0,92	0,95	0,84	0,90	0,41	0,44
MRGYO	2020	0,00	0,00	0,15	0,91	0,85	0,54	0,66	0,98	0,29	0,41
MHRGY	2024	0,26	0,52	0,25	1,00	0,75	1,00	0,90	0,97	0,29	0,40
MHRGY	2023	0,48	1,00	0,25	1,00	0,75	1,00	1,00	0,97	0,29	0,40
MHRGY	2022	0,04	0,08	0,05	1,00	0,95	0,99	0,99	0,97	0,64	0,49
MHRGY	2021	0,03	0,06	0,04	0,99	0,96	0,99	0,88	0,98	0,58	0,53
MHRGY	2020	0,00	0,00	0,02	0,18	0,98	0,53	0,37	0,93	0,15	0,18
MSGYO	2024	0,01	0,01	0,32	0,99	0,68	0,88	0,84	0,97	0,30	0,41
MSGYO	2023	0,12	0,15	0,14	1,00	0,86	0,99	1,00	0,97	0,60	0,47
MSGYO	2022	0,09	0,09	0,19	1,00	0,81	0,99	0,99	0,96	0,78	0,52
MSGYO	2021	0,03	0,03	0,21	0,99	0,79	0,96	0,97	0,98	0,76	0,51
MSGYO	2020	0,06	0,01	0,26	1,00	0,74	0,98	0,98	0,95	0,32	0,41
NUGYO	2024	0,01	0,01	0,14	0,99	0,86	0,93	0,95	0,91	0,30	0,41
NUGYO	2023	0,01	0,00	0,23	0,98	0,77	0,81	0,87	0,87	0,50	0,46
NUGYO	2022	0,01	0,01	0,27	0,97	0,73	0,76	0,83	0,91	0,47	0,48
NUGYO	2021	0,00	0,00	0,26	0,95	0,74	0,51	0,49	0,95	0,23	0,35
NUGYO	2020	0,00	0,00	0,29	0,93	0,71	0,34	0,46	0,93	0,17	0,28
OZKGY	2024	0,05	0,05	0,25	1,00	0,75	0,97	0,94	0,94	0,31	0,41
OZKGY	2023	0,03	0,03	0,29	0,99	0,71	0,94	0,94	0,97	0,41	0,43
OZKGY	2022	0,03	0,04	0,30	0,99	0,70	0,94	0,92	0,95	0,64	0,50
OZKGY	2021	0,01	0,01	0,30	0,99	0,70	0,88	0,85	0,96	0,64	0,52

OZKGY	2020	0,02	0,01	0,36	0,99	0,64	0,90	0,74	0,94	0,45	0,47
OZGYO	2024	0,01	0,03	0,00	0,99	1,00	1,00	0,97	0,92	0,17	0,38
OZGYO	2023	0,00	0,00	0,00	0,85	1,00	0,99	0,99	0,92	0,28	0,40
OZGYO	2022	0,00	0,00	0,00	0,90	1,00	0,99	0,99	0,93	0,63	0,48
OZGYO	2021	0,00	0,00	0,02	0,96	0,98	0,97	0,98	0,92	0,96	0,57
OZGYO	2020	0,01	0,00	0,10	0,97	0,90	0,90	0,93	0,87	0,30	0,41
PAGYO	2024	0,01	0,02	0,01	0,98	0,99	0,99	0,94	0,99	0,33	0,41
PAGYO	2023	0,00	0,01	0,01	0,95	0,99	0,98	0,96	0,99	0,67	0,49
PAGYO	2022	0,09	0,18	0,04	1,00	0,96	1,00	1,00	0,99	0,78	0,52
PAGYO	2021	0,05	0,11	0,03	1,00	0,97	1,00	1,00	0,98	0,48	0,45
PAGYO	2020	0,01	0,02	0,02	0,98	0,98	0,98	0,99	0,97	0,31	0,41
PSGYO	2024	0,01	0,01	0,39	0,99	0,61	0,84	0,56	0,90	0,32	0,42
PSGYO	2023	0,02	0,02	0,38	0,99	0,62	0,89	0,61	0,93	0,32	0,42
PSGYO	2022	0,02	0,01	0,50	0,99	0,50	0,82	0,70	0,93	0,71	0,59
PSGYO	2021	0,15	0,11	0,84	1,00	0,16	0,97	0,56	0,91	0,29	0,41
PSGYO	2020	0,25	0,09	0,86	1,00	0,14	0,98	0,31	0,91	0,28	0,40
PEKGY	2024	0,01	0,01	0,21	0,98	0,79	0,83	0,79	0,37	0,22	0,38
PEKGY	2023	0,01	0,01	0,30	0,98	0,70	0,81	0,86	0,89	0,39	0,43
PEKGY	2022	0,04	0,04	0,19	1,00	0,81	0,98	0,98	0,81	0,12	0,36
PEKGY	2021	0,02	0,03	0,23	0,99	0,77	0,94	0,96	0,91	0,61	0,49
PEKGY	2020	0,01	0,00	0,17	0,97	0,83	0,82	0,87	0,92	0,38	0,43
RYGYO	2024	0,01	0,01	0,05	0,98	0,95	0,97	0,82	0,99	0,40	0,44
RYGYO	2023	0,00	0,01	0,05	0,96	0,95	0,93	0,93	0,98	0,60	0,49
RYGYO	2022	0,01	0,01	0,10	0,97	0,90	0,92	0,82	0,99	0,93	0,60
RYGYO	2021	0,00	0,01	0,10	0,96	0,90	0,86	0,80	0,99	0,56	0,50
RYGYO	2020	0,00	0,01	0,07	0,93	0,93	0,83	0,73	0,99	0,39	0,44
SRVGY	2024	0,00	0,01	0,04	0,94	0,96	0,91	0,84	0,97	0,27	0,40
SRVGY	2023	0,01	0,01	0,08	0,97	0,92	0,93	0,92	0,98	0,58	0,49
SRVGY	2022	0,00	0,00	0,03	0,92	0,97	0,91	0,70	0,98	0,81	0,66
SRVGY	2021	0,01	0,01	0,19	0,97	0,81	0,82	0,41	0,95	0,31	0,43
SRVGY	2020	0,00	0,00	0,18	0,93	0,82	0,58	0,60	0,97	0,30	0,41
SNGYO	2024	0,03	0,01	0,18	0,99	0,82	0,96	0,85	0,92	0,29	0,40
SNGYO	2023	0,03	0,01	0,20	0,99	0,80	0,96	0,85	0,93	0,43	0,45
SNGYO	2022	0,01	0,00	0,19	0,99	0,81	0,93	0,79	0,92	0,43	0,46
SNGYO	2021	0,02	0,02	0,32	0,99	0,68	0,90	0,61	0,95	0,64	0,67
SNGYO	2020	0,01	0,01	0,44	0,97	0,56	0,62	0,41	0,94	0,30	0,45
SURGY	2024	0,11	0,21	0,24	1,00	0,76	0,99	0,74	0,91	0,31	0,41
SURGY	2023	0,21	0,42	0,28	1,00	0,72	0,99	0,89	0,91	0,47	0,45
SURGY	2022	0,04	0,07	0,10	1,00	0,90	0,99	0,90	0,91	0,51	0,43
SEGYO	2024	0,01	0,01	0,05	0,97	0,95	0,95	0,90	0,91	0,25	0,39
SEGYO	2023	0,01	0,02	0,13	0,98	0,87	0,90	0,89	0,97	0,39	0,43
SEGYO	2022	0,01	0,03	0,13	0,99	0,87	0,95	0,87	0,97	0,62	0,51
SEGYO	2021	0,01	0,02	0,29	0,98	0,71	0,81	0,66	0,94	0,36	0,43
SEGYO	2020	0,01	0,03	0,18	0,99	0,82	0,92	0,74	0,90	0,41	0,44
TRGYO	2024	0,03	0,05	0,20	1,00	0,80	0,97	0,90	0,96	0,33	0,42
TRGYO	2023	0,02	0,03	0,10	0,99	0,90	0,97	0,93	0,97	0,46	0,45
TRGYO	2022	0,01	0,01	0,09	0,98	0,91	0,95	0,91	0,97	0,60	0,49
TRGYO	2021	0,00	0,00	0,05	0,93	0,95	0,87	0,82	0,98	0,57	0,50
TRGYO	2020	0,00	0,00	0,09	0,94	0,91	0,83	0,76	0,96	0,30	0,41
TDGYO	2024	0,98	0,49	0,98	1,00	0,02	1,00	0,97	0,93	0,27	0,40
TDGYO	2023	0,05	0,02	0,98	1,00	0,02	0,88	0,91	0,91	0,00	0,32

TDGYO	2022	0,02	0,03	0,99	0,99	0,01	0,76	0,83	0,95	0,16	0,36
TDGYO	2021	0,03	0,03	1,00	0,99	0,00	0,78	0,83	0,93	0,55	0,48
TDGYO	2020	0,03	0,00	0,99	1,00	0,01	0,83	0,82	0,90	0,26	0,40
TSGYO	2024	0,01	0,00	0,04	0,97	0,96	0,96	0,93	0,92	0,28	0,40
TSGYO	2023	0,02	0,04	0,02	0,99	0,98	1,00	1,00	0,93	0,39	0,43
TSGYO	2022	0,03	0,05	0,02	0,99	0,98	1,00	1,00	0,94	0,72	0,50
TSGYO	2021	0,02	0,04	0,01	0,99	0,99	1,00	1,00	0,95	0,44	0,44
TSGYO	2020	0,00	0,00	0,02	0,74	0,98	0,82	0,85	0,94	0,22	0,38
VKGYO	2024	0,02	0,02	0,16	0,99	0,84	0,96	0,88	0,92	0,38	0,43
VKGYO	2023	0,01	0,00	0,44	0,98	0,56	0,75	0,81	0,94	0,38	0,43
VKGYO	2022	0,01	0,02	0,15	0,99	0,85	0,93	0,80	0,92	0,45	0,46
VKGYO	2021	0,01	0,01	0,44	0,98	0,56	0,65	0,68	0,97	0,39	0,45
VKGYO	2020	0,01	0,01	0,41	0,98	0,59	0,66	0,66	0,95	0,32	0,42
VRGYO	2024	0,11	0,06	0,94	1,00	0,06	0,95	0,83	0,91	0,22	0,39
VRGYO	2023	0,09	0,14	0,34	1,00	0,66	0,98	0,97	0,91	0,45	0,44
VRGYO	2022	0,02	0,00	0,14	0,99	0,86	0,96	0,86	0,91	0,36	0,42
VRGYO	2021	0,02	0,01	0,46	0,99	0,54	0,86	0,80	0,49	0,70	0,56
VRGYO	2020	0,03	0,00	0,93	0,99	0,07	0,83	0,60	0,91	0,24	0,39
YGGYO	2024	0,19	0,39	0,18	1,00	0,82	1,00	0,87	0,98	0,26	0,40
YGGYO	2023	0,17	0,34	0,13	1,00	0,87	1,00	1,00	0,98	0,90	0,54
YGGYO	2022	0,10	0,20	0,17	1,00	0,83	0,99	0,99	0,98	1,00	0,57
YGGYO	2021	0,06	0,12	0,19	1,00	0,81	0,98	0,99	0,98	0,52	0,46
YGGYO	2020	0,09	0,20	0,17	1,00	0,83	0,99	0,99	0,98	0,32	0,41
YGYO	2024	0,02	0,00	0,45	0,99	0,55	0,85	0,79	0,86	0,16	0,36
YGYO	2023	0,02	0,00	0,53	0,99	0,47	0,82	0,84	0,08	0,39	0,44
YGYO	2022	0,01	0,00	0,57	0,99	0,43	0,77	0,77	0,87	0,78	0,60
YGYO	2021	0,01	0,00	0,61	0,97	0,39	0,43	0,25	0,95	0,23	0,40
YGYO	2020	0,01	0,00	0,57	0,98	0,43	0,56	0,29	0,94	0,21	0,40
ZRGYO	2024	0,00	0,01	0,03	0,96	0,97	0,95	0,92	0,96	0,32	0,41
ZRGYO	2023	0,01	0,01	0,06	0,97	0,94	0,95	0,94	0,92	0,39	0,43
ZRGYO	2022	0,00	0,00	0,00	0,90	1,00	0,98	0,96	0,94	0,64	0,49
ZRGYO	2021	0,02	0,03	0,08	0,99	0,92	0,97	0,98	0,93	0,44	0,44
ZRGYO	2020	0,00	0,00	0,02	0,93	0,98	0,94	0,96	0,94	0,36	0,42
BASGZ	2024	0,00	0,01	0,20	0,94	0,80	0,59	0,63	0,91	0,32	0,42
BASGZ	2023	0,00	0,01	0,24	0,95	0,76	0,60	0,65	0,91	0,41	0,47
BASGZ	2022	0,00	0,01	0,37	0,97	0,63	0,58	0,58	0,91	0,20	0,35
BASGZ	2021	0,01	0,01	0,58	0,98	0,42	0,50	0,55	0,92	0,37	0,47
BASGZ	2020	0,01	0,01	0,54	0,98	0,46	0,55	0,54	0,92	0,36	0,46

Kaynak: Yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

Ek 3. Alt Endeksler ve Finansal Sağlamlık Endeksi

Kod	Yıl	Likidite Endeksi	Finansal Yapı Endeksi	Karlılık Endeksi	Finansal Sağlamlık Endeksi
ADGYO	2024	0,78	0,83	0,53	0,72
ADGYO	2023	0,86	0,75	0,59	0,74
ADGYO	2022	0,43	0,78	0,79	0,67
ADGYO	2021	0,38	0,63	0,59	0,53
ADGYO	2020	0,34	0,53	0,74	0,54
AHSGY	2024	0,48	0,89	0,54	0,64
AHSGY	2023	0,26	0,94	0,72	0,64
AHSGY	2022	0,27	0,90	0,60	0,59
AHSGY	2021	0,29	0,87	0,62	0,59
AKFGY	2024	0,32	0,88	0,58	0,59
AKFGY	2023	0,29	0,88	0,59	0,59
AKFGY	2022	0,26	0,93	0,58	0,59
AKFGY	2021	0,25	0,93	0,73	0,64
AKFGY	2020	0,07	0,71	0,45	0,41
AKSGY	2024	0,25	0,94	0,59	0,59
AKSGY	2023	0,26	0,92	0,61	0,60
AKSGY	2022	0,26	0,87	0,65	0,59
AKSGY	2021	0,25	0,82	0,57	0,55
AKSGY	2020	0,27	0,83	0,52	0,54
AKMGY	2024	0,38	0,94	0,57	0,63
AKMGY	2023	0,33	0,98	0,59	0,63
AKMGY	2022	0,33	0,98	0,54	0,62
AKMGY	2021	0,35	0,99	0,67	0,67
AKMGY	2020	0,28	0,98	0,58	0,61
ALGYO	2024	0,29	0,90	0,56	0,58
ALGYO	2023	0,32	0,93	0,61	0,62
ALGYO	2022	0,31	0,97	0,62	0,63
ALGYO	2021	0,41	0,92	0,74	0,69
ALGYO	2020	0,62	0,87	0,62	0,71
ASGYO	2024	0,29	0,90	0,56	0,58
ASGYO	2023	0,32	0,93	0,61	0,62
ASGYO	2022	0,31	0,97	0,62	0,63
ASGYO	2021	0,41	0,92	0,74	0,69
ASGYO	2020	0,62	0,87	0,62	0,71
ATAGY	2024	0,39	0,94	0,55	0,63
ATAGY	2023	0,30	0,95	0,55	0,60
ATAGY	2022	0,29	0,96	0,82	0,69
ATAGY	2021	0,18	0,66	0,59	0,48
ATAGY	2020	0,16	0,66	0,52	0,45
AGYO	2024	0,27	0,98	0,51	0,59
AGYO	2023	0,28	0,99	0,62	0,63

AGYO	2022	0,28	0,99	0,78	0,69
AGYO	2021	0,28	0,98	0,58	0,62
AGYO	2020	0,23	0,96	0,53	0,58
AVGYO	2024	0,31	0,96	0,54	0,61
AVGYO	2023	0,28	0,97	0,57	0,61
AVGYO	2022	0,28	0,96	0,62	0,62
AVGYO	2021	0,28	0,93	0,59	0,60
AVGYO	2020	0,51	0,96	0,62	0,70
AVPGY	2024	0,33	0,87	0,62	0,61
AVPGY	2023	0,35	0,91	0,61	0,63
AVPGY	2022	0,31	0,87	0,85	0,67
AVPGY	2021	0,32	0,68	0,68	0,56
AVPGY	2020	0,28	0,79	0,57	0,55
BEGYO	2024	0,46	0,95	0,63	0,68
BEGYO	2023	0,32	0,80	0,57	0,57
BEGYO	2022	0,24	0,68	0,85	0,59
BEGYO	2021	0,18	0,38	0,51	0,36
BEGYO	2020	0,21	0,30	0,46	0,32
DZGYO	2024	0,48	0,85	0,57	0,63
DZGYO	2023	0,40	0,86	0,54	0,60
DZGYO	2022	0,41	0,73	0,58	0,57
DZGYO	2021	0,40	0,64	0,58	0,54
DZGYO	2020	0,39	0,48	0,54	0,47
DGGYO	2024	0,19	0,92	0,58	0,56
DGGYO	2023	0,22	0,91	0,64	0,59
DGGYO	2022	0,19	0,89	0,85	0,64
DGGYO	2021	0,29	0,71	0,50	0,50
DGGYO	2020	0,23	0,82	0,48	0,51
EGEGY	2024	0,37	0,39	0,33	0,36
EGEGY	2023	0,32	0,62	0,50	0,48
EGEGY	2022	0,37	0,61	0,70	0,56
EGEGY	2021	0,46	0,23	0,55	0,41
EKGYO	2024	0,48	0,42	0,56	0,48
EKGYO	2023	0,48	0,42	0,52	0,47
EKGYO	2022	0,48	0,45	0,54	0,49
EKGYO	2021	0,46	0,48	0,56	0,50
EKGYO	2020	0,46	0,50	0,55	0,50
EYGYO	2024	0,38	0,69	0,56	0,54
EYGYO	2023	0,44	0,56	0,57	0,52
EYGYO	2022	0,47	0,32	0,57	0,45
EYGYO	2021	0,43	0,30	0,53	0,42
FZLGY	2024	0,48	0,56	0,52	0,52
FZLGY	2023	0,45	0,59	0,57	0,54
FZLGY	2022	0,42	0,50	0,60	0,51
FZLGY	2021	0,35	0,62	0,63	0,54

FZLG Y	2020	0,37	0,60	0,48	0,48
HLGYO	2024	0,26	0,88	0,57	0,57
HLGYO	2023	0,26	0,88	0,58	0,57
HLGYO	2022	0,25	0,88	0,73	0,62
HLGYO	2021	0,24	0,84	0,58	0,55
HLGYO	2020	0,22	0,91	0,58	0,57
IDGYO	2024	0,30	0,71	0,39	0,47
IDGYO	2023	0,38	0,60	0,49	0,49
IDGYO	2022	0,35	0,72	0,50	0,52
IDGYO	2021	0,38	0,64	0,52	0,51
IDGYO	2020	0,50	0,39	0,67	0,52
ISGYO	2024	0,26	0,91	0,54	0,57
ISGYO	2023	0,28	0,88	0,59	0,58
ISGYO	2022	0,27	0,86	0,71	0,61
ISGYO	2021	0,26	0,89	0,63	0,59
ISGYO	2020	0,26	0,87	0,56	0,56
KZBG Y	2024	0,31	0,85	0,66	0,61
KZBG Y	2023	0,29	0,86	0,47	0,54
KZBG Y	2022	0,32	0,91	0,68	0,64
KZBG Y	2021	0,33	0,90	0,55	0,59
KZBG Y	2020	0,25	0,97	0,53	0,59
KLGYO	2024	0,37	0,74	0,55	0,55
KLGYO	2023	0,40	0,58	0,57	0,52
KLGYO	2022	0,42	0,58	0,68	0,56
KLGYO	2021	0,41	0,56	0,62	0,53
KLGYO	2020	0,41	0,60	0,53	0,52
KG YO	2024	0,30	0,71	0,22	0,41
KG YO	2023	0,22	0,82	0,65	0,56
KG YO	2022	0,21	0,77	0,43	0,47
KG YO	2021	0,36	0,89	0,61	0,62
KG YO	2020	0,36	0,86	0,50	0,58
KRG YO	2024	0,36	0,78	0,55	0,57
KRG YO	2023	0,45	0,75	0,61	0,60
KRG YO	2022	0,42	0,76	0,61	0,60
KRG YO	2021	0,41	0,72	0,59	0,57
KRG YO	2020	0,41	0,70	0,55	0,55
KZGYO	2024	0,25	0,92	0,56	0,57
KZGYO	2023	0,27	0,95	0,56	0,59
KZGYO	2022	0,00	0,93	0,54	0,49
KZGYO	2021	0,54	0,61	0,54	0,56
M RGYO	2024	0,25	0,93	0,63	0,60
M RGYO	2023	0,24	0,97	0,62	0,61
M RGYO	2022	0,26	0,95	0,70	0,64
M RGYO	2021	0,27	0,90	0,58	0,59
M RGYO	2020	0,27	0,68	0,56	0,50

MHRGY	2024	0,51	0,88	0,56	0,65
MHRGY	2023	0,68	0,92	0,56	0,72
MHRGY	2022	0,29	0,98	0,70	0,66
MHRGY	2021	0,28	0,94	0,70	0,64
MHRGY	2020	0,05	0,63	0,42	0,37
MSGYO	2024	0,33	0,80	0,56	0,56
MSGYO	2023	0,35	0,95	0,68	0,66
MSGYO	2022	0,34	0,93	0,76	0,68
MSGYO	2021	0,32	0,91	0,75	0,66
MSGYO	2020	0,33	0,90	0,56	0,60
NUGYO	2024	0,29	0,91	0,54	0,58
NUGYO	2023	0,30	0,82	0,61	0,58
NUGYO	2022	0,31	0,78	0,62	0,57
NUGYO	2021	0,30	0,58	0,51	0,46
NUGYO	2020	0,31	0,50	0,46	0,42
OZKGY	2024	0,34	0,89	0,55	0,59
OZKGY	2023	0,34	0,86	0,60	0,60
OZKGY	2022	0,34	0,85	0,70	0,63
OZKGY	2021	0,33	0,81	0,71	0,62
OZKGY	2020	0,35	0,76	0,62	0,57
OZGYO	2024	0,26	0,99	0,49	0,58
OZGYO	2023	0,21	1,00	0,53	0,58
OZGYO	2022	0,23	0,99	0,68	0,63
OZGYO	2021	0,25	0,97	0,82	0,68
OZGYO	2020	0,27	0,91	0,53	0,57
PAGYO	2024	0,25	0,97	0,58	0,60
PAGYO	2023	0,24	0,98	0,72	0,65
PAGYO	2022	0,33	0,98	0,76	0,69
PAGYO	2021	0,30	0,99	0,64	0,64
PAGYO	2020	0,26	0,98	0,56	0,60
PSGYO	2024	0,35	0,67	0,55	0,52
PSGYO	2023	0,35	0,71	0,56	0,54
PSGYO	2022	0,38	0,67	0,74	0,60
PSGYO	2021	0,52	0,56	0,54	0,54
PSGYO	2020	0,55	0,48	0,53	0,52
PEKGY	2024	0,30	0,80	0,33	0,48
PEKGY	2023	0,33	0,79	0,57	0,56
PEKGY	2022	0,32	0,92	0,43	0,56
PEKGY	2021	0,32	0,89	0,67	0,63
PEKGY	2020	0,29	0,84	0,58	0,57
RYGYO	2024	0,26	0,91	0,61	0,60
RYGYO	2023	0,26	0,94	0,69	0,63
RYGYO	2022	0,27	0,88	0,84	0,66
RYGYO	2021	0,27	0,85	0,68	0,60
RYGYO	2020	0,25	0,83	0,61	0,56

SRVGY	2024	0,25	0,90	0,54	0,57
SRVGY	2023	0,27	0,92	0,68	0,62
SRVGY	2022	0,24	0,86	0,82	0,64
SRVGY	2021	0,30	0,68	0,56	0,51
SRVGY	2020	0,28	0,66	0,56	0,50
SNGYO	2024	0,30	0,88	0,54	0,57
SNGYO	2023	0,31	0,87	0,60	0,59
SNGYO	2022	0,30	0,84	0,60	0,58
SNGYO	2021	0,34	0,73	0,75	0,61
SNGYO	2020	0,36	0,53	0,56	0,48
SURGY	2024	0,39	0,83	0,54	0,59
SURGY	2023	0,48	0,87	0,61	0,65
SURGY	2022	0,30	0,93	0,62	0,62
SEGYO	2024	0,26	0,93	0,51	0,57
SEGYO	2023	0,28	0,89	0,60	0,59
SEGYO	2022	0,29	0,90	0,70	0,63
SEGYO	2021	0,32	0,73	0,58	0,54
SEGYO	2020	0,30	0,82	0,58	0,57
TRGYO	2024	0,32	0,89	0,57	0,59
TRGYO	2023	0,28	0,94	0,63	0,62
TRGYO	2022	0,27	0,92	0,69	0,63
TRGYO	2021	0,25	0,88	0,68	0,60
TRGYO	2020	0,26	0,83	0,56	0,55
TDGYO	2024	0,86	0,66	0,53	0,69
TDGYO	2023	0,51	0,60	0,41	0,51
TDGYO	2022	0,51	0,53	0,49	0,51
TDGYO	2021	0,51	0,54	0,65	0,57
TDGYO	2020	0,51	0,55	0,52	0,53
TSGYO	2024	0,26	0,95	0,53	0,58
TSGYO	2023	0,27	0,99	0,58	0,61
TSGYO	2022	0,27	0,99	0,72	0,66
TSGYO	2021	0,27	0,99	0,61	0,62
TSGYO	2020	0,19	0,88	0,51	0,53
VKGYO	2024	0,30	0,89	0,58	0,59
VKGYO	2023	0,36	0,71	0,58	0,55
VKGYO	2022	0,29	0,86	0,61	0,59
VKGYO	2021	0,36	0,63	0,60	0,53
VKGYO	2020	0,35	0,64	0,56	0,52
VRGYO	2024	0,53	0,61	0,51	0,55
VRGYO	2023	0,39	0,87	0,60	0,62
VRGYO	2022	0,29	0,89	0,56	0,58
VRGYO	2021	0,37	0,73	0,58	0,56
VRGYO	2020	0,49	0,50	0,52	0,50
YGGYO	2024	0,44	0,90	0,54	0,63
YGGYO	2023	0,41	0,95	0,81	0,72

YGGYO	2022	0,36	0,94	0,85	0,72
YGGYO	2021	0,34	0,93	0,65	0,64
YGGYO	2020	0,36	0,94	0,57	0,62
YGYO	2024	0,36	0,73	0,46	0,52
YGYO	2023	0,38	0,71	0,30	0,46
YGYO	2022	0,39	0,66	0,75	0,60
YGYO	2021	0,40	0,36	0,53	0,43
YGYO	2020	0,39	0,43	0,52	0,44
ZRGYO	2024	0,25	0,95	0,56	0,59
ZRGYO	2023	0,26	0,94	0,58	0,59
ZRGYO	2022	0,23	0,98	0,69	0,63
ZRGYO	2021	0,28	0,96	0,60	0,61
ZRGYO	2020	0,24	0,96	0,57	0,59
BASGZ	2024	0,29	0,67	0,55	0,50
BASGZ	2023	0,30	0,67	0,60	0,52
BASGZ	2022	0,34	0,60	0,49	0,47
BASGZ	2021	0,39	0,49	0,59	0,49
BASGZ	2020	0,38	0,52	0,58	0,49

Kaynak: Yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

İnşaat ve Bayındırlık Sektörü Finansal Analizi

Özlem Doğan¹

Özet

Finansal tablolarda yer alan tutarların çeşitli tekniklerle incelenmesi finansal analiz olarak ifade edilmektedir. Finansal tabloların analiz edilmesinde birden çok yöntemden faydalanılmaktadır. Bu çalışmada Borsa İstanbul'a (BİST) kote İnşaat ve Bayındırlık sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal tabloları, oran analizi yöntemlerinden faydalanılarak değerlendirilmiştir. Araştırmada 2020–2024 dönemine ait bilgiler incelenmiş olup toplam sekiz firmanın finansal bilgileri analiz kapsamına dahil edilmiştir. Finansal analiz metotlarından oran analizinin uygulandığı araştırmada, örnekleme bulunan işletmeler için likidite oranları kapsamında cari oran, asit-test oranı ve nakit oranı; mali yapı oranları çerçevesinde kaldıraç oranı ile borç/özkaynak oranı; faaliyet oranları bağlamında alacak devir hızı, stok devir hızı ve ticari borç devir hızı; kârlılık oranları kapsamında ise aktif kârlılığı, öz kaynak kârlılığı ve net kâr marjı hesaplanmıştır.

Firmaların finansal tabloları üzerinden elde edilen oranlar, sektör ortalama değerleri ile kıyaslanarak değerlendirilmiştir. Analiz bulgularına göre, sektörde faaliyet gösteren işletmelere yönelik ayrıntılı neticelere ulaşılmakla beraber genel olarak çalışmada yer alan firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitelerinin görece düşük olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında, işletmelerin varlıklarına finans sağlarken daha yüksek oranda öz kaynak kullanımına yöneldikleri ve faaliyet oranlarının etkinliğinin düşük düzeyde olduğu saptanmıştır. Ayrıca, incelenen şirketlerin çoğunluğunun kârlılık oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu tespit edilmiştir.

1. Giriş

Göçebe hayatın sona ermesiyle birlikte insanlar yaşamlarını sürdürebilmek amacıyla farklı yapılar oluşturmalarıyla inşaatın altyapısı oluşturulmuştur. Günümüze baktığımızda inşaat sektörü bireylerin yaşamlarını sürdürebilmeleri ile birlikte sosyal yaşamlarına, toplumsal hayata ya da doğal çevreye hassas

1 Dr., ozlemdogan917@gmail.com, Orcid: 0000-0002-6669-2092

olan yapıların meydana getirilmesi düşünülmektedir. İnşaat sektörünün içeriği arttıkça insanların farklılaşan hayat biçimleri ve gereksinimlerine göre de inşaat faaliyet alanları farklılaşmakta ve büyümektedir (Özkan,2021:29).

Son 30 yıldır özellikle 2001 krizinin yaşanmasından sonra Türkiye'deki inşaat sektörü ve alt sektörleri çok hızlı bir gelişme göstermiştir. Ekonomik açıdan en fazla yararlanan sektörlerden biri haline gelmiş ve yaşadığı yapısal gelişim, hızla kurumsallaşma sürecine girmesine sebep olmuştur. Bununla birlikte inşaat sektörü aynı zamanda düzeyinden hem beyaz hem de mavi yakalılara her eğitim seviyesinde geniş bir yaş aralığı ile beraber istihdam yaratma özelliği taşır. Bu açıdan inşaat sektörünün yarattığı istihdam Türkiye ekonomisi yönünden oldukça değerlidir (Tulum:2021: 156). İnşaat sektöründe nitelikli personel bulunması, konuta olan gereksinimin sürekliliği, yapılaşmada teknoloji ile hızlı gelişmeler ve yerli hammadde kaynaklarının varlığı gibi güçlü olumlu yönleri mevcuttur (Hacıfettahoğlu ve Perçin, 2020:545).

Türk inşaat sektörü sadece ülkemizde değil tüm dünyada yürüttüğü çalışmalar neticesinde ekonomiye oldukça güçlü katkı sağlayan sektörlerden biridir. İstihdama olan etkilerinden dolayı İnşaat sektörüne “sünger sektör” adı verilirken, 200’ün üzerinde alt sektöre etki ettiği için de “lokomotif sektör” olarak isimlendirilmektedir (Kırık ve Konak, 2025:118).

Büyük risklerin, zorlu rekabet şartlarının, belirsiz koşulların olduğu uluslararası pazarda, Türk inşaatçıları ve markalaşan şirketler uluslararası ekonomi için çok önemlidirler. Mevcut piyasalarda sektör içindeki payının sürekliliği ve yeni oluşan pazarlarda önemli bir paya sahip olması, geleceğe dair talepleri meydana getirmektedir. Döviz getiren bu girişimler, istihdam olanaklarına sağladığı destek, teknolojik gelişmeler, makine altyapısı ve uluslararası pazarlara açılma hakkındaki etkisi sebebiyle büyük öneme sahiptir (Doğan ve Doğan,2023:2).

İnşaat ve bayındırlık sektöründe faaliyet gösteren firmalar son derece önemli olarak görülürken finansal tablolarının detaylı olarak incelenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada inşaat ve bayındır sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’a kote olmuş 8 adet firmanın mali analizlerinin yapılması ve yorumlanması amaçlanmıştır. Çalışmanın bir sonraki bölümünde sektöre ilişkin genel bir analiz yapılarak, sektörün dünya ekonomisindeki durumu ele alınacaktır. Sonrasında, firmaların mali analizlerine ve yorumlamalarına yer verilecektir. Sonuç ve değerlendirme ile çalışma sonlandırılacaktır.

Araştırmanın sonraki kısmında, sektöre yönelik genel bir değerlendirme sunularak sektörün dünya ekonomisindeki konumu incelenecektir. Bu incelemenin sonrasında, şirketlere ilişkin mali analiz sonuçları ve bunlara

ilişkin yorumlar sunulacaktır. Araştırma, sonuç ve değerlendirme kısmının aktarılmasıyla sonlandırılacaktır.

2. Türkiye’de ve Dünyada İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

İnşa faaliyetleri, mimarlık, mühendislik ve müteahhitlik faaliyetlerinin en önemli teknik hizmet birimlerinden meydana gelmektedir. Bu hizmetlerin modern standartlara uygun ve mesleki etik kurallara uygun olarak gerçekleştirilmesi inşaat sektörünün doğru bir şekilde gelişmesi ve ülke ekonomisine en yüksek faydayı sağlayabilmesi bakımından önemli bir yere sahiptir (Mesci,2006:3)

İnşaat ve bayındırlık sektörü, temel alanı konut inşası olarak algılsa da hastaneler, ticaret ile ilgili merkezler, okullar, fabrikalar, karayolları, havayolu, demiryolları, barajlar, limanlar, köprüler ve yol yapımı gibi toplum için faydalı yer altı ve yer üstü yapılarının her çeşidini içeren daha kapsamlı bir hizmet alanı olarak ifade edilir (Alper, 2017: 240). İnşaat ve bayındırlık sektörünün tüm üretiminin çoğu “yatırım malı” olarak tanımlanmaktadır. İnşaat ve bayındırlık sektörü, yarattığı katma değer ve işgücü olanaklarıyla çoğunlukla ülke ekonomisi açısından bir kaldıraç görevi üstlenerek ekonomi için güç yaratan bir sektördür. Bir ölçüde ulusal sermayeye dayanan Türk inşaat ve bayındırlık sektörü, birden fazla meslek dalıyla ilişkili olması nedeniyle üretim ve istihdam sağlama sürecine önemli derecede etki etmektedir (Özkan,2021:29)

Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası inşaat sektörü sektör olarak önemli gelişmeler yaşamıştır. İnşaat sektörü yaşanan bu gelişmeler neticesinde ekonominin temel dinamiği durumuna gelmiştir ve ekonomiye sağlamış olduğu desteklerden dolayı inşaat şirketlerinin ekonomik sistemlerinin sağlam ve sürekli olması gereklidir (Şahin ve Karacan, 2019:162).

Sektörü oluşturan bileşenler aşağıda açıklanmıştır (İnşaat Dünyası, 2025):

- **Ürünler:** Hazır beton, çimento, demir-çelik, yalıtım malzemeleri, yapı kimyasalları, prefabrik elemanlar.
- **Tedarikçiler:** İnşaat malzemeleri üreticileri (örneğin: Akçansa, Çimsa, Erdemir), lojistik firmaları, mühendislik ve mimarlık ofisleri.
- **Müşteriler:** Kamu kurumları (TOKİ, Karayolları Genel Müdürlüğü), özel yatırımcılar, gayrimenkul geliştiricileri, bireysel tüketiciler.
- **İlgili iş kolları:** Mimarlık, mühendislik, yapı denetimi, gayrimenkul, lojistik, enerji, çevre teknolojileri.

Türkiye’de inşaat sektörü, GSYİH’nin yaklaşık %5-6’sını oluşturur. İnşaat sektörü ile ilgili istihdam verileri değerlendirildiğinde elde edilen en son

veri 2024 yılına ait; sektördeki istihdam sayısı 2,3 milyon Tüm zamanların zirvesine ulaştı Türkiye’de inşaat sektöründe faaliyet gösteren firma sayısı 300.000’in üzerinde olduğu tahmin edilmektedir. Bu rakam; müteahhitlik, yapı malzemeleri üretimi, mimarlık, mühendislik, proje yönetimi gibi alt dalları kapsar (https://tmb.org.tr/files/doc/2024_mart_YDMH-tr.pdf)

Tablo:1. Sektörün Genel Yapısı

Kategori	Açıklama
Ürünler	Beton, çimento, demir, yapı kimyasalları, prefabrik elemanlar vb.
Tedarikçiler	Yerli üreticiler, ithalatçılar, distribütörler
Müşteri Profili	Kamu kurumları, müteahhitler, bireysel yatırımcılar, yabancı firmalar
İlgili İş Kolları	Mimarlık, mühendislik, lojistik, finans, gayrimenkul, enerji

Türkiye inşaat sektörü son 5 yılda %17 büyümüştür. 2024 yılında Türkiye inşaat malzemesi sanayisi ihracatta hafif bir düşüş yaşarken ithalat artışı göstermiştir. Ortalama ihracat birim fiyatı yıllık bazda gerilemiş, ithalat hacmi ise yükselmiştir.2024 yılı Aralık ayı ortalama ihracat birim fiyatı yıllık ortalama 0,65 dolar/kg olmuştur. 2024 yılı Aralık ayında inşaat malzemesi ortalama ithalat birim fiyatı 2,93 dolar ithalat hacmi 932 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo:2. 2020–2024 Türkiye İnşaat Malzemeleri İhracat ve İthalat Rakamları

Yıl	İhracat (Milyar USD)	İthalat (Milyar USD)	Ortalama İhracat Birim Fiyatı (USD/kg)	Ortalama İthalat Birim Fiyatı (USD/kg)
2020	21,16	6,5	0,41	2,30
2021	25,27	8,1	0,47	2,45
2022	33,74	10,3	0,53	2,60
2023	29,18	9,8	0,61	2,75
2024	29,03	10,6	0,65	2,93

TOKİ, Emlak Konut, Rönesans Holding, Limak, Yapı Merkezi gibi firmalar sektörde öne çıkmaktadır. Kentsel dönüşüm projeleri, altyapı yatırımları ve mega projeler (Kanal İstanbul, 3. Havalimanı) sektörü canlı tutmaktadır (Türkiye İMSAD. (2025). Aylık Sektör Raporu – Ocak 2025. <https://imsad.org>).

Tablo:3. 2020–2024 Arası Yurtiçi Müteahhitlik Faaliyetleri

Yıl	İnşaat Sektörü GSYİH Payı	İstihdam Sayısı	Öne Çıkan Faaliyetler	Kamu Proje Harcamaları (USD)
2020	%5,4	~1,9 milyon kişi	Kentsel dönüşüm, pandemi destekli projeler	18 milyar
2021	%5,6	~2 milyon kişi	TOKİ sosyal konut projeleri, altyapı yatırımları	21 milyar
2022	%5,3	~2,1 milyon kişi	Deprem riski taşıyan bölgelerde yenileme	23 milyar
2023	%5,7	~2,2 milyon kişi	Ulaştırma projeleri, otoyol ve tünel inşaatları	25 milyar
2024	%5,5	~2,3 milyon kişi	Akıllı şehir altyapıları, yeşil bina uygulamaları	27 milyar

https://tmb.org.tr/files/doc/2024_mart_YDMH-tr.pdf

Türk inşaat sektörü, son yıllarda yurt dışı faaliyetleriyle ulusal alanda dikkat çeken bir başarı göstermektedir. Geniş coğrafyalarda kabul edilen projelerle Türkiye, uluslararası inşaat piyasasında güçlü bir unsur haline gelmiştir. Özellikle 2020–2024 döneminde Türk firmaları, altyapıdan konuta, enerji tesislerinden kamu yapılarında kadar birden fazla alanda stratejik projelere katılarak hem ekonomik değer yaratmış hem de ülke itibarını güçlendirmiştir. Özellikle Afrika ve Orta Asya gibi gelişmekte olan bölgeler, Türk müteahhitlerinin yeni hedef pazarları arasında öne çıkarken; Rusya, Suudi Arabistan, Katar ve Libya gibi ülkeler en çok proje üstlenilen bölgeler arasında yer almıştır (https://tmb.org.tr/files/doc/2024_mart_YDMH-tr.pdf). 2020–2024 arasında Türk müteahhitlik firmaları yurt dışında toplamda yaklaşık 138 milyar dolarlık proje üstlenmiştir. Bu dönemde yıllık ortalama proje sayısı 400’ün üzerindedir (https://tmb.org.tr/files/doc/2024_mart_YDMH-tr.pdf)

Tablo:4. 2020–2024 Arası Yurt Dışı Müteahhitlik Faaliyetleri

Yıl	Üstlenilen Proje Sayısı	Toplam Proje Bedeli (USD)	Ortalama Proje Bedeli (USD)	Öne Çıkan Bölgeler
2020	386	17,15 milyar	44,4 milyon	Rusya, Katar, Türkmenistan
2021	459	31,79 milyar	69,2 milyon	Suudi Arabistan, Libya, Azerbaycan
2022	513	20,13 milyar	39,2 milyon	Irak, Cezayir, Kazakistan
2023	445	28,58 milyar	64,2 milyon	Tanzanya, Senegal, Özbekistan
2024	371	30,18 milyar	81,3 milyon	Kuveyt, Gürcistan, Romanya

https://tmb.org.tr/files/doc/2024_mart_YDMH-tr.pdf

2020–2024 yılları arasında dünya inşaat sektörü, küresel ölçekte yaşanan ekonomik dalgalanmalara, pandemi etkilerine ve jeopolitik gerilimlere rağmen istikrarlı bir büyüme sergileyerek küresel ekonomideki stratejik konumunu pekiştirmiştir. 2020’de yaklaşık 470 milyar dolar olan ihracat hacmi, 2025 itibarıyla 580 milyar dolara ulaşarak %23 oranında büyümüştür (<https://ticaret.gov.tr/hizmet-ticareti/hizmet-ticaret-istatistikleri>)

Tablo 5. 2020–2024 Arası Ülkelerin Dünya İnşaat Sektöründeki Pazar Payları

Ülke	2020	2021	2022	2023	2024
Çin	25.4	26.1	26.5	27.0	27.3
ABD	17.8	17.5	17.2	16.9	16.5
Hindistan	6.2	6.5	6.9	7.3	7.8
Japonya	5.1	4.9	4.7	4.5	4.3
Almanya	3.8	3.6	3.4	3.2	3.0
Türkiye	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
Brezilya	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
İngiltere	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
Fransa	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
Diğerleri	31.0	29.9	29.5	29.0	28.2

İnşaat sektörü ile ilgili mevcut veriler ve göstergeler dikkate alındığında, söz konusu sektörün Türkiye ekonomisi içinde oldukça önemli bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, sektörün genel yapısının ve sektörde faaliyet gösteren firmaların mali yapılarının analiz edilmesi; sektörün halihazırdaki koşullarının sağlıklı biçimde tespit edilmesi, yorumlanması ve geleceğe yönelik stratejik planlamaların yapılabilmesi bakımında kayda değer önem taşımaktadır.

3. İnşaat ve Bayındırlık Sektörü Mali Analizi

Bu bölümde inşaat ve bayındırlık sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin 2020-2024 dönemine ait mali analizleri bulunmaktadır. Sektörde yer alan şirketler ele alındığında KAP’ta 14 adet şirket yer almakla fakat; ilgili dönemde 8 adet işletmenin bilgilerini doğru ve tutarlı bir biçimde elde edilmesi sebebiyle analizlere bu 8 adet şirket verileri dahil edilerek analizler yapılmıştır. Bu açıdan sektörde bulunan işletmelerden BRLSM, DAPGM ve GESAN, AKFİS ve GLRMK firmalarına ilişkin 2020 yılı verileri KAP’ta yer almadığı için TURGG firmasının 2020 ve 2021 yılı verileri uygun olmadığı için analizler kapsamına alınmamıştır. Sektör ile ilgili mali analizlerde oran (rasyo) analizi yönteminden

yararlanılmıştır. İşletmelere ait verilere KAP'ta yer alan Finansal Durum Tabloları ve Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablolarından ulaşılmıştır.

Finansal analiz, firmaların önceki dönem ve güncel finansal performanslarını tespit edebilmek amacıyla, finansal tablolarında bulunan birbiri ile ilgili hesapları değişik metotlarla incelemeyi kapsar. Bununla birlikte firmanın güçlü yönlerini pekiştirmek ve yetersiz yönlerini güçlendirmek için, diğer firmalarla ve piyasa ortalamasıyla kıyaslama ve analiz yapmayı da içerir. Finansal analiz yapılması yalnızca geçmiş ve günümüz dönemlerini incelemek değil, gelecekle ilgili karar vermek ve stratejileri tespit etmektir (Gümü,2024:7).

Finansal analizden firma sahipleri, yöneticileri, kredi veren kurumlar, yatırım yapacak olan firmalar, tedarikçiler gibi yapılar faydalanmaktadır. Finansal tablolar değişik analiz yöntemleri ile yürütülmektedir. Bu yöntemlerden; trend (eğilim yüzdeleri) analizi, oran (rasyo) analizi, yatay analiz (karşılaştırmalı tablolar analizi) ve dikey analizlerden (yüzde metodu ile analiz) sık olarak faydalanılmaktadır (Aydemir,2024:188). Bu araştırmada inşaat ve bayındırlık sektöründe faaliyette bulunan firmaları finansal performansları oran analizi yapılarak değerlendirilmiştir.

Oran analizi finansal tablolardaki kalem veya kalem grupları arasında sayısal ilişkiler kurularak firmanın; ekonomik ve finansal durumu ile verimlilik, faaliyet yapısı ile ilgili yargıya çalışılmak olarak ifade edilmektedir. Bu doğrultuda oran, iki hesap arasındaki ilişkinin basit sayısal olarak açıklanmasıdır. Oranların sadece hesaplanması amaç değil önemli olan ekonomik bir araç özelliğinde olan oranların, firmanın amaçları ile doğrultusunda değerlendirilerek ifade edilmesidir (Yenisu,2019:24).

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, firmaların kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için finansal gücünü analiz etmek, diğer bir deyişle, likidite riskinin incelenmesi, net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının saptamak amacıyla kullanılmaktadır (Meydan vd., 2016: 152). Literatürde çok fazla oran olmasının yanında araştırmada likidite oranlarından, cari oran, asit-test oranı, nakit oran ve stok bağlımlılık oranlarından faydalanılmıştır.

Tablo 6. Cari Oran

Cari Oran							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	1,02	0,96	0,75	0,75	3,30	0,87	Düşük
EDİP	0,40	0,74	1,02	0,68	0,28	0,71	Düşük
ENKA	2,91	2,85	2,39	2,91	3,38	2,76	Yüksek
KUYAS	2,58	3,54	4,15	1,80	1,51	3,02	Yüksek
ORGE	4,77	3,03	2,62	2,81	3,21	3,31	Yüksek
SANEL	0,89	0,58	0,67	0,77	0,96	0,73	Düşük
YAYLA	0,52	0,42	0,55	0,19	0,55	0,42	Düşük
YYAPI	1,57	1,36	0,88	0,55	0,72	1,09	Düşük
SEKTÖR						1,61	

Tablo 6’da çalışmaya dahil edilen firmaların 2020-2024 dönemine ilişkin cari oranları, BİST sektör ortalaması oranları yer almaktadır. Bununla birlikte 2020-2024 dönemine ait şirket düzeyinde cari oran ortalamaları saptanmıştır. Çalışmada sektördeki yer alan 8 adet şirketin Tablo 6’da bulunan verileri dikkate alındığında 8 adet işletmeden 3 tanesine ait cari oran bilgisinin inşaat ve bayındırlık sektörü finansal analizi ortalamasının üstünde olduğu belirlenmiştir. Bu açıdan likidite oranları kapsamında en geniş detaylı oran olan cari oran bakımından ilgili şirketler için dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarının tamamını ödeyebilme kapasitesinin sektörle kıyaslandığında daha avantajlı pozisyonda olduğu ifade edilebilir. Çalışma da yer alan 5 adet firmanın cari oranı ise sektör ortalamalarının aşağısındadır. Fakat burada dikkat edilmesi gereken detay YAYLA, SANEL, EDİP ve ANEL olmak üzere 4 adet firmanın cari oranlarının 1’in altında olmasıdır. Bu firmalar dönen varlıklarının tamamı ile kısa vadeli borçlarını ödeyememektedir ve çalışma sermayeleri de negatiftir

Tablo 7. Asit Test Oranı

Asit-Test Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,97	0,85	0,57	0,64	0,35	0,76	Düşük
EDİP	0,40	0,73	1,02	0,68	0,28	0,71	Düşük
ENKA	2,65	2,65	2,14	2,76	3,13	2,55	Yüksek
KUYAS	1,49	3,46	4,15	1,80	1,51	2,73	Yüksek
ORGE	4,76	3,00	2,36	2,54	3,15	3,17	Yüksek
SANEL	0,88	0,56	0,61	0,63	0,71	0,67	Düşük
YAYLA	0,42	0,33	0,46	0,16	0,53	0,34	Düşük
YYAPI	0,56	0,64	0,57	0,24	0,62	0,50	Düşük
				Sektör		1,43	

Tablo 7’de çalışmada yer alan şirketlere ait asit-test oranları bulunmaktadır. Asit-test oranı, likidite durumunu analiz ederken cari orana göre daha hassas bir analiz yapılmasına olanak sunmaktadır. Tablo 7 analiz edildiğinde cari oranla paralel olarak aynı 3 şirketin asit-test oranının sektör ortalama oranlarının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. YAYLA, SANEL, EDİP, ANEL ve YYAPI işletmelerinin ise asit-test oranlarının sektör oranı ile kıyaslandığında düşük oranlara sahip oldukları ifade edilebilir.

Tablo 8. Nakit Oran

Nakit Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,01	0,01	0,04	0,04	0,74	0,02	Düşük
EDİP	0,11	0,21	0,18	0,58	0,05	0,27	Yüksek
ENKA	0,77	0,87	0,69	1,17	1,26	0,88	Yüksek
KUYAS	0,01	0,52	0,36	1,14	1,23	0,51	Yüksek
ORGE	0,19	0,34	0,22	0,24	0,76	0,25	Düşük
SANEL	0,03	0,01	0,01	0,00	0,02	0,02	Düşük
YAYLA	0,04	0,14	0,37	0,02	0,24	0,14	Düşük
YYAPI	0,04	0,04	0,03	0,01	0,01	0,03	Düşük
				Sektör		0,26	

Tablo 8’de şirketlere ait nakit oran verileri bulunmaktadır. Çalışmada yer verilen likidite oranlarından en duyarlı olanı nakit orandır. Tablo analiz edildiğinde diğer likidite oranların dan ayrı olarak şirketlerin verileri incelendiğinde 3 adet firmanın nakit oranının sektör ortalamasın dan yüksek olduğu görülmüştür. ANEL, SANEL ve YYAPI işletmeleri ise diğer firmalara kıyasla en düşük nakit oranına sahip oldukları görülmektedir. Bu işletmelerin hazır değerlerini yükseltmeleri ya da kısa vadeli borçlarını düşürmeleri sağlıklı olacaktır. Likidite oranlarına ait tabloların tümü bir bütün olarak incelendiğinde kısa vadeli borçları ödeyebilme kabiliyeti olarak EDİP, KUYAŞ ve ENKA şirketleri sektöre göre kıyasla daha iyi durumda oldukları söylenebilir.

3.2. Mali Yapı Oranları

Mali yapı analizinin yapılmasında asıl amaç işletmelerin varlıklarının finanse edilmesinde ne oranda borç fon ne ölçüde öz kaynaktan yararlanıldığının tespit edilmesidir. Literatürde de çok fazla mali yapı oranı olmasına karşın bu konu içerisinde analize konu olan olan mali yapı oranları kaldıraç oranı ve borç-özkaynak oranıdır.

Tablo 9. Kaldıraç Oranı

Kaldıraç Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,75	0,76	0,79	0,80	0,04	0,78	Yüksek
EDİP	0,24	0,36	0,78	1,11	0,91	0,62	Yüksek
ENKA	0,22	0,21	0,24	0,26	1,26	0,23	Düşük
KUYAS	0,40	0,19	0,26	0,34	0,39	0,30	Düşük
ORGE	0,34	0,40	0,42	0,41	0,39	0,39	Düşük
SANEL	0,63	0,91	0,67	0,78	0,71	0,75	Yüksek
YAYLA	0,10	0,09	0,21	0,34	0,41	0,18	Düşük
YYAPI	0,38	0,38	0,37	0,43	0,45	0,39	Düşük
				Sektör		0,46	

Tablo 9’da şirketlerine ait kaldıraç oran verileri bulunmaktadır. Tablo analiz edildiğinde sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında 3 adet şirketin, kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. ANEL, EDİP ve SANEL şirketlerinin kaldıraç oranları en yüksek 3 firma olduğu görülmüştür. Bu işletmelerin varlıklarının finansmanını sağlarken daha fazla borç fonlardan faydalandıkları ve bu açıdan kaldıraç etkisinden yararlanarak kârlılıklarını daha fazla arttırabilecekleri ifade edilebilir.

Tablo 10. Borç-Özkaynak Oranı

Borç- Özkaynak Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,25	0,24	0,21	0,20	1,60	0,22	Düşük
EDIP	0,76	0,64	0,22	-0,11	0,09	0,38	Düşük
ENKA	0,78	0,79	0,76	0,74	0,80	0,77	Yüksek
KUYAS	0,60	0,81	0,74	0,66	0,61	0,70	Yüksek
ORGE	0,66	0,60	0,58	0,59	0,61	0,61	Yüksek
SANEL	0,37	0,09	0,33	0,22	0,29	0,25	Düşük
YAYLA	0,90	0,91	0,79	0,66	0,59	0,82	Yüksek
YYAPI	0,62	0,62	0,63	0,57	0,55	0,61	Yüksek
				Sektör		0,54	

Tablo 10'da şirketlere ait borç-öz kaynak oran verileri bulunmaktadır. Şirketlere ait borç öz kaynak oranları analiz edildiğinde sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında 5 adet şirketin, borç-özkaynak oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu gözlemlenmiştir. YAYLA, ENKA ve KUYAŞ borç-öz kaynak oranı en yüksek 3 işletme olduğu görülmüştür. Bu işletmelerin öz kaynaklarını artırmalarının sağlıklı olacağı söylenebilir.

3.3. Faaliyet Oranlar

Faaliyet oranlarından, bir işletmenin kazanç sağlamak için mevcut kaynaklarını ne derece etkin kullandığını ölçmek için faydalanılır (<https://365financialanalyst.com/knowledge-hub/financial-analysis/activity-ratios/>). Bir firmanın net varlıklarından ne kadarını kâra etkin bir biçimde dönüştürdüğünü ifade eder. Bu araştırmada faaliyet oran analizlerinden alacak devir hızı, stok devir hızı ve ticari borç devir hızı analizlerine ve yorumlarına değinilmiştir.

Tablo 11. Alacak Devir Hızı

Alacak Devir Hızı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,57	0,31	0,64	0,38	-24,62	0,47	Düşük
EDIP	0,37	0,26	0,11	0,07	0,08	0,20	Düşük
ENKA	1,25	1,31	1,62	0,82	0,94	1,25	Yüksek
KUYAS	0,90	2,08	1,32	0,50	0,06	1,20	Yüksek
ORGE	2,58	2,29	1,53	1,31	1,05	1,92	Yüksek
SANEL	1,10	0,90	1,00	0,75	0,89	0,94	Yüksek
YAYLA	0,76	0,34	0,21	0,16	0,23	0,37	Düşük
YYAPI	0,01	0,01	0,00	0,05	0,02	0,02	Düşük
				Sektör		0,80	

Tablo 11’de çalışmada yer alan şirketlerin alacak devir hızı verileri bulunmaktadır. Tablo 11’de bulunana bilgiler analiz edildiğinde çalışmada yer alan 8 adet işletmeden 4 tanesinin alacak devir hızı sektör oranlarının üstündedir. Alacak devir hızı sektör oranlarının üstünde olan şirketlerin alacak tahsilatı sürelerinin iyi pozisyona olduğu ifade edilebilir. Çalışmada yer alan işletmelerden 4 adet işletmenin alacak devir hızı sektör ortalamasına kıyasla daha düşük olduğu görülmüştür. Alacak devir hızının sektör ortalamasının üstünde olması şirketlerin alacak tahsilatının sağlıklı olduğu ve borçlarını zamanında ödeyen bir alıcı portföyüne sahip olduğu söylenebilir. Sektör ortalamasının üzerinde alacak devir hızlarına sahip olan SANEL, ORGE, KUYAŞ ve ENKA şirketlerinin, sektör ortalamalarına kıyasla daha düşük alacak devir hızına sahip olan işletmelerle karşılaştırıldığında alacaklarını tahsil etmekte başarısının yüksek olduğu düşüncesini oluşturmaktadır.

Tablo 12. Stok Devir Hızı

Stok Devir Hızı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	8,32	3,38	6,25	5,24	0,10	5,80	Düşük
EDIP	433,91	372,65	410,85	289,09	601,61	376,62	Yüksek
ENKA	6,79	7,91	9,16	7,10	8,87	7,74	Düşük
KUYAS	1,03	43,41	0,00	10,71	0,68	13,79	Düşük
ORGE	119,98	19,52	6,02	7,50	31,83	38,26	Yüksek
SANEL	69,34	42,58	10,92	3,68	9,01	31,63	Yüksek
YAYLA	24,59	8,03	8,40	10,36	50,89	12,85	Düşük
YYAPI	0,29	0,09	0,06	0,27	0,27	0,18	Düşük
				Sektör		15,75	

Tablo 12’de çalışmada yer alan şirketlerin stok devir hızı bilgileri bulunmaktadır. Tablo incelendiğinde 3 adet firmanın stok devir hızının sektör ortalamalarının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Stok devir hızının yüksek olması stoklarda bulunan ürünlerin satışının hızlı bir biçimde gerçekleştiğini ve ürün devir daiminin sağlandığını göstermesi nedeniyle sektör oranlarının üstünde stok devir hızı oranlarına sahip olan SANEL, ORGE ve EDIP firmalarının sektörde etkin olan diğer firmalarla karşılaştırıldığında stoklarını satışa çevirme ile ilgili daha başarılı olduğu ifade edilebilir.

EDIP firmasının çok yüksek olan stok devir hızının nedeni gayrimenkul firmalarında stokların genellikle arsa, yarım kalan inşaat, proje maliyeti gibi büyük değerli kalemlerdir ve bu kalemler her yıl büyük artış-çıkış göstermez. EDIP gibi şirketlerde stoklar çoğu yıl çok düşük veya yok denecek kadar az görünebilir olmasıdır.

Tablo 13. Aktif Devir Hızı

Aktif Devir Hızı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,43	0,23	0,51	0,30	0,87	0,37	Yüksek
EDIP	0,09	0,09	0,08	0,07	0,07	0,08	Düşük
ENKA	0,28	0,28	0,39	0,21	0,19	0,29	Düşük
KUYAS	0,36	0,39	0,34	0,17	0,02	0,31	Düşük
ORGE	0,89	0,90	0,63	0,53	0,41	0,74	Yüksek
SANEL	0,70	0,82	0,67	0,58	0,63	0,69	Yüksek
YAYLA	0,07	0,03	0,04	0,05	0,09	0,05	Düşük
YYAPI	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	Düşük
				Sektör		0,32	

Tablo 13’de çalışma kapsamında incelenen firmalara ilişkin aktif devir hızı verileri yer almaktadır. Tablo incelendiğinde 3 adet firmanın aktif devir hızının sektör oranlarından yüksek olduğu görülmektedir. Aktif devir hızının yüksek olması şirketin varlıklarını etkin kullandığını ve satışlarını yüksek tuttuğunu göstermesi sebebiyle sektör oranlarının üstünde aktif devir hızı oranlarına sahip olan SANEL, ORGE ve ANEL firmalarının sektörde faaliyet gösteren diğer firmalara oranla aktiflerinin etkin kullanma konusunda daha başarılı olduğunu göstermektedir.

3.4. Karlılık Oranları

Karlılık oranları firmaların faaliyetlerinin tamamında karlılık durumunun tespit edilmesinden faydalanılan önemli göstergelerden biridir. Firmaların bilançoda bulunan öz kaynak ve yabancı kaynakların, getirisinin değerlendirilmesinde karlılık oranı kullanılmaktadır. Karlılık oranları ile işletmenin geçmiş dönemlerine ait gelir elde etme gücü ve faaliyetlerinin verimlilik oranı incelenir (Satır ve Koca,2023:114). Bu araştırmada karlılık oranlarından aktif karlılık oranı, özsermaye karlılık oranı ve net kâr marjı oranları analizlerine yer verilmiştir.

Tablo 14. Faaliyet Karlılık Oranı

Faaliyet Kar Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	-0,17	0,02	-0,13	-0,03	-0,04	-0,08	Düşük
EDIP	0,58	1,46	6,31	3,38	-0,30	2,93	Yüksek
ENKA	0,19	0,17	0,20	0,20	0,18	0,19	Düşük
KUYAS	0,43	0,32	0,45	0,24	-0,43	0,36	Düşük
ORGE	0,55	0,39	0,40	0,27	0,37	0,40	Düşük
SANEL	0,24	-0,01	-0,04	-0,33	-0,39	-0,03	Düşük
YYAPI	-1,64	1,93	6,21	-2,14	-0,48	1,09	Yüksek
				Sektör		0,70	

Tablo 14’de çalışmada bulunan şirketlere ait faaliyet karlılık oranları bulunmaktadır. Tablo 14 analiz edildiğinde 2 adet firmanın faaliyet karlılık oranının sektör ortalamalarına kıyasla daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Firmalar özelinde faaliyet karlılık oranı incelendiğinde ise EDIP ve YYAPI firmasının sektörde yer alan diğer firmalara göre esas faaliyetlerinden iyi kâr ürettiği kanaat edilmektedir.

Tablo 15. Özkaynak Karlılık Oranı

Özkaynak Karlılık Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	-0,06	0,10	0,10	-0,19	0,21	0,03	Düşük
EDIP	0,20	0,71	1,24	1,67	-2,78	0,96	Yüksek
ENKA	0,09	0,08	0,02	0,06	0,09	0,06	Düşük
KUYAS	0,07	0,12	0,44	0,45	0,06	0,27	Yüksek
ORGE	0,27	0,17	0,47	0,30	0,23	0,30	Yüksek
SANEL	0,31	-2,22	-0,04	-0,45	-0,72	-0,62	Düşük
YAYLA	-0,10	0,10	0,26	0,06	-0,06	0,08	Düşük
YYAPI	0,19	0,42	0,50	0,08	0,01	0,30	Yüksek
				Sektör		0,16	

Tablo 15’de çalışmada bulunan şirketlere ait öz kaynak karlılık oranları bulunmaktadır. Tablo 15 analiz edildiğinde 4 adet firmanın özkaynak karlılık oranının sektör ortalamaları ile karşılaştırıldığında daha yüksek olduğu tespit

edilmiştir. Şirketler baz alındığında öz kaynak karlılık oranı dikkate alındığında ise EDİP, KUYAŞ, ORGE ve YYAPI işletmelerinin sektörde bulunan diğer işletmelere kıyasla öz kaynakların dan faydalanarak kâr sağlama durumunun çok daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 16. Brüt Satış Kar Oranı

Brüt Satış Kar Oranı							
	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama	Sektöre Göre
ANEL	0,15	0,11	-0,08	-0,06	0,12	0,03	Düşük
EDİP	0,54	0,56	0,49	0,51	0,50	0,53	Yüksek
ENKA	0,25	0,21	0,23	0,26	0,25	0,24	Yüksek
KUYAŞ	0,53	0,43	0,65	0,36	0,56	0,49	Yüksek
ORGE	0,58	0,45	0,42	0,36	0,39	0,45	Yüksek
SANEL	0,35	0,23	0,01	0,16	-0,12	0,19	Yüksek
YAYLA	-0,21	-0,16	-0,23	-0,04	-0,38	-0,16	Düşük
YYAPI	-1,29	-0,41	-1,32	0,02	0,16	-0,75	Düşük
				Sektör		0,13	

Tablo 16’da çalışmada yer alan firmaların brüt satış kar oranları yer almaktadır. Tablo 16 incelendiğinde 5 adet firmanın brüt satış karlılık oranının sektör oranlarına göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Firmalar özelinde özkaynak karlılık oranı incelendiğinde ise EDİP, ENKA, KUYAŞ, ORGE ve SANEL firmasının sektörde yer alan diğer firmalara göre ürünlerini daha yüksek kâr ile sattığı tespit edilmiştir.

SONUÇ

İnşaat ve bayındırlık sektörü, hem ekonomik büyümeye yaptığı katkı hem de yarattığı geniş istihdam imkanları açısından makroekonomik yapının ana bileşenlerinden biri olarak değerlendirilmektedir. Üretim süreçlerinde ortaya çıkan yüksek katma değer, sektörün ekonomide çarpan etkisi yaratmasına olanak tanımaktadır. Bu sebeple, böylesine stratejik bir konuma sahip sektörün finansal yapısının bilimsel metot ve analiz araçları açısından incelenmesi, ekonomik değerlendirmeler ve politika oluşturma süreçleri bakımından önemli kazanımlar sağlayacaktır.

Bu çalışmada Borsa İstanbul’a kote olmuş İnşaat ve Bayındırlık sektöründe faaliyet gösteren toplam 14 firma arasından, finansal verilerine güvenilir ve eksiksiz biçimde erişilebilen 8 işletme çalışmanın örneklemini oluşturmakta

olup, söz konusu firmalar için 2020–2024 dönemine ait oran analizi uygulanmıştır. Örneklem kapsamındaki işletmelere ilişkin veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayımlanan Finansal Durum Tabloları ile Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablolarından temin edilmiştir.

Elde edilen finansal veriler doğrultusunda, şirketlerin yıllar itibarıyla likidite, mali yapı, faaliyet ve kârlılık oranları hesaplanmıştır. Çalışmada yere alan oran grupları literatürde bulunan çok sayıda kriterden seçilmiştir. Bu bağlamda; likidite oranlarını temsilen cari oran, asit-test oranı ve nakit oranı; mali yapı oranlarını temsil etmek üzere kaldıraç oranı ile borç/öz kaynak oranı; faaliyet oranlarının göstergesi olarak alacak devir hızı, stok devir hızı ve aktif devir hızı; kârlılık oranlarını temsil etmek üzere ise öz kaynak kârlılığı, faaliyet kârlılığı ve brüt satış kâr oranı hesap edilmiştir.

Ek olarak, örneklem kapsamındaki şirketler arasında kıyaslama yapılabilmesi amacıyla hesap edilen oranların ortalama değerleri bulunmuş ve bu veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) sektör oranları ile kıyaslanarak raporlanmıştır.

Çalışma sonuçları analiz edildiğinde çalışma çerçevesinde bulunan şirketlerin likidite oranlarından cari oran, asit test oranı ve nakit oranı için TCMB sektör oranları ile kıyaslandığında kısa vadeli borçlarını ödeme bakımından sektöre göre daha düşük düzeyde olduğu belirlenmiştir. Mali yapı oranları ile ilgili sonuçlar incelendiğinde örnekleme bulunan şirketler sektör oranlarına göre varlıklarının finansmanını sağlarken az oranda borç fonundan yararlanmaktadır. Şirketlerin finansal açıdan temkinli hareket ettikleri genel olarak faaliyetlerinde, az borçlanan, daha çok öz kaynak kullandıkları söylenebilir. Şirketlerin faaliyet oranları incelendiğinde ise örnekleme yer alan firmaların genel olarak sektör ortalamalarına kıyasla daha düşük seviyede olduğu tespit edilmiştir. Firmaların alacak ve stok yönetiminde daha profesyonel yaklaşımlar sergileyerek etkinliklerini arttırmaları uygun olacağı söylenebilir. Karlılık oranlarına ilişkin elde edilen sonuçlar incelendiğinde ise örnekleme yer alan şirketlerin çoğunluğunun faaliyet karlılık oranının sektör oranlarına kıyaslandığında düşük, öz kaynak karlılık oranı ve brüt karlılık oranının yüksek oranlara sahip olduğu tespit edilmiştir.

Kaynakça

- Alper, A. E. (2017). İnşaat sektörünün ekonomik büyümedeki rolü: Türkiye örneği. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 26(2), 239-247.
- Aydemir, İ. (2024). Türkiye’de 2009-2021 yılları arasında sağlık işletmelerinde gerçekleşen finansal performans analizi. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 13(1), 186-200.
- Doğan, Ö. & Doğan, Ö. (2023). İnşaat sektörü finansal performansının entropi tabanlı TOPSİS yöntemi ile değerlendirilmesi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (52), 1-18.
- Gümüş, U. T. (2024). *İşletmeler açısından mali tablo analizinin ve finansal başarısızlık ölçümünün önemi: Örnek olaylarla gösterimi*. Serüven Yayınevi
- Hacıfettahoğlu, Ö. & Perçin, S. (2020). Bütünleşik ÇKKV yaklaşımı ile finansal boyutta Türk inşaat firmalarının performansının değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22(2), 543-567.
- Kırık, S. & Konak, F. (2025). Covid-19 sürecinde inşaat ve bayındırlık sektörünün finansal performansının PROMETHEE yöntemi ile değerlendirilmesi. *Denetim ve Güvence Hizmetleri Dergisi*, 5(2), 116-129.
- Mesci, K. (2006). *İnşaat sektörünün Türkiye kalkınmasındaki rolü ve dışa açılma*. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Meydan, C., Yıldırım, B. F. & Senger, Ö. (2016). BİST’te işlem gören gıda işletmelerinin finansal performanslarının gri ilişkisel analiz yöntemi kullanılarak değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (69), 147-171.
- Özkan, T. (2021). AHP-MAUT hibrit modeli ile finansal performans değerlendirilmesi: BİST inşaat ve bayındırlık sektöründe bir uygulama. *ETÜ Sentez İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, (4), 27-44.
- Satır, H. & Koca, N. (2023). Olumlu bağımsız denetçi görüşü ile kârlılık oranları arasındaki ilişkinin TOPSİS yöntemiyle değerlendirilmesi: BİST’te bir uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (76), 113-125.
- Şahin, İ. E. & Karacan, K. B. (2019). BİST’te işlem gören inşaat işletmelerinin çok kriterli karar verme yöntemleri ile finansal performans ölçümü. *International Journal of Multidisciplinary Studies and Innovative Technologies*, 3(2), 162-172.
- Tulum, S. (2021). BİST’de işlem gören inşaat işletmelerinin finansal performanslarının TOPSİS yöntemi ile analizi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 154-170.
- Yenisu, E. (2019). Finansal tabloların oran analizi ile incelenmesi: Adese örneği. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ASED)*, 3(1), 20-45.
- Türkiye İMSAD. (2025). Aylık Sektör Raporu – Ocak 2025. <https://imsad.org>

İnşaat Dünyası. (2025). 2025 Yılında İnşaat Sektörü: Yeni Trendler, Yeni Riskler.
<https://insaatudnyasi.com.tr>

https://tmb.org.tr/files/doc/2024_mart_YDMH-tr.pdf

<https://ticaret.gov.tr/hizmet-ticareti/hizmet-ticaret-istatistikleri>

<https://365financialanalyst.com/knowledge-hub/financial-analysis/activity-ratios/>

Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Basım Sektörü Finansal Analizi

Salih Aydın¹

Mehmet Serkan Çalı²

Özet

İmalat sanayi sektörleri bir ekonominin reel üretim kapasitesini göstermesi açısından oldukça önemlidir. Sektör, üretim performansı, istihdam katkısı, katma değer oluşturma, milli gelire olan etkisi gibi açılardan da önem taşımaktadır. İmalat sanayi sektörlerinin güçlü bir performans sergilemesi ülkenin istikrarlı bir ekonomik büyüme göstermesi için anahtar rol oynamaktadır. Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörü gündelik hayatın her alanında ihtiyaç duyulan basım ve ambalaj ürünlerine ara mal üretimi yapan şirketlerin oluşturduğu sektördür. Eğitim, sağlık, sanayi, iletişim gibi sektörlerde yoğun olarak kâğıt ve kâğıt ürünleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada, bu sektörde faaliyette bulunan işletmelerin finansal tablolarından elde edilen verilere oran analizi yapılmıştır. 2020-2024 yılları için şirketin yayınlamış olduğu finansal tablolardan oran analiz için gerekli veriler elde edilmiş ve analizler yapılmıştır. Bu sektörde toplam 14 şirket işlem görmektedir. Ancak LILAK kodu ile işlem gören şirket 2024 yılında halka arz edildiği için bu şirket çalışmaya dâhil edilmemiştir. Toplam 13 şirket üzerinden analizler yapılmıştır. Analizler sonucunda şirketlerin yer aldığı sektörün ortalamaları ile şirketlerin finansal analiz sonuçları karşılaştırılmış ve bir takım çıkarımlar yapılmıştır. Ancak yapılan bu değerlendirmeler tamamen akademik çalışma kapsamındadır. Herhangi bir yatırım tavsiyesi taşımamaktadır.

- 1 Doç. Dr., Artvin Çoruh Üniversitesi, Borçka Acarlar Meslek Yüksekokulu, salihaydin@artvin.edu.tr, 0000-0002-3817-1169.
- 2 Dr. Öğr. Üyesi, Artvin Çoruh Üniversitesi, İşletme Fakültesi, mscali@artvin.edu.tr, 0000-0001-8053-7542.

1. Giriş

Ekonominin bilim dalı olarak temel görevlerinin başında kıt olan kaynakların ihtiyaçlara nasıl paylaşımı yapılacak sorusuna aradığı görev gelmektedir. Sınırlı olan kaynakları etkin kullanabilmek için yapılacak olan tercihlerin doğru olması gerekmektedir.

Ekonomiyi oluşturan tüm sektörlerde olduğu gibi kâğıt ve kâğıt ürünleri sektöründe yer alan işletmelerin de üretim süreçlerine devam ederken mevcut sınırlı kaynakların kullanımına dikkat etmeleri gerekmektedir (Ergül ve Çevik, 2023).

Türkiye, ekonomik büyümeyi sürdürülebilir hale getirmek ve uluslararası arenada güçlü bir ülke konumuna gelebilmek için imalat sektörünün önemi görmektedir. İmalat sektörü, ekonomik gelişmelerin temel göstergelerinden birisidir. Üretim, istihdam, ihracat vb. makroekonomik göstergelerin artışına direkt etki eden imalat sektörü ülkeler arası rekabette büyük önem taşımaktadır (Karakaş, 2025).

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri sektöründeki işletmelerin finansal tabloları oran analizine tabi tutulmuştur. Bu kapsamda şirketlere ait veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’tan elde edilmiştir.

2. Türkiye’de Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sektörü

Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörü, ağırlıklı olarak çeşitli ağaç türleri ve az miktarda da jüt, kendir, kamış gibi yıllık bitkilerden selüloz, odun hamuru üretilmesi ile bu ara ürünlerin ve diğer önemli bir hammadde olan ve kullanılmış kâğıtların geri dönüşümüyle elde edilen atık kâğıdın çeşitli mekanik ve kimyasal işlemlerle kâğıda dönüştürülmesine kadar geçen aşamaları içeren sanayi koludur. Sektörde sermaye, teknoloji ve enerji ön planda olduğundan orta-ağır sanayi dalı kategorisinde ve orta düşük teknoloji yoğunluklu sınıfında yer almaktadır.

Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri İmalatı Sanayi, NACE Rev.2 sektör sınıflandırmaları içinde 17 numaralı grubu oluşturmaktadır. Bu sınıflandırma içinde kâğıt ve kâğıt ürünleri imalatı sanayinin kapsamı Tablo 1’de sunulmuştur (İstanbul Sanayi Odası, 2025).

Tablo 1. Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sınıflandırmasında İmalat Grupları

Nace Kodu	Nace Tanımı
171.1.08	Kâğıt Hamuru İmalatı
171.2.07	Kâğıt ve Mukavva İmalatı (Daha İleri Sanayi İşlemleri İçin Rulo veya Tabaka Halinde) (Ziftli, Lamine, Kaplanmış ve Emprenye Edilmiş Olanlar İle Krepon ve Kırışık Kâğıtlar Dahil)
172.1.10	Bürolarda, Dükkanlarda ve Benzeri Yerlerde Kullanılan Kâğıt Evrak Tasnif Kutuları, Mektup Kutuları ve Benzeri Eşyaların İmalatı
172.1.11	Kâğıt ve Kartondan Torba ve Çanta İmalatı (Kese Kâğıdı Dahil)
172.1.12	Kâğıt veya Mukavvadan Koli, Kutu ve Benzeri Muhafazaların İmalatı
172.1.13	Oluklu Kâğıt ve Oluklu Mukavva İmalatı (Rulo veya Tabaka Halinde)
172.2.02	Kullanıma Hazır Tuvalet Kâğıdı, Kâğıt Mendil, Temizlik veya Yüz Temizleme için Kâğıt Mendil ve Havlular ile Masa Örtüsü ve Peçetelerin İmalatı (Kâğıt Hamurundan, Kâğıttan, Selüloz Vatkadan veya Selüloz Lifli Ağlardan Yapılmış)
172.2.03	Kâğıt veya Mukavvadan Yapılmış Tepsi, Tabak, Kase, Bardak ve Benzerlerinin İmalatı
172.2.04	Hijyenik Havlu ve Tamponlar, Kadın Bağı, Pedler, Bebek Bezleri vb. Hijyenik Ürünler ile Giyim Eşyası ve Giysi Aksesuarlarının İmalatı (Kâğıt Hamurundan, Kâğıttan, Selüloz Vatkadan veya Selüloz Lifli Ağlardan Yapılmış)
172.3.04	Kullanıma Hazır Karbon Kâğıdı, Kendinden Kopyalı Kâğıt ve Diğer Kopyalama veya Transfer Kâğıtları, Mumlu Teksir Kâğıdı, Kâğıttan Ofset Tabakalar ile Tutkalı veya Yapışkanlı Kâğıtların İmalatı
172.3.06	Kâğıt veya Mukavvadan Ana Niteliği Bilgi İçermeyen Eğitim ve Ticari Kırtasiye Malzemeleri İmalatı (Ajandalar, Defterler, Sicil Defterleri, Muhasebe Defterleri, Ciltler, Kayıt Formları ve Diğer Benzeri Kırtasiye Ürünleri)
172.3.07	Kâğıt veya Mukavvadan Dosya, Portföy Dosya, Klasör ve Benzerlerinin İmalatı
172.3.08	Kullanıma Hazır Basım ve Yazım Kâğıdı ile Diğer Kâğıt ve Mukavvaların İmalatı (Basılı Olanlar Hariç)
172.3.09	Baskısız Zarf, Mektup Kartı, Yazışma Kartı ve Benzerlerinin İmalatı
172.4.02	Duvar Kâğıdı ve Benzeri Duvar Kaplamalarının İmalatı (Tekstil Duvar Kaplamaları Hariç)
172.4.03	Tekstil Duvar Kaplamalarının İmalatı
172.9.01	Kâğıt veya Mukavvadan Etiketlerin İmalatı
172.9.02	Filtre Kâğıdı, Kartonları ve Mukavvaları, Kâğıt Hamurundan Filtre Edici Blok ve Levhalar İle Kalıplanmış ya da Sıkıştırılmış Eşyaların İmalatı (Kâğıt veya Karton Esaslı Contalar ve Rondelalar Dahil)
172.9.03	Sigara Kâğıdı, Kâğıt ve Mukavvadan Bobin, Makara, Masura, Yumurta Viyolu ve Benzeri Kâğıt, Mukavva veya Kâğıt Hamurundan Destekler ile Kâğıttan Hediyeelik ve Süs Eşyaları İmalatı
172.9.04	Jakar Makinelerinde Kullanmak için Kâğıt ve Mukavvadan Kartlar ile Kaydedici Cihazlara Mahsus Diyagram Kâğıtları İmalatı (Bobin, Tabaka/Disk Halinde)
381.1.01	Tehlikesiz Atıkların Toplanması (Çöpler, Geri Dönüştürülebilir Maddeler, Tekstil Atıkları vb.) (İnşaat ve Yıkım Atıkları, Çalı, Çırpı, Moloz Gibi Enkazlar Hariç)
46.7.02	Atık ve Hurda Toptan Ticareti (Kâğıt, Cam, Plastik vb. Olanlar) (Metal Olanlar Hariç)

Kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayinde önemli göstergelerden birisi üretimin ortaya koyduğu değerdir. Kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayinin üretim değeri Tablo 2’de sunulmaktadır.

Kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayinde 2015 yılında 27,87 milyar TL olan üretim değeri 2019 yılında 67,65 milyar TL’ye yükselmiştir. Üretim değeri, 2020 yılında pandemi koşullarına rağmen önemli ölçüde artmış ve 85,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2015- 2020 döneminde üretici fiyat artışları oldukça sınırlı kalmıştır. Bu nedenle üretim değeri daha çok miktar olarak değişimlerden etkilenmiştir. 2021-2023 döneminde ise enflasyondaki artış ile üretim değerinin nominal büyüklükleri önemli ölçüde yükselmiştir. Nominal artışlar yanında enflasyondan arındırılmış reel üretim değeri büyümleri de önem kazanmıştır. 2021 yılında üretim değeri 149,46 milyar TL’ye yükselmiştir. Reel olarak da önemli üretim artışı gerçekleşmiştir. 2022 yılında üretim değeri yüzde 89,3 artarak 282,89 milyar TL olmuştur. Üretim reel olarak da büyümüştür. 2023 yılında ise üretim değeri 394,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Reel olarak

ise üretimde küçülme yaşanmıştır. Üretim değeri, 2015- 2023 yılları arasında ABD doları cinsinden 1,5 katından daha fazla bir büyümeye göstermiştir.

Tablo 2. Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayinde Üretim Değeri

Yıllar	Üretim Değeri (Milyon TL)	Üretim Değeri (Milyon Dolar)
2015	27.870	10.262
2016	31.035	10.275
2017	41.259	11.312
2018	57.744	12.248
2019	67.652	11.919
2020	85.400	12.119
2021	149.458	16.630
2022	282.894	17.073
2023	394.203	16.796

Kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayinin temel göstergeler itibariyle imalat sanayinin genelinden aldığı paylar ve bu paylardaki gelişmeler Tablo 3'te sunulmaktadır.

Tablo 3. Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayinin Genel İmalat Sanayi Payındaki Gelişmeler (%)

Yıllar	Girişim Sayısı İçinde Payı	İstihdam İçinde Payı	Üretim Değeri İçinde Payı	Katma Değer İçinde Payı	Ciro İçinde Payı
2015	0,86	1,74	2,50	2,45	2,51
2016	0,88	1,76	2,54	2,27	2,58
2017	0,89	1,76	2,62	2,55	2,63
2018	0,92	1,76	2,74	2,90	2,79
2019	0,95	1,83	2,86	2,97	2,87
2020	1,00	1,91	3,01	3,15	2,99
2021	1,04	1,91	3,06	3,23	3,05
2022	1,09	1,91	2,77	3,05	2,74
2023	1,14	1,92	2,53	2,40	2,54

2015-2023 yılları döneminde girişim sayısının imalat sanayinin geneli içindeki payı yüzde 0,86'dan yüzde 1,14'e yükselmiştir. İstihdam içindeki payı ise artarak 2015 yılında yüzde 1,74 iken 2023 yılında yüzde 1,92'ye yükselmiştir. Üretim değeri, katma değer ve ciro payları 2015 yılından sonra artış eğilimi içinde olmuş ve 2021 yılında en yüksek paylara ulaşılmıştır. Ancak 2022 ve 2023 yıllarında paylarda gerilemeler yaşanmıştır. Üretim değeri olarak payı 2015 yılında yüzde 2,50 olarak gerçekleşmiş ve izleyen yıllarda artarak 2021 yılında yüzde 3,06'ya yükselmiştir. 2022 ve 2023 yıllarında ise pay gerilemiş ve 2023 yılında yüzde 2,53 olmuştur. Yaratılan katma değer içindeki payı 2015 yılında yüzde 2,45 iken 2021 yılında ise yüzde 3,23 olarak gerçekleşmiş, 2023 yılında yüzde 2,40'a inmiştir. Ciro büyüklüğü içindeki

pay 2015 yılında yüzde 2,51 iken 2021 yılında yüzde 3,05'e ulaşmıştır. 2023 yılında ise yüzde 2,54'e inmiştir.

Türkiye'nin kâğıt ve kâğıt ürünlerine ilişkin dış ticaret verileri ise Tablo 4'te sunulmuştur. Kâğıt ve kâğıt ürünleri ihracatı, yıllar itibarıyla kademeli ve istikrarlı bir artış göstermektedir. 2015 yılında 1,97 milyar dolar olan ihracat ilk kez 2016 yılında 2 milyar doları aşarak 2,04 milyar dolar olmuştur. 2017-2019 arasında ihracat artışı devam etmiştir ve ihracat 2019 yılında 2,51 milyar dolara çıkmıştır. Salgın yaşanan 2020 yılında ihracat, 2,44 milyar dolarla sınırlı bir düşüş göstermiştir. İhracat değeri olarak 2021 ve 2022 yıllarında ise önemli artış göstermiştir. Salgın sonrası ortaya çıkan tedarik güvenliği ve yakından tedarik eğilimleri sonucu Türkiye'ye dönük ilave tedarik talebi artmıştır. Buna bağlı olarak kâğıt ve kâğıt ürünleri ihracatı, 2021 yılında 2,87 milyar dolara ve 2022 yılında ise 3,72 milyar dolar ile en yüksek seviyesine çıkmıştır. 2023 yılında küresel ekonomide yavaşlama ve mal ticaretindeki daralma sonucu Türkiye'nin kâğıt ve kâğıt ürünleri ihracatı da gerilemiş ve 3,51 milyar dolar olmuştur. Kâğıt ve kâğıt ürünleri ihracatının Türkiye'nin toplam ihracatı içindeki payı da 2015-2023 döneminde yükselmiştir. 2015 yılında yüzde 1,3 olan pay, 2022 yılında yüzde 1,46'ya kadar yükselmiş, 2023 yılında ise yüzde 1,37 olmuştur.

Tablo 4. Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Dış Ticaret Verileri

Yıllar	Kâğıt İhracat (Milyon Dolar)	Türkiye İhracat (Milyon Dolar)	Kâğıt İhracat (Pay, %)	Kâğıt İthalat (Milyon Dolar)	Türkiye İthalat (Milyon Dolar)	Kâğıt İthalat (Pay, %)
2015	1.970	150.982	1,30	2.797	213.619	1,31
2016	2.042	149.247	1,37	2.856	202.189	1,41
2017	2.211	164.495	1,34	2.938	238.715	1,23
2018	2.423	177.169	1,37	2.866	231.152	1,24
2019	2.514	180.833	1,39	2.608	210.345	1,24
2020	2.442	169.638	1,44	2.509	219.517	1,14
2021	2.873	225.214	1,28	2.812	271.426	1,03
2022	3.719	254.170	1,46	4.137	363.711	1,14
2023	3.506	255.627	1,37	3.174	361.967	0,88

Kâğıt ve kâğıt ürünleri ithalatı 2015-2021 arasında genel olarak dalgalanma göstermiş ve durağan kalmıştır. 2015 yılında 2,8 milyar dolar seviyesinde olan ithalat, 2019 yılında 2,61 milyar dolara, salgının yaşandığı 2020 yılında ise 2,51 milyar dolara gerilemiştir. Ancak ithalat, 2021 ve 2022 yıllarında güçlü iç ve dış talebe bağlı olarak hızlı bir artış göstermiş ve 2022 yılında 4,14 milyar dolar ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2023 yılında ise bu kez ekonomideki ve dış ticaretteki yavaşlama ile ithalatta sert düşüş yaşanmıştır. 2023 yılında ithalat 3,17 milyar dolara inmiştir. 2023 yılında küresel ekonomide yavaşlama

ve mal ticaretindeki daralma sonucu, Türkiye'nin kâğıt ve kâğıt ürünleri ithalatı da gerilemiştir. Kâğıt ve kâğıt ürünleri ithalatının Türkiye'nin toplam ithalatı içindeki payı 2015-2023 döneminde kademeli olarak gerilemiştir. 2015 yılında yüzde 1,31 olan pay, 2016 yılında yüzde 1,41'e yükselmiş, daha sonra gerileme eğilimine girmiştir. 2021 yılında yüzde 1,03'e inen pay, 2022 yılında tekrar yüzde 1,14'e çıkmış, 2023 yılında ise yüzde 0,88 ile son dokuz yılın en düşük seviyesine inmiştir.

3. Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sektörü Finansal Analizi

Finansal analiz genel olarak “işletmelerin finansal durumunun ve faaliyet sonuçlarının, finansal açıdan yeterli olup olmadığını saptamak ve geleceğe yönelik tahminlerde bulunabilmek amacıyla, finansal tablolarda yer alan hesaplar arasındaki ilişkilerin ve bunların yıllar içindeki gelişimlerinin incelenmesi” olarak tanımlanmaktadır (Dalak vd., 2018: 2).

Finansal analizde firmanın mevcut durumu değerlendirilir ve elde edilen sonuçlardan yararlanarak geleceğe yönelik kararlar verilir. Finansal analizden işletme yöneticileri, kredi verenler, yatırım yapacak olanlar, tedarikçiler gibi gruplar yararlanmaktadır. Finansal analiz de kullanılan teknikler; Karşılaştırmalı analiz (Yatay analiz), Yüzde yöntemiyle analiz (Dikey analiz), Eğilim yüzdeleri analizi (Trend analizi) ve Oran analizi (Rasyo analiz) olarak sıralanmaktadır (Alper ve Biçer, 2017: 338). Bu çalışmada Orman Ürünleri ve Mobilya Sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal durumları oran analizi yapılarak yorumlanmıştır.

Oran analizi, finansal tablolardaki çeşitli kalemler veya kalem grupları arasındaki oranlar şeklinde tanımlanmaktadır. Oranlar, işletmelerin finansal verilerini özetlemek ve finansal performanslarını belirlemek için en uygun araçlardır (Bülüş vd., 2017: 269-270).

Tablo 5. Analizde Kullanılan Finansal Oranlar ve Formüller

Oran Grubu	Oran Adı	Hesaplanışı
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar (KVYK)
	<i>Asit-Test Oranı</i>	(Dönen varlıklar-Stoklar)/KVYK
	<i>Nakit Oranı</i>	(Dönen varlıklar-Stoklar-Alacaklar)/KVYK
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	Toplam Borç/Toplam Aktif
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	Öz kaynaklar/Toplam Aktifler
	<i>Finansman Oranı</i>	Öz kaynaklar/Toplam Borçlar
	<i>Borçların Vade Tapısı Oranı</i>	Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	Net Satışlar/Ticari Alacaklar
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	360/Alacak devir hızı
	<i>Stok Devir Hızı</i>	Satışların Maliyeti/Ortalama Stok Tutarı
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	360/Stok Devir Hızı
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	Satışların Maliyeti/Ticari Borçlar
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	Net Satışlar/Aktif Toplamı
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	Net satışlar/Öz kaynaklar
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	Brüt Satış Kârı/Net Satışlar
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	Faaliyet Kârı/Net Satışlar
	<i>Net Kâr Marjı</i>	Net Kâr/Net Satışlar
	<i>Öz Kaynak Karlılığı</i>	Net Kâr/Öz kaynaklar
	<i>Aktif Karlılığı</i>	Net Kâr/Aktif Toplamı
	<i>Ekonomik Rantabilite Oranı</i>	FVÖK/Aktif Toplamı
	<i>Hisse Başına Kar</i>	Dönem Karı/Hisse Senedi Sayısı
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	$(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	$(DK_t - DK_{t-1}) / DK_{t-1}$
	<i>Varlıklardaki Büyüme Oranı</i>	$(TV_t - TV_{t-1}) / TV_{t-1}$
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	$(ÖK_t - ÖK_{t-1}) / ÖK_{t-1}$
t: Cari Dönem t-1: Bir Önceki Dönem		

Finansal tablolardaki kalem sayılarına bağlı olarak çok sayıda oran hesaplamak mümkündür. Ancak işletmeyi analiz edenler açısından önemli olan yararlı oranların hesaplanmasıdır. Diğer önemli bir konu ise hesaplanan oranların yorumlanmasıdır (Elmas, 2017: 118). Yukarıda sayılan oranların dışında bazı oranlara da aşağıdaki tablolarda yer verilmiştir.

Oran analizi yapılmasında kullanılan oranlar farklı çalışmalarda farklı şekillerde sınıflandırılmıştır. Elmas (2017) ve Akyüz vd., (2017), çalışmalarında oran analizi yapmak için kullanılan oranlar Tablo 5'te gösterilmiştir.

Likidite bir varlığın paraya çevrilmesindeki çabukluk ve kolaylık özelliğidir. Likidite oranları, firmanın kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek, çalışma (işletme) sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmek için kullanılmaktadır (Yenisu, 2019: 25). Likidite oranları cari oran, asit test oranı

ve nakit oranı olmak üzere üç oran şeklinde hesaplanmaktadır. Her sektör için likidite oranlarının ortalaması farklıdır.

Kaldıraç oranları, işletmenin varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklarla ne kadarını öz kaynaklarla finanse ettiğini göstermeye yarayan oranlardır. Özellikle işletmeye kredi verenlerin ilgilendiği oran olarak karşımıza çıkmaktadır (Elmas, 2017: 124). Kaldıraç oranları, finansal kaldıraç oranı, öz kaynakların aktif toplamına oranı, finansman oranı ve borçların vade yapısı oranı olmak üzere dört farklı oranla ölçülmektedir.

Faaliyet oranları, işletmenin varlıklarını ne derece etkin kullandığını, satışlara oranla aktif varlıklarına ne miktarda yatırım yapıldığını ve faaliyetlerini ne derece etkin yürüttüklerini göstermektedir. Aktif varlıklara aşırı derecede yatırım yapılması fonların israf edildiği, yatırım maliyetlerinin yükseldiği ve işletmenin etkin nakit akımını azalttığı şeklinde yorumlanmakta iken yetersiz yatırım ise işletmenin kârlı çalışmadığı, riskli hareket ettiği, satışlarını azaltacağı şeklinde yorumlanmaktadır (Bülüç vd., 2017: 67).

Karlılık oranları, işletmenin sahip olduğu öz sermaye, yabancı kaynak ve varlıklarını ne ölçüde etkin kullandığını ve bir bütün olarak yapmış olduğu faaliyetlerde ne kadar karlı çalıştığını gösteren oranlardır (Aslan, 2018: 353).

Büyüme oranları, işletmenin en önemli amaçlarından birisi olan büyümenin ölçülmesinde kullanılan oranlardır. İşletme için önem arz eden kalemler arasındaki değişimi yıllar itibarıyla göstermesi açısından büyüme oranları önem arz etmektedir.

Çalışma kapsamında, BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal tabloları oran analizi yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmada sektörde faaliyet gösteren 13 işletme örneklem olarak alınmıştır. LİLA KÂĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş. (LILAK) halka arz tarihi 2024 yılı olduğu için bu işletme analize dâhil edilmemiştir. Bu şirketin dışındaki 13 şirketin adı ve şirket kodları Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6. BIST Kağıt ve Kağıt Sektörü

Sıra	KOD	Şirket Adı
1	ALKA	ALKİM KÂĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3	BARMA	BAREM AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
4	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
5	GIPTA	GIPTA OFİS KIRTASIYE VE PROMOSYON ÜRÜNLERİ İMALAT SANAYİ A.Ş.
6	KAPLM	KAPLAMİN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
7	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8	KONKA	KONYA KÂĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	MNDTR	MONDİ TURKEY OLUKLU MUKAVVA KÂĞIT VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
10	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
11	SAMAT	SARAY MATBAACILIK KÂĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
12	TEZOL	EUROPAP TEZOL KÂĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
13	VKING	VİKİNG KÂĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.

Tablo 6’da verilen şirketlere ait 200-2024 yılları arasındaki finansal tablolar incelenmiş ve oran analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir. İlk olarak Alkim Kâğıt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.’nin oran analizi sonuçları Tablo 7’de verilmiştir.

Tablo 7. ALKA’nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)	90.64	95.46	79.74	69.13	48.36
	Cari Oran	3.63	2.60	3.88	2.87	1.89
	Likit Oran	2.68	2.05	2.31	2.10	1.23
	Nakit Oran(%)	151.38	125.16	76.32	152.80	65.04
Kaldıraç Oranları	Borç Kaynak Oranı (%)	28.39	39.30	24.30	25.61	31.02
	Net Borç / Aktifler (%)	-37.77	-45.98	-15.68	-36.75	-11.39
	Kısa Vade Borç / Aktif (%)	24.95	36.74	20.55	24.05	25.64
	Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)	34.84	60.52	27.15	32.33	37.18
	Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)	87.88	93.49	84.58	93.90	82.65
	Mali Borç / Toplam Borç	-	-	-	-	12.34
	Özsermaye / Aktif (%)	71.61	60.70	75.70	74.39	68.98
	Toplam Borç / Özsermaye (%)	39.65	64.73	32.10	34.43	44.98
	Toplam Borç Büyüme (%)	6.72	169.67	89.49	47.88	50.88
	Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)	22.59	44.96	348.65	-41.53	329.39

Faaliyet Oranları	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.50	1.63	3.06	1.65	0.99
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	4.73	5.85	12.57	12.34	7.84
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	77.11	62.34	29.04	29.59	46.53
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	2.15	2.53	4.25	2.20	1.39
	<i>Stok Devir Hızı</i>	5.69	5.76	9.22	10.11	5.81
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	64.16	63.40	39.58	36.12	62.79
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	8.73	6.20	11.49	6.78	4.11
Karlılık Oranları	<i>Etkinlik Oranı</i>	10.42	11.61	21.79	22.44	13.66
	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	20.06	19.03	25.99	17.57	5.73
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	31.47	42.79	41.61	6.24	-5.12
	<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	21.13	19.66	27.07	18.94	7.27
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	21.00	26.30	13.58	3.79	-5.16
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	45.07	66.44	57.79	8.32	-7.17
Büyüme Oranları	<i>FAFÖK Marjı (%)</i>	28.76	34.82	22.52	10.08	-2.89
	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	2.69	75.81	405.70	-2.67	-20.97
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	88.34	120.12	161.21	-72.85	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	21.73	94.84	206.46	40.31	24.55
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	28.91	65.17	282.17	37.88	15.48

Tablo 8’de Bak Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.’ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 8. BAKAB’m Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	61.65	70.49	55.54	46.37	40.26
	<i>Cari Oran</i>	1.46	1.21	1.57	1.53	1.29
	<i>Likit Oran</i>	0.99	0.85	1.04	0.98	0.79
	<i>Nakit Oran(%)</i>	37.09	26.10	22.44	20.16	12.84
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	59.83	69.81	58.05	48.81	47.35
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	11.10	10.95	21.16	17.52	11.99
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	42.13	58.34	35.36	30.40	31.24
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	104.86	193.22	84.29	59.38	59.33
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	70.41	83.57	60.90	62.29	65.96
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	33.77	22.37	36.18	31.26	17.60
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	40.17	30.19	41.95	51.19	52.65
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	148.93	231.21	138.40	95.33	89.95
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	26.59	130.68	182.67	17.24	3.39
	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	32.67	28.10	572.67	13.07	-6.68
Faaliyet Oranları	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.18	1.08	1.58	1.10	0.81
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	4.23	3.80	6.07	5.52	4.54
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	86.33	95.95	60.10	66.10	80.32
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	2.88	3.23	4.03	2.33	1.57
	<i>Stok Devir Hızı</i>	4.98	5.14	8.93	8.77	5.83
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	73.23	70.96	40.87	41.61	62.56
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	3.89	2.69	5.54	4.70	3.76
	<i>Etkinlik Oranı</i>	9.21	8.95	15.00	14.29	10.38

Karlılık Oranları	Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	10.11	7.49	-1.88	3.20	-3.07
	Aktif Karlılık (%)	6.06	9.21	4.97	1.22	-5.45
	EAVÖK Marjı (%)	13.35	9.86	2.25	7.67	2.38
	Net Kar Marjı (%)	5.14	8.50	3.15	1.11	-6.69
	Özsermaye Karlılığı (%)	14.80	27.44	12.66	2.58	-10.49
	VAFÖK Marjı (%)	14.90	12.25	10.68	21.56	6.16
Büyüme Oranları	Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)	26.61	50.46	326.59	29.17	-11.21
	Net Karındaki Büyüme Oranı (%)	144.22	149.02	57.80	-54.61	-
	Aktiflerde Büyüme Oranı (%)	22.77	97.70	239.90	39.46	6.56
	Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)	17.50	48.59	372.22	70.20	9.58

Tablo 9'da Barem Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 9. BARMA'nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)	48.97	65.90	64.75	35.86	16.63
	Cari Oran	1.26	1.58	2.37	1.55	0.58
	Likit Oran	0.96	1.14	1.85	1.29	0.46
	Nakit Oran(%)	4.10	6.84	68.22	59.54	5.56
Kaldıraç Oranları	Borç Kaynak Oranı (%)	63.21	50.78	35.61	49.28	57.36
	Net Borç / Aktifler (%)	44.00	31.04	6.21	26.96	46.42
	Kısa Vade Borç / Aktif (%)	38.76	41.71	27.32	23.14	28.71
	Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)	105.35	84.75	42.43	45.61	67.32
	Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)	61.31	82.15	76.73	46.95	50.05
	Mali Borç / Toplam Borç	43.88	50.81	52.92	66.52	57.44
	Özsermaye / Aktif (%)	36.79	49.22	64.39	50.72	42.64
	Toplam Borç / Özsermaye (%)	171.83	103.17	55.30	97.16	134.51
	Toplam Borç Büyüme (%)	40.89	52.49	204.56	133.18	109.88
	Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)	31.86	-29.64	297.09	431.50	97.61
Faaliyet Oranları	Aktif Devir Hızı	1.45	1.58	1.66	0.76	0.35
	Alacak Devir Hızı	3.50	2.87	6.34	5.76	3.39
	Alacak Tahsil Süresi	104.26	127.20	57.60	63.33	107.60
	Özsermaye Devir Hızı	4.08	3.51	2.70	1.37	0.77
	Stok Devir Hızı	8.17	4.81	8.30	9.65	7.28
	Stok Devir Süresi (Yıllık)	44.70	75.95	43.97	37.82	50.15
	Ticari Borç Devir Hızı	10.14	10.71	25.93	20.26	5.84
	Etkinlik Oranı	11.67	7.68	14.64	14.66	10.67
Karlılık Oranları	Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	14.93	21.39	22.64	15.64	10.53
	Aktif Karlılık (%)	16.52	24.95	12.22	4.45	2.94
	EAVÖK Marjı (%)	17.57	23.32	25.72	20.36	16.70
	Net Kar Marjı (%)	11.37	15.84	7.35	5.82	8.38
	Özsermaye Karlılığı (%)	46.39	55.54	19.86	7.97	6.45
	VAFÖK Marjı (%)	16.08	26.36	16.72	13.96	23.69
Büyüme Oranları	Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)	35.54	87.10	269.22	0.42	-6.64
	Net Karındaki Büyüme Oranı (%)	87.58	160.76	71.41	-20.59	34.54
	Aktiflerde Büyüme Oranı (%)	47.35	89.83	334.29	68.50	80.32
	Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)	59.95	153.98	468.14	32.73	51.60

Tablo 10'da Duran Doğan Basım Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 10. DURDO'nun Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	49.38	61.93	53.73	45.60	43.36
	<i>Cari Oran</i>	1.19	1.07	1.24	1.30	1.21
	<i>Likit Oran</i>	0.78	0.57	0.58	0.81	0.73
	<i>Nakit Oran (%)</i>	30.90	4.70	34.60	4.27	4.00
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	79.50	86.88	49.82	40.39	43.81
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	46.18	52.92	13.02	14.15	21.57
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	41.53	58.02	43.40	35.08	35.72
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	202.75	442.33	86.49	58.84	63.57
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	52.24	66.78	87.12	86.85	81.55
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	54.66	36.6	45.71	18.51	39.24
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	20.48	13.12	50.18	59.61	56.20
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	388.11	662.37	99.27	67.75	77.95
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	48.25	59.75	111.53	5.59	24.60
Faaliyet Oranları	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	24.66	11.12	-18.02	7.83	74.87
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	0.92	1.15	1.71	0.94	0.71
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	4.71	4.97	8.75	5.98	3.88
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	77.48	73.44	41.70	61.02	94.09
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	4.03	7.12	4.05	1.69	1.23
	<i>Stok Devir Hızı</i>	3.67	3.55	3.90	5.56	4.07
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	99.47	102.87	93.53	65.67	89.70
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	6.86	5.02	7.78	6.35	4.36
	<i>Etkinlik Oranı</i>	8.38	8.52	12.66	11.54	7.95
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	10.23	13.65	23.98	5.27	1.41
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	-3.41	0.29	38.80	7.24	-5.63
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	15.67	17.28	28.75	12.65	9.15
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	-3.71	0.25	22.65	7.74	-7.95
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	-14.98	1.78	91.78	13.05	-9.74
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	21.79	27.84	34.96	24.76	12.96
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	19.45	78.03	316.16	-1.07	-7.97
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	-	-	37529.96	-66.19	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	38.02	46.18	268.93	30.24	14.88
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	8.88	-6.40	1311.46	54.71	8.29

Tablo 11'de GIPTA Ofis Kırtasiye Ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 11. GIPTA'nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	84.44	66.00	59.39	65.40	63.02
	<i>Cari Oran</i>	2.83	2.26	1.67	5.46	15.98
	<i>Likit Oran</i>	2.19	1.52	1.31	4.56	14.19
	<i>Nakit Oran(%)</i>	106.82	73.02	77.96	325.01	1008.66
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	49.66	40.33	46.55	19.81	10.30
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	2.01	-3.24	-7.22	-28.31	-38.35
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	29.88	29.22	35.59	11.98	3.94
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	59.36	48.97	66.59	14.94	4.40
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	60.18	72.44	76.45	60.50	38.27
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	52.45	34.53	35.86	21.91	3.49
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	50.34	59.67	53.45	80.19	89.70
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	98.63	67.60	87.10	24.70	11.49
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	0.00	69.39	419.46	-20.50	-38.28
	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	0.00	17.23	343.87	33.36	-3.54
Faaliyet Oranları	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.80	0.59	1.31	0.83	0.65
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	2.72	2.39	4.32	5.22	3.42
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	134.25	153.00	84.46	69.86	106.76
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	1.79	1.04	2.40	1.17	0.76
	<i>Stok Devir Hızı</i>	4.76	1.69	5.22	6.39	5.45
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	76.66	215.86	69.93	57.15	66.98
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	20.09	9.69	20.01	16.32	19.97
	<i>Etkinlik Oranı</i>	7.48	4.08	9.54	11.61	8.87
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	5.99	11.66	12.11	10.43	13.07
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	4.58	5.79	0.23	8.79	5.64
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	6.68	12.46	12.34	11.89	14.21
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	2.55	9.81	0.18	10.61	8.71
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	4.55	10.23	0.43	12.40	6.61
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	5.30	9.91	12.99	12.19	1.02
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	0.00	1.22	724.06	48.47	11.30
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	0.00	289.95	-84.93	8681.51	-8.59
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	0.00	108.55	350.06	86.87	18.65
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	0.00	147.17	303.14	180.38	32.71

Tablo 12'de Kaplamin Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 12. KAPLM'nin Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Töplam Aktifler (%)</i>	63.48	78.19	49.71	39.94	36.40
	<i>Cari Oran</i>	0.94	1.06	1.11	0.99	0.90
	<i>Likit Oran</i>	0.70	0.77	0.73	0.73	0.72
	<i>Nakit Oran(%)</i>	2.48	1.57	1.63	1.19	1.06
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	73.65	76.13	51.42	47.43	49.68
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	20.33	10.92	7.15	8.10	15.21
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	67.50	73.91	44.59	40.34	40.44
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	256.22	309.59	96.00	80.73	83.98
	<i>Kısa Vade Borç / Töplam Borç (%)</i>	91.65	97.09	86.72	85.05	81.39
	<i>Mali Borç / Töplam Borç</i>	26.56	14.03	15.08	17.93	31.48
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	26.35	23.87	46.45	49.97	48.15
	<i>Töplam Borç / Özsermaye (%)</i>	279.58	318.86	110.70	94.92	103.17
	<i>Töplam Borç Büyüme (%)</i>	33.55	86.98	188.81	11.05	43.90
Faaliyet Oranları	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	0.50	-34.92	1219.50	25.01	79.06
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.27	1.64	1.96	1.11	0.78
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	3.23	3.41	5.85	5.19	3.42
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	113.08	107.12	62.39	70.38	106.78
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	4.59	6.63	4.64	2.30	1.59
	<i>Stok Devir Hızı</i>	6.53	7.77	10.87	13.02	10.31
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	55.90	46.95	33.59	28.04	35.40
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	2.56	2.58	4.22	3.10	2.52
	<i>Etkinlik Oranı</i>	9.76	11.18	16.72	18.20	13.73
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	8.18	9.67	7.85	-1.06	-0.52
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	4.25	11.99	9.29	-5.06	-4.51
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	10.99	11.73	11.23	3.66	5.07
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	3.34	7.31	4.75	-4.55	-5.81
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	15.33	48.44	22.02	-10.47	-9.22
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	9.92	13.56	10.24	3.69	7.76
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	24.35	103.25	305.22	1.62	-9.52
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	0.00	344.80	163.17	-	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	27.87	80.91	327.56	20.38	37.39
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	14.28	63.94	731.87	29.51	32.39

Tablo 13'te Kartonsan Karton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 13. KARTN'nin Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	60.30	69.17	54.90	33.97	38.98
	<i>Cari Oran</i>	4.14	3.09	4.04	1.93	1.42
	<i>Likit Oran</i>	2.87	2.44	1.96	0.75	0.42
	<i>Nakit Oran (%)</i>	181.89	158.87	112.41	17.96	18.77
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	17.86	24.99	19.25	20.90	29.25
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	-25.65	-35.00	-15.08	-2.90	6.34
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	14.56	22.36	13.60	17.57	27.45
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	17.73	29.83	16.85	22.22	38.82
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	81.50	89.50	70.64	84.05	93.82
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	4.62	2.12	1.05	1.21	39.28
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	82.10	74.97	80.71	79.06	70.71
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	21.75	33.33	23.85	26.44	41.37
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	34.52	137.07	166.16	15.58	58.27
	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	33.64	34.56	644.18	-37.19	-38.70
Faaliyet Oranları	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.44	1.69	2.49	0.85	0.83
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	10.70	11.43	24.17	18.79	12.74
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	34.10	31.92	15.10	19.42	28.66
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	1.75	2.17	3.13	1.06	1.12
	<i>Stok Devir Hızı</i>	5.82	8.49	9.05	8.20	4.74
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	62.69	42.97	40.32	44.52	76.96
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	9.61	8.68	15.76	7.51	6.53
	<i>Etkinlik Oranı</i>	16.53	19.93	33.22	26.99	17.48
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	16.78	22.52	17.77	-27.31	-19.96
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	22.01	40.27	20.36	-21.21	-14.04
	<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	20.21	24.95	21.64	-15.95	-9.13
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	15.27	23.86	8.19	-25.01	-16.83
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	26.66	51.88	25.63	-26.56	-18.82
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	23.88	33.57	18.72	-22.84	-2.13
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	21.94	76.73	312.61	-45.37	8.09
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	68.74	176.12	41.66	-	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	27.26	69.48	245.52	6.43	13.07
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	25.79	54.75	271.99	4.26	1.13

Tablo 14'de Konya Kâğıt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 14. KONKA'nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Töplam Aktifler (%)</i>	26.82	33.90	33.17	25.57	22.71
	<i>Cari Oran</i>	3.50	3.07	7.62	6.03	6.79
	<i>Likit Oran</i>	1.91	2.39	3.23	3.17	2.51
	<i>Nakit Oran(%)</i>	88.34	145.93	209.01	135.37	112.02
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	20.37	19.65	15.89	7.79	13.08
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	4.50	-10.53	-7.95	-5.18	-3.17
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	7.65	11.03	4.35	4.24	3.34
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	9.61	13.72	5.17	4.60	3.85
	<i>Kısa Vade Borç / Töplam Borç (%)</i>	37.57	56.12	27.39	54.44	25.57
	<i>Mali Borç / Töplam Borç</i>	32.81	15.62	6.26	6.22	3.92
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	79.63	80.35	84.11	92.21	86.92
	<i>Töplam Borç / Özsermaye (%)</i>	25.57	24.45	18.89	8.45	15.05
	<i>Töplam Borç Büyüme (%)</i>	-34.87	44.77	161.87	-24.61	107.67
Faaliyet Oranları	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	-14.75	1.76	333.31	-52.70	239.28
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	0.43	0.65	1.20	0.62	0.34
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	5.79	7.17	20.25	11.22	7.13
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	63.08	50.93	18.02	32.52	51.18
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	0.60	0.82	1.45	0.70	0.39
	<i>Stok Devir Hızı</i>	2.88	4.91	6.08	7.74	3.34
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	126.85	74.38	60.01	47.17	109.18
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	20.09	18.39	33.95	38.31	24.62
	<i>Etkinlik Oranı</i>	8.66	12.07	26.34	18.96	10.47
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	14.08	22.18	30.15	6.77	6.30
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	18.13	32.52	20.90	7.24	-5.40
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	16.22	23.26	30.94	8.16	8.83
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	41.79	49.71	17.37	11.63	-15.66
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	24.92	40.61	25.11	8.13	-6.04
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	51.93	59.05	20.35	-7.60	-0.06
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	2.04	98.71	367.85	0.26	-24.94
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	812.51	136.39	63.45	-32.85	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	11.50	50.05	223.81	53.82	23.65
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	36.33	51.40	238.96	68.64	16.55

Tablo 15'te Mondi Turkey Oluklu Mukavva Kâğıt Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 15. MNDTR'nin Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	63.69	76.90	59.28	50.07	47.24
	<i>Cari Oran</i>	0.97	1.17	1.36	1.20	1.41
	<i>Likit Oran</i>	0.74	0.86	0.95	0.91	1.08
	<i>Nakit Oran (%)</i>	1.09	2.98	3.87	2.11	3.74
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	69.58	68.35	47.48	44.96	36.25
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	26.96	15.62	13.00	12.53	6.61
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	65.55	65.63	43.54	41.76	33.46
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	215.47	207.34	82.91	75.87	52.49
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	94.21	96.03	91.70	92.87	92.29
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	39.78	25.72	30.94	29.82	21.68
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	30.42	31.65	52.52	55.04	63.75
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	228.71	215.91	90.41	81.70	56.87
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	34.65	100.29	91.19	8.19	-6.98
Faaliyet Oranları	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	47.82	37.32	288.30	-7.08	0.62
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.38	2.63	2.33	1.40	1.00
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	3.20	5.14	7.37	5.35	3.41
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	113.95	71.02	49.53	68.27	107.08
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	4.41	8.42	4.93	2.60	1.68
	<i>Stok Devir Hızı</i>	7.71	11.19	12.55	12.40	8.34
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	47.33	32.61	29.09	29.44	43.75
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	3.74	5.18	6.22	4.77	3.75
	<i>Etkinlik Oranı</i>	10.92	11.92	19.92	17.74	11.75
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	5.42	14.56	6.60	-0.14	-4.11
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	7.30	33.23	8.87	-12.02	-3.83
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	8.59	16.20	8.58	3.54	0.96
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	5.29	12.63	3.81	-8.59	-3.83
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	23.31	106.33	18.78	-22.31	-6.42
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	9.69	15.05	7.20	-1.23	6.47
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	17.59	228.41	301.93	-5.99	-17.86
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	-	683.88	21.27	-	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	30.69	103.90	169.94	14.25	15.37
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	22.44	112.17	330.08	19.73	33.63

Tablo 16'da Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 16. PRZMA'nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	42.27	45.57	38.67	40.91	37.30
	<i>Cari Oran</i>	1.92	1.79	1.46	1.86	2.27
	<i>Likit Oran</i>	0.84	0.65	0.31	0.48	0.32
	<i>Nakit Oran(%)</i>	0.67	0.69	0.98	3.40	5.50
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	24.19	29.60	34.08	24.56	21.09
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	7.50	18.94	6.92	3.65	3.92
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	22.02	25.40	26.55	21.94	16.46
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	29.05	36.08	40.28	29.08	20.86
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	91.06	85.82	77.90	89.31	78.08
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	31.63	54.49	21.07	17.90	22.88
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	75.81	70.40	65.92	75.44	78.91
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	31.90	42.04	51.71	32.56	26.72
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	92.79	33.16	407.94	2.77	-2.93
Faaliyet Oranları	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	-7.97	111.22	691.54	-50.29	99.07
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	0.30	0.49	0.52	0.25	0.10
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	1.20	2.38	6.37	3.74	2.49
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	304.45	153.27	57.27	97.56	146.45
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	0.38	0.67	0.78	0.35	0.13
	<i>Stok Devir Hızı</i>	1.16	1.56	2.39	1.30	0.35
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	315.84	234.50	152.63	280.49	1034.79
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	4.86	5.18	3.71	2.33	2.63
	<i>Etkinlik Oranı</i>	2.35	3.94	8.76	5.04	2.85
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	-2.03	12.37	-5.98	-0.88	-5.31
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	14.99	0.90	12.93	16.24	-1.69
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	1.75	16.32	-1.96	5.31	5.63
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	50.18	1.84	24.81	64.56	-16.96
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	18.97	1.23	19.38	22.71	-2.19
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	61.73	12.53	41.93	62.44	30.40
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	66.94	95.15	200.66	-4.56	-50.41
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	836.19	-92.83	3948.36	148.36	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	33.08	8.80	341.11	42.60	13.07
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	21.11	1.03	313.01	63.20	18.28

Tablo 17'de Saray Matbaacılık Kâğıtçılık Kırtasiyecilik Ticaret Ve Sanayi A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 17. SAMAT'ın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	59.53	68.18	44.35	18.18	10.59
	<i>Cari Oran</i>	1.14	0.94	0.99	0.77	0.51
	<i>Likit Oran</i>	0.53	0.42	0.39	0.23	0.21
	<i>Nakit Oran(%)</i>	0.17	0.13	0.35	0.15	0.17
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	65.54	76.35	52.85	33.10	24.76
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	21.53	11.56	1.55	0.56	0.07
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	52.36	72.84	44.70	23.54	20.78
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	151.97	308.03	94.80	35.19	27.62
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	79.89	95.39	84.59	71.13	83.95
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	32.99	13.73	1.34	-	0.43
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	34.46	23.65	47.15	66.90	75.24
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	190.23	322.92	112.07	49.48	32.90
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	-17.99	54.68	143.87	-33.43	8.17
	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	-39.26	-64.55	715.26	24.73	-39.88
Faaliyet Oranları	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.12	0.64	2.42	0.64	0.31
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	4.67	2.67	13.85	10.52	5.49
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	78.22	136.93	26.35	34.71	66.46
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	4.77	2.28	5.77	1.12	0.43
	<i>Stok Devir Hızı</i>	2.64	1.55	8.22	3.81	3.69
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	138.46	234.92	44.38	95.69	99.01
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	5.98	4.24	19.91	8.50	10.89
	<i>Etkinlik Oranı</i>	7.30	4.22	22.08	14.33	9.18
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	15.48	12.16	6.84	-1.80	-4.85
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	5.45	-3.24	5.28	1.28	-5.46
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	17.46	15.95	9.45	-0.50	29.21
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	4.87	-5.02	2.18	2.00	-17.48
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	23.22	-11.44	12.58	2.24	-7.61
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	18.84	7.43	9.26	1.36	24.63
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	-12.53	-29.55	869.54	-57.39	-38.67
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	-	-	-	-60.93	-
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	11.02	32.78	252.36	6.28	44.61
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	239.43	-8.88	602.67	50.78	62.64

Tablo 18'de Europap Tezol Kâğıt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 18. TEZOL'un Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	<i>Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)</i>	67.27	77.47	55.39	47.22	46.90
	<i>Cari Oran</i>	3.53	2.90	3.14	2.68	2.95
	<i>Likit Oran</i>	2.47	2.39	2.18	1.55	2.19
	<i>Nakit Oran(%)</i>	130.04	162.95	67.11	62.02	77.33
Kaldıraç Oranları	<i>Borç Kaynak Oranı (%)</i>	33.10	44.47	26.83	24.98	22.07
	<i>Net Borç / Aktifler (%)</i>	-1.00	-9.99	3.76	0.63	-1.49
	<i>Kısa Vade Borç / Aktif (%)</i>	19.04	26.69	17.64	17.60	15.92
	<i>Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)</i>	28.47	48.07	24.11	23.46	20.43
	<i>Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)</i>	57.53	60.03	65.75	70.45	72.15
	<i>Mali Borç / Toplam Borç</i>	57.04	63.86	46.54	24.75	15.97
	<i>Özsermaye / Aktif (%)</i>	66.90	55.53	73.17	75.02	77.93
	<i>Toplam Borç / Özsermaye (%)</i>	49.48	80.07	36.67	33.30	28.32
	<i>Toplam Borç Büyüme (%)</i>	57.58	147.41	102.25	33.35	8.10
Faaliyet Oranları	<i>Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)</i>	74.16	132.86	73.34	15.03	1.89
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1.11	0.91	1.56	1.03	0.75
	<i>Alacak Devir Hızı</i>	4.68	4.50	8.17	8.50	5.34
	<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	78.06	81.15	44.70	42.95	68.39
	<i>Özsermaye Devir Hızı</i>	1.63	1.53	2.26	1.39	0.98
	<i>Stok Devir Hızı</i>	3.12	3.90	8.00	6.39	4.13
	<i>Stok Devir Süresi (Yıllık)</i>	116.96	93.55	45.63	57.12	88.43
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	11.61	8.33	14.31	8.20	7.19
	<i>Etkinlik Oranı</i>	7.80	8.40	16.17	14.89	9.46
Karlılık Oranları	<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	22.81	13.78	11.92	12.29	6.89
	<i>Aktif Karlılık (%)</i>	23.54	26.43	25.04	0.74	2.18
	<i>EAVÖK Marjı (%)</i>	24.42	15.16	13.71	14.54	10.27
	<i>Net Kar Marjı (%)</i>	21.15	29.04	16.04	0.72	2.89
	<i>Özsermaye Karlılığı (%)</i>	34.44	44.40	36.22	1.00	2.85
	<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	26.95	19.56	12.18	8.88	8.68
Büyüme Oranları	<i>Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)</i>	5.38	36.03	383.69	23.99	-4.35
	<i>Net Karındaki Büyüme Oranı (%)</i>	24.16	86.78	167.17	-94.45	284.96
	<i>Aktiflerde Büyüme Oranı (%)</i>	41.14	84.17	235.19	43.22	22.38
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)</i>	34.21	52.88	341.64	46.83	27.14

Tablo 19'da Viking Kâğıt Ve Selüloz A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 19. VKING'in Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Likidite Oranları	Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler (%)	33.13	24.71	28.95	16.72	16.34
	Cari Oran	0.38	0.31	0.41	0.23	0.20
	Likit Oran	0.26	0.19	0.28	0.14	0.14
	Nakit Oran (%)	7.22	3.94	9.92	1.67	6.11
Kaldıraç Oranları	Borç Kaynak Oranı (%)	107.57	96.06	83.30	84.58	98.57
	Net Borç / Aktifler (%)	58.57	49.81	37.87	54.91	71.94
	Kısa Vade Borç / Aktif (%)	87.41	78.89	70.88	71.51	83.66
	Kısa Vade Borç / Özsermaye (%)	-1154.07	1999.96	424.35	463.92	5833.00
	Kısa Vade Borç / Toplam Borç (%)	81.26	82.13	85.09	84.55	84.88
	Mali Borç / Toplam Borç	47.10	42.95	50.81	62.90	71.73
	Özsermaye / Aktif (%)	-7.57	3.94	16.70	15.42	1.43
	Toplam Borç / Özsermaye (%)	-1420.26	2434.99	498.72	548.72	6871.97
	Toplam Borç Büyüme (%)	21.40	63.74	186.98	24.96	59.16
	Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)	-17.62	56.09	139.53	29.50	55.70
Faaliyet Oranları	Aktif Devir Hızı	0.84	0.76	1.18	0.63	0.29
	Alacak Devir Hızı	5.27	5.26	10.49	9.32	4.56
	Alacak Tahsil Süresi	69.30	69.35	34.80	39.18	80.03
	Özsermaye Devir Hızı	0.00	0.00	8.60	3.92	3.96
	Stok Devir Hızı	5.83	6.33	12.81	11.11	5.14
	Stok Devir Süresi (Yıllık)	62.62	57.63	28.49	32.86	70.96
	Ticari Borç Devir Hızı	2.25	2.19	4.38	3.08	2.27
	Etkinlik Oranı	11.10	11.60	23.30	20.42	9.70
Karlılık Oranları	Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	6.66	-1.21	-6.62	-14.64	-19.69
	Aktif Karlılık (%)	-8.93	-26.46	2.24	-2.76	-17.42
	EAVÖK Marjı (%)	10.88	2.27	-2.99	-8.17	-9.46
	Net Kar Marjı (%)	-10.59	-34.77	1.89	-4.41	-59.94
	Özsermaye Karlılığı (%)	0.00	0.00	16.27	-17.27	-237.20
	VAFÖK Marjı (%)	6.20	-12.45	19.85	32.30	49.03
Büyüme Oranları	Net Satışlardaki Büyüme Oranı (%)	12.89	34.46	332.87	-9.16	-39.45
	Net Karındaki Büyüme Oranı (%)	-	-	-	-	-
	Aktiflerde Büyüme Oranı (%)	10.93	83.38	230.93	23.06	36.58
	Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı (%)	0.00	0.00	1301.17	13.57	-87.29

3.1. Likidite Oranları Açısından BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu tarafından BIST'te işlem gören şirketlerin sektör ortalamaları açıklanmaktadır. (MKK Veri Analiz Platformu, 2025). Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri sektöründe işlem yapan işletmelerin likidite oranları ile sektör ortalamaları karşılaştırılmıştır. Cari oran bakımından sektör ortalamaları ile şirketlerin gerçekleşen değerleri 2020-2024 arası değerlendirildiğinde BARMA ve KAPLM kodu ile işlem gören şirketlerin

değeri son yılda sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. KONKA ve GIPTA kodu ile işlem gören şirketlerin ise son yıllarda cari oranları sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Son 5 yıl için özellikle SAMAT ve VKING kodu ile işlem gören şirketlerin cari oranların sektör ortalamasının altında gerçekleştiği tespit edilmiştir. Cari oranın çok yüksek olması da çok düşük olması da istenilen bir durum değildir. Çünkü cari oran, sektör ortalamasının çok üzerinde ise o işletmenin yatırıma dönüştürmediği varlıklarının fazla olduğu sonucu çıkarılabilir. Tam tersi sektör ortalamasının çok altında gerçekleşen bir cari oran da işletmenin kısa vadeli borçlarını ödemede problem yaşayabileceği sonucunu doğurmaktadır.

Likidite oranı ve nakit oranı açısından bakıldığında da cari oranda gerçekleşen sonuçlara paralel sonuçlar elde edilmiştir. Cari oran analizinde ele alınan şirketlerde yaşanan gelişmelerin aynısı likidite ve nakit oranından da yaşanmıştır. SAMAT kodu ile işlem yapan şirketin likidite oranı ve nakit oranı sonuçları sektör ortalamalarının çok çok altında gerçekleşmiştir. Ancak incelenen finansal tablo verilerine göre bu şirketin son yıllarda dönen varlıklarının toplam varlıklar içerisindeki ağırlığı ciddi anlamda azalma trendi göstermiştir. Bu durum, dönen varlıkların kısa vadeli kaynakları karşılamada yetersiz kalmasına neden olabileceği düşünülmektedir. 2024 yılında dönen varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı yaklaşık %11 iken kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar içerisindeki payı aynı yıl yaklaşık %84 olarak gerçekleşmiştir. Ancak işletmenin bu durumu olumsuz bir durum olarak görülmesine karşın varlık yapısı içerisinde yatırımları temsil eden duran varlıkların son yıllarda ağırlığının artması işletmenin sürdürülebilir büyüme adımı atması olarak da yorumlanabilir.

Sonuç olarak, likidite oranları açısından yapılan değerlendirmede kâğıt ve kâğıt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren bazı işletmelerin gerçekleşen ortalamaları sektör ortalamalarının altında bazıları sektör ortalamalarının üstünde bazı şirketlerin ise sektör ortalamasına yakın gerçekleştiği görülmektedir. Tek başına bu oranlara bakıp da şirketler hakkında yorum yapmak yerine diğer oranlarla bu oranları karşılaştırıp bu duruma neden olan unsurları daha kapsamlı ele alarak yorum yapmak daha sağlıklı sonuçlar verecektir.

3.2. Kaldıraç Oranları Açısından BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Finansal kaldıraç oranının yüksek olması, işletmenin faiz veya anapara taksit ödemelerinde sıkıntıya düşme ihtimalini ortaya çıkarır. Kredi verenler açısından bu oranın düşük olması arzu edilmektedir. İşletme yöneticileri ise kaldıraç etkisinden yararlanarak karlılığı artırmak için bu oranın yüksek

olmasını isterler. Borçların toplam kaynaklar içerisindeki payı incelendiğinde VKING kodu ile BIST'te işlem gören şirketin bu oranının çok yüksek olduğu görülmektedir. Toplam kaynaklar içerisinde borçların payının son beş yılda yaklaşık %95 olarak gerçekleştiği bu işletmede finansman kaynağı olarak neredeyse tamamen yabancı kaynaklar kullanılmıştır. Bu durum borçlanmanın kaldırıcı etkisinden dolayı işletme için olumlu bir durum olarak görülebilir. Ancak işletmenin kısa vadeli kaynaklarının toplam aktiflere oranı da oldukça yüksek gerçekleşmiştir. Bu durumda işletme varlıkları ile kısa vadeli kaynaklarını dahi ödemede güçlük çekeceği sonucu çıkarılabilir.

KONKA, KARTN ve GIPTA kodu ile işlem gören işletmelerin ise yabancı kaynaklarının toplam kaynaklar içerisindeki payı oldukça düşük gerçekleşmiştir. Aynı zamanda kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payı da bu şirketlerde düşüktür. Bu durum, işletmelerin varlıkların finansmanında kısa vadeli yabancı kaynakları yerinde uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak kullandığını göstermektedir. İşletmelerin yabancı kaynak ile öz kaynak kullanımı dengeli bir şekilde sürdürmesi önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın %50 civarında gerçekleşmesi istenmektedir.

Finansman oranı işletmenin bağımsızlığını gösteren orandır. Bu oranın en az 1 olması istenir. Yani işletme varlıkların yarısını öz kaynaklarla yarısını da yabancı kaynaklarla finanse etmesi istenilir. Kredi verenler oranın büyük olmasını işletme sahipleri ise oranın düşük olmasını isterler. Sektör ortalamaları değerlendirildiğinde kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörü ortalamalarının 1-2 arası gerçekleştiği görülmektedir. MNDTR, BARMA ve BAKAB kodu ile işlem gören işletmelerin finansman oranları sektör ortalamaları ile paralel gerçekleşmiştir.

Borçların vade yapısı oranı işletmenin üretim sekline göre değişmektedir. Emek yoğun işletmelerde toplam borçların içerisinde kısa vadeli kaynakların oranı yüksek iken, teknoloji yoğun işletmelerde toplam borçların içerisinde uzun vadeli borçların oranı yüksektir. VKING, KARLM, SAMAT, MNDTR ve PRZMA kodu ile işlem gören işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içerisindeki payı diğer işletmelere göre yüksektir. Bu işletmelerin toplam yükümlülükler içerisinde kısa vadeli yükümlülüklerinin payı %80 civarındadır. Bu oran da bu işletmelerin emek yoğun işletme olarak faaliyetlerini sürdürdüğünü açıklamaktadır.

3.3. Faaliyet Oranları Açısından BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Alacak devir hızı, işletmenin ticari alacaklarını ne ölçüde etkin yönettiğini ortaya koymaktadır. Bu oran işletmenin ticari alacaklarını yılda kaç defa tahsil

ettiğini göstermektedir. Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin sektör ortalamaları son yıllarda 6-7 arası gerçekleşmiştir. PRZMA, KAPLM ve GIPTA kodu ile işlem gören işletmelerin alacak devir hızları sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Bu şirketlerin alacaklarını tahsil etmede diğer şirketlere göre zorlandığı sonucunu ortaya çıkarabilir. KARTN kodu ile işlem gören şirketin ise alacak devir hızı sektör ortalamasının üstünde gerçekleşmiştir. Bu şirketin ise diğer şirketlere göre alacaklarını daha etkin yönettiği yorumu yapılabilir.

Stok devir hızı, stokların ne ölçüde etkin yönetildiğinin bir göstergesi olarak işletmede stokların ne kadar hızlı satıldığının göstergesidir. Stokların yılda kaç kez devrettiğini ortaya koyan bu oran üretim işletmeleri için oldukça fazla önemlidir. Sektör ortalaması incelendiğinde bu sektördeki işletmelerin ortalama stok devir hızları son beş yılda 5-6 arasında gerçekleşmiştir. Sektördeki şirketler incelendiğinde ALKİM, BARMA ve KARLM kodu ile işlem gören şirketlerin son yıllarda stok devir hızlarında belirgin bir artışın olduğu görülmektedir. Bu şirketlerin son yıllarda stoklarını etkin yönetme konusunda başarılı bir performans sergilediği görülmektedir. MNDTR kodlu şirketin incelenen dönemler itibarıyla genel olarak stok devir hızı ortalamanın üstünde gerçekleşmiştir. SAMAT kodlu şirketin stok devir hızı sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. PRZMA kodlu şirketin ise stok devir hızı çok düşük gerçekleşmiştir. Bu şirketin stoklarını etkin yönetmede başarısız olduğu söylenebilir.

Aktif devir hızı, satış hasılatının toplam varlıklara bölünmesiyle elde edilir. Aktif devir hızı sonucunda ortaya çıkan sonucu yorumlarken sektör açısından değerlendirme yapılmalıdır. Toplam varlıkların içerisinde duran varlıkların fazla olduğu sektörlerde aktif devir hızı düşük çıkarken, duran varlıkların oranının az olduğu sektörlerde aktif devir hızı yüksek çıkmaktadır. PRZMA kodlu şirketin aktif devir hızı sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Bu şirketin toplam varlıkları içerisinde duran varlıklarının payı çok yüksektir. ALKİM kodlu şirketin ise bazı dönemlerde aktif devir hızı sektör ortalamasının çok üstünde gerçekleşmiştir.

Öz kaynakların devir hızı, işletmenin öz kaynaklarını ne derece etkin kullandığını göstermektedir. Oranın yüksek olması işletmenin öz kaynaklarını etkin kullandığının göstergesidir. Ancak oranın normalin çok üstünde olması işletmenin öz kaynaklarının yetersiz ve yabancı kaynaklardan çok fazla yararlandığının göstergesidir. Oranın düşük olması ise öz kaynakların mevcut sektöre göre fazla olduğunu ve etkin kullanılmadığını göstermektedir. KONKA ve PRZMA kodlu şirketlerin öz kaynak devir hızları çok düşük gerçekleşmiştir.

3.4. Karlılık Oranları Açısından BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Brüt kar marjı oranı, satışlar üzerinden elde edilen brüt karlılığı göstermesi açısından son derece önem arz etmektedir. Son beş yıllık sektör ortalamaları %13 ile %23 arasında gerçekleşmiştir. BAKAB, KAPLM, KARTN, MNDTR ve PRZMA kodlu şirketlerin son yıllarda brüt karlarında ciddi anlamda bir azalma olduğu görülmektedir. Hatta bu şirketlerin son iki yılda brüt karlarında eksi sonucu çıkmıştır.

Net kar marjı, satışlar üzerinden elde edilen net karlılığı göstermektedir. 2024 yılı sonu itibarıyla sektör ortalamasının net kar marjı -%9 olarak gerçekleşmiştir. KARTN kodlu şirketin diğer işletmelere göre son yıllarda net kar marjı eksi olarak daha yüksek çıkmıştır. GIPTA ve BARMA kodlu şirketlerin ise son beş yıllık net kar marjları diğer sektördeki işletmelerin aksine pozitif gerçekleşmiştir.

Aktif karlılık oranı, işletmelerin varlıklara yapmış olduğu yatırımın sonucunda elde ettiği karlılığı ve varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir. Sektörde yer alan işletmelerin 2024 yılındaki aktif karlılık oranı eksi %4 çıkmıştır. Diğer yıllarda aktif karlılık oranı pozitif çıkmıştır. VKING ve KARTN kodlu şirketlerin 2024 yılı aktif karlık oranı sektör ortalamasından daha düşük gerçekleşmiştir. BARMA, GIPTA ve TEZOL kodlu şirketlerin incelenen dönemler itibarıyla aktif karlılık oranları bütün dönemlerde pozitif gerçekleşmiştir.

İşletmelerin varlıklarının finansmanında kullandığı kaynak yapısına göre aktif karlılık oranı değişmektedir. Kaynak yapısı içerisinde yabancı kaynakların oranı yüksek olan işletmelerin aktif karlılık oranı düşük çıkarken, kaynak yapısı içerisinde öz kaynakların oranı yüksek olan işletmelerin aktif karlılık oranı yüksek çıkmaktadır.

3.5. Büyüme Oranları Açısından BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Büyüme oranları satışlardaki büyüme, net kardaki büyüme, aktiflerdeki büyüme ve Öz kaynaklardaki büyüme olmak üzere dört alt başlıkta ele alınmıştır. Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörü son beş yıllık satışlarındaki büyüme pozitif gerçekleşmiştir. VKING, SAMAT, PRZMA, MNDTR, KONKA, KAPLM ve ALKİM kodu ile BIST'te işlem gören şirketlerin son iki yıl satışlarındaki büyüme oranları eksi gerçekleşmiştir. Bu şirketlerin son iki yılda satışlarında bir azalma olduğu görülmektedir. SAMAT kodlu şirketin son beş yılda her yıl satışlarının azaldığı görülmektedir.

Aktiflerindeki büyüme oranlarına göre kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörünün ortalaması son beş yılda sürekli pozitif gerçekleşmiştir. Bu sektördeki işletmelerin son beş yıllık aktif büyüme oranlarına bakıldığında bütün şirketler her yıl aktiflerini büyütülmüştür. Özellikle 2022 yılında bu sektördeki işletmelerin aktiflerindeki büyüme oranı diğer yıllardan daha fazla olmuştur.

Öz kaynaklardaki büyüme oranlarına bakıldığında da sektör ortalamasında aktif büyüme oranına paralel bir durum ortaya çıkmış ve son beş yılda öz kaynak değişimleri pozitif gerçekleşmiştir. Şirketler ayrı ayrı değerlendirildiğinde sadece VKING kodlu şirketin son yılda öz kaynak değişim oranı eksi çıkmıştır. Bunun dışında bütün şirketlerin genel itibari ile öz kaynak değişim oranları pozitif gerçekleşmiştir.

4. Sonuç ve Öneriler

Finansal tablolar, işletmenin mevcut durumu hakkında ilgililere bilgi veren en önemli evraklardır. Yatırımcılar, kredi kuruluşları ve devlet gibi farklı ilgililer finansal tabloları incelerler. Her kesimin finansal tablolardan beklentisi farklı olabilmektedir. Devlet elde edeceği vergi vb. karşılıklar için, kredi verenler kredi ödemelerinde problem ortaya çıkmaması için yatırımcılar ise işletmenin kendilerine kar sağlayıp sağlayamayacağını görmek için finansal tablolara ilgi duyarlar.

Finansal tablolar üzerinde yer alan hesaplar ve karşılarında bulunan tutarlar tek başlarına anlam ifade etmeyebilir. Finansal tablolar içerisinde yer alan hesapların ve tutarların anlam ifade edebilmesi için bir takım finansal analiz teknikleri ile analiz edilmesi gerekmektedir.

Finansal analiz temel analiz ve teknik analiz olmak üzere iki kısımda incelenebilir. Bu çalışmada temel analiz tekniklerinden birisi olan oran analizi yardımı ile finansal analizler yapılmıştır.

Bu çalışmada BIST Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sektörü incelenmiştir. Hali hazırda toplam 14 şirket bu sektör altında BIST'te işlem görmektedir. Ancak LILAK kodlu şirketin halka arz tarihi 2024 olması sebebi ile bu şirket analizden çıkartılmış ve 13 şirket analize dâhil edilmiştir.

Oran analizi, likidite oranları, kaldıraç oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranları olmak üzere beş alt başlıkta ele alınmıştır.

Yapılan analizler sektör ortalamalarına göre değerlendirilmiş ve sonuçlar verilmiştir. Bu çalışmada yapılan değerlendirmeler tamamen akademik açıdan yapılmıştır.

Kaynakça

- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ., Akyüz, İ., & Tugay, T. (2017). Borsa İstanbul'da işlem gören kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayi işletmelerinin finansal başarısızlık düzeylerinin oran analizi ve diskriminant analizi yöntemleri kullanılarak ölçülmesi. *Düzce Üniversitesi Orman Fakültesi Ormancılık Dergisi*, 13(1), 60-74.
- Alper, A., & Biçer, E. B. (2017). Kamu Hastanelerinde Finansal Performansın Oran Analizi İle Ölçülmesi: Bir Kamu Hastanesi Örneği. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), 337-357.
- Aslan, T. (2018). Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi: Bist'de İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi (MUVU)/Journal of Accounting & Taxation Studies (JATS)*, 11(3), 349-362.
- Bülüç, F., Özkan, O., & Ağırbaş, İ. (2017). Üniversite hastanelerinin finansal performansının oran analizi yöntemiyle değerlendirilmesi. *Business & Management Studies: An International Journal*, 5(2), 268-281.
- Dalak, S., Günay, F., Beyazgül, M., & Karadeniz, E. (2018). Türkiye'de Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketlerinde Finansal Analiz Tekniklerinin Kullanımı Üzerine Bir Araştırma. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 6(2), 1-14.
- Elmas, B. (2017). *Finansal Analiz Uygulamaları, TMS/TFRS'ye Göre Anlatım ve Gerçek Tablolar Üzerinden Analizler*, İmaj Yayınevi: Ankara.
- Ergül, N., & Çevik, C. (2023). Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi. *İşletme Akademisi Dergisi*, 4(2), 174-188.
- İstanbul Sanayi Odası, (2025). Sektör Raporları. Kağıt ve Kağıt Ürünleri ve Basım Sanayi Sektör Raporu, İstanbul.
- Karakaş, Ü. Ç. (2025). Türkiye'de İmalat Sanayii Sektöründe Yoğunlaşma ve Rekabet Analizi: Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 14(3), 1853-1870.
- <https://www.mkk.com.tr/veri-hizmetleri/mkk-aylik-piyasa-bulteni> (Erişim Tarihi, 18/12/2025).
- Yenisu, E. (2019). Finansal tabloların oran analizi ile incelenmesi: Adese örneği. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ASED)*, 3(1), 19-45.

Oteller ve Lokantalar Sektörü Finansal Analizi

Ömer İskenderoğlu¹

Erdoğan Karadeniz²

Özet

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren oteller ve lokantalar sektörü işletmelerinin (AYCES, AVTUR, BYDNR, BIGCH, DOCO, ETILR, KSTUR, MAALT, MARTI, MERIT, PKENT, TABGD, TEKUT, ULAS) 2020 – 2024 dönemine ilişkin finansal performansları oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Analiz süreci, küresel pandemi dönemi etkilerini de içerecek şekilde likidite, mali yapı, faaliyet, kârlılık ve büyüme oranlarını kapsamaktadır. Veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilmiş; oteller ve lokantalar sektörünün heterojen yapısı nedeniyle oteller ve lokantalar işletmeleri ayrı olarak değerlendirilmiştir. Likidite oranları otellerde pandemi döneminde dalgalanma gösterse de genel olarak yüksek seviyelerin korunduğu, ancak bazı işletmelerde kısa vadeli yükümlülüklerin karşılanmasında dönemsel zayıflıkların ortaya çıktığı belirlenmiştir. Lokantalarda ise likidite göstergelerinin daha istikrarlı seyrettiği ve pandemi sonrası normalleşme eğiliminin güçlendiği görülmüştür. Mali yapı oranları incelendiğinde otellerde düşük borçluluk ve özkaynak ağırlıklı finansman yapısının sürdürüldüğü, pandemi sonrası dönemde daha temkinli sermaye yönetimine geçildiği tespit edilmiştir. Lokanta işletmelerinde ise başlangıçta yüksek borçluluk eğilimi hâkim iken 2023 – 2024 döneminde daha dengeli bir finansal yapıya ulaşıldığı bulgusuna ulaşılmıştır. Faaliyet oranları açısından otellerde düşük alacak ve stok düzeylerinin etkisiyle ilgili oranlar fiktif olarak yüksek değerlere ulaşmıştır. Lokantalarda ise faaliyet oranlarının nispeten istikrarlı seyrederken etkin operasyon yönetimini yansıttığı bulgusuna ulaşılmıştır. Kârlılık oranları otellerde pandemi koşullarının baskısıyla düşük veya negatif seviyelerde gerçekleşmiş olsa da 2022 sonrası toparlanma sinyalleri güçlenmiştir. Lokantalarda ise zarar dönemlerinden kademeli bir

- 1 Prof. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, oiskenderoglu@ohu.edu.tr, Orcid id: 0000-0002-3407-1259
- 2 Prof. Dr., Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, ekaradeniz@mersin.edu.tr, Orcid id: 0000-0003-2658-8490

iyileşmeye geçiş dikkat çekmektedir. Büyüme oranlarında her iki alt sektörde de pandemi sonrasında belirgin bir yükseliş göstermiştir. Genel olarak bulgular, sektörün pandemi kaynaklı şoklardan önemli ölçüde etkilendiğini, ancak 2022 sonrası dönemde özellikle likidite ve büyüme göstergelerinde pozitif bir ivme yakalandığını ortaya koymaktadır.

1. Giriş

Finansal analiz, organizasyonların ekonomik performansını ve uzun vadeli sürdürülebilirliğini değerlendirmede temel bir araç niteliği taşımaktadır. Bu kapsamda oran analizi, işletmelerin mali yapılarını anlamada nicel metriklere dayanan ve karar mekanizmalarını güçlendiren köklü bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır (Graham ve Dodd, 1934). Oranların matematiksel temelleri antik dönem yazınlarına kadar uzansa da, modern finansal oran kullanımının sistematik hale gelmesi 20. yüzyılın başlarına dayanmaktadır (Horrigan, 1968). Metodolojik olarak değerlendirildiğinde oran analizi, finansal tabloların bütüncül yorumundan ziyade, oransal ilişkilerin sunduğu analitik derinliği vurgulayarak karar alıcılar açısından daha stratejik içgörüler üretir (Penman, 2007). Oran analizinin tarihsel gelişimi, özellikle 19. yüzyıl sonlarında bankacılık sektöründe kredi değerlendirme süreçlerinin yaygınlaşmasıyla ivme kazanmıştır. Ancak finansal oranların sistematik bir analitik araç olarak önem kazanması 20. yüzyılın başlarında belirginleşmiştir (Foulke, 1937). Bu dönemde finansal tablolara bütüncül bakışın sınırlı bilgi sağlamasına karşılık, oransal metrikler işletmelerin likidite, kârlılık ve faaliyet etkinliği gibi alanlarına dair daha net çıkarımlar sunmuştur. William M. Rosendale'ın (1908) *Credit Department Methods* adlı eseri, oran analizinin kredi değerlendirmelerinde kullanılmasına öncülük etmiş; takip eden dönemde finansal ihtiyaçların çeşitlenmesi, veri işleme yetkinliklerinin artması ve finans disiplininin kurumsallaşmasıyla oran setleri modern formuna kavuşmuştur (Beaver, 1966). Oran analizinin bankacılık pratiğinde sistematik uygulanması ise 1919'da Alexander Wall'un finansal oranların kurumsal kullanıma uyarlanması önerdiği çalışmasıyla kurumsallaşmıştır. Finansal oranlar, yalnızca işletmenin güncel pozisyonunu değil, aynı zamanda ileriye dönük potansiyelini değerlendirmede de önemli bir bilgi üretim aracıdır. Konuyla ilgili olarak Modigliani ve Miller (1958) çalışmasında ifade edilen sermaye yapısı teorisi, işletme değerinin borç-özsermaye bileşimi yoluyla nasıl şekillendiğini oransal ilişkiler üzerinden ortaya koymuş ve finans literatüründe kalıcı bir paradigma değişimi yaratmıştır. Benzer şekilde Altman (1968) çalışmasında yer alan Z-Skor modeli, finansal oranları kullanarak işletmelerin iflas olasılıklarını öngören en etkili çalışmalar arasına girmiş; Fama (1970) çalışması ise etkin piyasalar hipotezi dahilinde mali bilgilerin fiyatlara yansıma sürecini analiz ederek finansal oranların bilgi etkinliği bağlamındaki rolünü güçlendirmiştir. Bir diğer önemli çalışma olan

Myers (1984) çalışması içeriğinde yatırım kararlarının mali analiz temellerine dayandığını ortaya koyarken; Damodaran (2012) ve Brigham ve Ehrhardt (2013), finansal oranların performans değerlendirmesinde ve karar destek mekanizmalarında vazgeçilmez bir araç olduğunu vurgulamıştır.

Mali analiz, sektörel düzeyde ekonomik istikrarı değerlendirmede genel olarak önemli olmakla birlikte, oteller ve lokantalar gibi hizmet sektöründe bu önem daha da belirginleşmektedir. Bu sektör, yüksek sabit maliyet yapısı, talep mevsimselliği, döviz kuru oynaklığı, yüksek rekabet seviyesi ve emek yoğun üretim süreçleri nedeniyle finansal kırılganlığa oldukça açıktır. Bu nedenle likidite oranlarının hassas biçimde izlenmesi ve borç yapısının detaylı değerlendirilmesi, sektör işletmeleri için kritik bir gereklilik hâline gelmektedir (Sinclair, 1998). Sektörün finansal özelliklerine ilişkin literatürde, özellikle otelcilik alanında yapılan ampirik çalışmalar, oran analizinin işletmelerin finansal dayanıklılığı ve rekabet avantajı açısından belirleyici olduğunu göstermektedir. Örneğin O'Neill ve Mattila (2006), otel işletmelerinde kârlılık göstergeleri, borçluluk yapısı ve gelir yönetimi metriklerinin yatırımcılar için yüksek öngörü gücüne sahip olduğunu ve finansal oranların performans açıklayıcılığını artırdığını ortaya koymaktadır. Otel ve lokanta işletmelerinde maliyet baskıları gibi unsurlar, kârlılık metriklerinin analitik olarak incelenmesini zorunlu kılmaktadır (Tosun, 2002). Özellikle COVID-19 pandemisinin yarattığı talep çöküşü sonrası dönemde, finansal oranlar sektörün toparlanma kapasitesini modellemede önemli bir araç hâline gelmiştir (UNWTO, 2020).

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren oteller ve lokantalar sektöründeki işletmelerin 2020–2024 dönemine ilişkin finansal oranlarının sistematik olarak incelenmesi ve sektörel değerlendirmesinin yapılmasıdır. Seçilen dönem, pandemi etkilerini içermesi bakımından mali performansın olağanüstü koşullar altında nasıl değiştiğini analiz etme fırsatı sunarak çalışmanın değerini artırmaktadır. Bu kapsamda çalışma dört ana bölümden oluşmaktadır. Önce konuya oran analizinin tarihsel gelişiminin açıklandığı ve çalışmanın özgünlüğünün ifade edildiği giriş kısmına yer verilmiştir. Ardından dünyada ve Türkiye'de oteller ve lokantalar Sektörü incelenmiştir. Sonrasında oteller ve lokantalar sektörü likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranları çerçevesinde analiz edilmiştir. Son bölüm ise genel bir değerlendirmeden oluşmaktadır.

2. Dünyada ve Türkiye'de Oteller ve Lokantalar Sektörü

Oteller ve lokantalar sektörü, küresel turizm endüstrisinin en temel bileşenlerinden biri olarak dünya ekonomisinde stratejik bir konuma sahiptir. Konaklama ve yiyecek-icecek faaliyetlerini içeren bu sektör, ekonomik büyümeyi

istihdam yaratma potansiyeli, döviz kazandırıcı etkisi ve yüksek çarpan katsayısı aracılığıyla güçlendirmektedir (WTTC, 2024). Güncel tahminlere göre sektörün küresel pazar büyüklüğü 2024 yılı itibarıyla 4–5 trilyon ABD doları aralığında seyretmekte; bunun yaklaşık 1,2 trilyon doları otel segmentinden, 3 trilyon dolar civarındaki kısmı ise restoran ve yiyecek hizmetlerinden elde edilmektedir (Statista, 2024). Pandemi sonrası dönemde uluslararası turizm hareketliliğinde kaydedilen hızlı toparlanma, 2023 itibarıyla küresel turizm harcamalarının COVID-19 öncesi seviyelerin yaklaşık %95'ine ulaşmasını sağlamış; sektörde doğrudan istihdam edilen kişi sayısı 330 milyonun üzerine çıkmıştır (UNWTO, 2024). Dijital rezervasyon platformlarının yaygınlaşması, müşteri tercihlerinde sürdürülebilirlik odaklı eğilimlerin güçlenmesi ve gastronomi turizminin yükselişi, sektörde yapısal dönüşüme yol açmaktadır. Bununla birlikte iklim değişikliği, enerji maliyetlerindeki oynaklık ve jeopolitik gerilimler, sektörün kırılganlığını artıran faktörler arasında yer almaktadır (OECD, 2023).

Sektörün ekonomik etkileri, bölgesel farklılıklar göstermektedir. Avrupa Birliği ülkelerinde konaklama ve yiyecek hizmetlerinin GSYİH içindeki payı yaklaşık %4 – 6 düzeyinde iken, Asya-Pasifik bölgesinde bu oran %5 – 8 aralığında seyretmektedir (WTTC, 2024). Pandemi döneminde küresel gelirlerde yaşanan %50'yi aşan daralma, sektörün şoklara duyarlılığını ortaya koymuş; buna karşılık 2023 sonrası dönemde yıllık büyüme oranlarının yeniden pozitif bir eğilime girerek yaklaşık %8 seviyesinde gerçekleşmiştir (UNWTO, 2024).

Türkiye bağlamında oteller ve lokantalar sektörü, turizm endüstrisinin makroekonomik katkıları nedeniyle ülke ekonomisinin en dinamik alanlarından biridir. Turizmin GSYİH'ye katkısı son yıllarda %5 – 7 aralığında seyretmekte olup, sektör doğrudan ve dolaylı olarak yaklaşık 2,5 milyon kişiye istihdam sağlamaktadır (TÜİK, 2024). 2023 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısının 51 milyonu aşması ve turizm gelirlerinin 54 milyar ABD dolarına yükselmesi, sektörün yüksek büyüme performansını yansıtmaktadır; bu gelirin yaklaşık %40'ı konaklama faaliyetlerinden, %25'i ise lokanta ve yiyecek hizmetlerinden elde edilmiştir (Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2024). Pandemi döneminde 2020 yılında sektörün milli gelir içindeki payının belirgin biçimde gerilemesine karşın, 2023 itibarıyla yeniden artış eğilimine girerek %8 seviyesine yaklaşması dikkat çekicidir (World Bank, 2023). İstanbul, Antalya ve İzmir gibi turistik merkezler sektöre yön veren temel destinasyonlar olup, 2023 yılında otel doluluk oranlarının %70'in üzerine çıkması ve lokanta sektöründe yıllık yaklaşık %12'lik büyüme gözlenmesi, bu bölgelerin sektördeki belirleyici rolünü pekiştirmektedir (Euromonitor International, 2023). Türkiye'de sektörün performansı, döviz kuru hareketleri, jeopolitik gelişmeler, uluslararası

talepteki değişimler ve iç turizmin yaklaşık %30'luk payı gibi makro ve mikro dinamiklerle şekillenmektedir (TÜİK, 2024).

Borsa İstanbul'da işlem gören oteller ve lokantalar sektörü işletmeleri, sektörel gelişmelerin mali piyasalara yansımaları açısından önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. 2023 yılı itibarıyla sektör endeksinde gözlenen yaklaşık %15'lik artış, hem turizm talebindeki toparlanmanın hem de sektörün yatırımcı algısındaki güçlenmenin sermaye piyasalarına yansımış olduğunu ortaya koymaktadır. Orta vadeli projeksiyonlarda sürdürülebilir turizm yatırımlarının, çevresel sertifikasyon süreçlerinin ve yenilenebilir enerji odaklı işletme modellerinin sektörel büyümeyi destekleyeceği; özellikle “yeşil otel” uygulamalarının sektör genelinde yaklaşık %10'luk ek bir büyüme potansiyeli yaratabileceği öngörülmektedir (OECD, 2023). Bu bağlamda Türkiye'de oteller ve lokantalar sektörünün hem bölgesel rekabet gücünü artırma potansiyeli hem de küresel turizm trendlerine uyum sağlama kapasitesi dikkat çekmektedir.

3. Oteller ve Lokantalar Sektörü Mali Analizi

BİST Oteller ve Lokantalar sektörü AYCES, AVTUR, BYDNR, BIGCH, DOCO, ETILR, KSTUR, MAALT, MARTI, MERIT, PKENT, TABGD, TEKTU ve ULAS kodlu işletmelerden oluşmaktadır. Ancak ilgili işletmeler aynı sektör grubu içinde yer alsalar da, faaliyet alanları bakımından birbirinden oldukça farklıdır. Bu çeşitlilik, aynı sektör başlığı altında yer alsalar bile, söz konusu işletmelerin gelir kaynaklarının, maliyet yapılarının, sermaye gereksinimlerinin ve risk profillerinin birbirinden belirgin biçimde farklı olduğu anlamına gelir. Otel işletmeleri genellikle yüksek sabit yatırımlar, mevsimsel talep dalgalanmaları ve turizm hareketliliğine bağlı gelirler ile karakterize edilir. Buna karşılık lokanta ve restoran zincirleri, daha düşük sabit yatırımlarla, daha kısa vadeli nakit döngüleri ve tüketici talebine dayalı sürekli faaliyetlerle ön plana çıkar. Bu durum, aynı sektör içinde yer alan işletmeler arasında bile iş modeli, finansal yapı ve kârlılık göstergeleri açısından büyük farklılıklar doğurur. Dolayısıyla bu işletmeler üzerinde yapılacak mali analizlerde, tek bir sektör ortalaması oluşturmak ya da genelleştirilmiş bir karşılaştırma yapmak analitik açıdan doğru sonuçlar vermeyecektir. Sektör ortalaması hesaplamaları, farklı iş modellerinin yarattığı mali farklılıkları dengeleyerek gerçek tabloyu gizleyebilir ve yanıltıcı çıkarımlara yol açabilir. Bu nedenle, oteller ve lokantalar başlığı altındaki bu heterojen yapıyı dikkate alarak, mali analizlerin değerlendirilmesi daha doğru bir yaklaşım olarak ele alınmıştır. Bu çalışma kapsamında analizlere dahil edilen BİST oteller ve Lokantalar sektörü işletmelerine ilişkin künye bilgileri tablo 1'de görülebilir.

Tablo 1. Otel ve Lokantalar Sektörü İşletmelerine İlişkin Künye Bilgileri

Kod	İsim	Sektör	Kuruluş Tarihi	Ödenmiş Sermaye	Kayıtlı Sermaye Tavanı
AYCES	Altınyunus Çeşme	Otel	01.06.1973	25.000.000 TL	5.000.000.000 TL
AVTUR	Avrasya Petrol ve Turizm	Otel	10.07.2006	45.000.000 TL	225.000.000 TL
KSTUR	Kuştur Kuşadası Turizm	Otel	03.03.1966	4.244.587 TL	
MAALT	Marmaris Altınyunus	Otel	17.02.1986	6.967.091 TL	2.000.000.000 TL
MARTI	Martı Otel	Otel	08.03.1967	600.000.000 TL	3.000.000.000 TL
MERIT	Merit Turizm	Otel	07.10.1988	336.600.000 TL	500.000.000 TL
PKENT	Petrokent Turizm	Otel	01.03.1977	24.882.200 TL	50.000.000 TL
TEKTU	Tek-Art Turizm	Otel	06.10.1987	300.000.000 TL	1.500.000.000 TL
ULAS*	Ulaşlar Turizm	Otel	07.10.1985	25.382.175 TL	150.000.000 TL
BYDNR	Baydöner Restoranları	Lokanta	06.02.2007	84.000.000 TL	112.500.000 TL
BIGCH	Büyükşefler Bigchefs	Lokanta	27.07.2009	107.000.000 TL	175.000.000 TL
DOCO	DO - CO	Lokanta	17.03.1997	10.983.458 TL	
ETILR	Etiler Gıda	Lokanta	25.05.2010	240.000.000 TL	500.000.000 TL
TABGD	TAB gıda	Lokanta	29.07.1994	261.292.000 TL	1.100.000.000 TL

* Veri eksikliği nedeniyle analizlere dahil edilmemiştir.

Tablo 1 incelendiğinde, sektörde faaliyet gösteren işletmeler arasında en eski kuruluşun 1966 yılında faaliyete başlayan Kuştur Kuşadası Turizm (KSTUR) olduğu görülmektedir. Bunu 1967 yılında kurulan Martı Otel (MARTI) ve 1973 yılında kurulan Altınyunus Çeşme (AYCES) izlemektedir. Bu üç işletme, sektörün en köklü ve uzun geçmişe sahip işletmelerdir. Öte yandan, en yeni işletme ise 25 Mayıs 2010 tarihinde kurulan Etiler Gıda (ETILR)'dir. Hemen ardından 2009 yılında kurulan Büyükşefler BigChefs (BIGCH) ve 2007 yılında kurulan Baydöner Restoranları (BYDNR), sektördeki görece genç ve dinamik işletmelerdir. Ödenmiş sermaye açısından bakıldığında en yüksek sermayeye sahip işletme Martı Otel (MARTI) olup 600.000.000 TL sermayesiyle dikkat çekmektedir. İkinci sırada ise Tek-Art Turizm (TEKTU) (300 milyon TL) ve sonrasında Etiler Gıda (ETILR) (240 milyon TL) yer almaktadır. Kayıtlı sermaye tavanı açısından ise Altınyunus Çeşme (AYCES) açık ara öndedir; 5

milyar TL'lik tavanla diğer tüm işletmeleri geride bırakmaktadır. İkinci sırada Marmaris Altinyunus (MAALT) (2 milyar TL) ve üçüncü sırada TAB Gıda (TABGD) (1,1 milyar TL) yer almaktadır.

Bu çalışmada gerçekleştirilen mali analiz kapsamında ilgili işletmelerin likidite oranlarından cari oran, asit test oranı ve nakit oran; mali yapı oranlarından kaldıraç, $\frac{Borç}{Özkaynak}$, $\frac{UzunVadeli Borç}{Toplam Borç}$, oranları; faaliyet oranlarından alacak devir hızı, stok devir hızı, ticari borç devir hızı; karlılık oranlarından aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve net kar marjı; büyüme oranlarından satışlardaki büyüme, aktiflerdeki büyüme oranı hesaplanmıştır.

Hesaplamalar için çalışma dönemi 2020 – 2024 (5 yıl) olup çalışma frekansı mali tablo analizine uyumlu ve mevsimsel etkilerin olmaması bakımından yıllık olarak belirlenmiştir. Hesaplamalarda Kamuyu Aydınlatma Platformundan (<https://www.kap.gov.tr>) sağlanan mali veriler kullanılarak hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.

Finansal analiz yöntemlerinden birisi olan oran analizi temel olarak çeşitli finansal tablo kalemlerinin birbirine bölünmesiyle elde edilen değerlerin yorumlanmasına dayanır. Bu çerçevede yorum gerçekleştirilirken işletmenin geçmişle, aynı sektördeki diğer işletmelerle, sektör ortalamalarıyla ve genel kabul görmüş standartlar ile karşılaştırmaya dayanır. Ancak bu çerçevede oranların artış ve azalışlarının matematiksel sebepleri, finansal sebepleri ve oranlar arası etkileşimlere de dikkat edilmesi gerekir. $\frac{a}{b}$ Şeklinde ifade edilen bir oranın artması için a'nın artması veya b'nin azalması veya a'nın artarken b'nin aynı anda azalması gerekir. Ayrıca bunun dışında a ve b'nin aynı anda artması ama a'nın b'den oransal olarak daha fazla artması veya a ve b'nin azalması ama b'nin a'dan oransal olarak daha fazla azalması da ilgili oranın artışına neden olabilmektedir. Bu durumda oran analizinde oranlarda artış veya azalışların matematiksel sebeplerinin oranı oluşturan kalemlere göre değerlendirilmesi de doğru olacaktır.

Bu çalışmada gerçekleştirilen analiz, mevcut finans yazınına uygun olarak likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları, ve büyüme oranları başlıkları altında ele alınmıştır.

3.1. Likidite Oranları

Çalışma kapsamında BİST oteller ve lokantalar sektörü cari oranı, asit test oranı ve nakit oranı 2020 – 2024 dönemleri arası yıllık frekansta olacak şekilde hesaplanmış ve hesaplanan oranlar tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Likidite Oranları

Sektör	Kod	Oran	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama 2020 - 2024
Otel	AYCES	Cari Oran	1,00	1,29	1,27	1,12	0,21	0,98
		Asit Test Oranı	0,88	1,21	1,20	1,07	0,20	0,91
		Nakit Oran	0,79	1,11	1,12	0,97	0,18	0,83
	AVTUR	Cari Oran	6,83	11,41	5,77	6,23	6,02	7,25
		Asit Test Oranı	6,75	11,35	5,77	6,23	6,02	7,23
		Nakit Oran	4,68	8,80	4,76	5,02	5,14	5,68
	KSTUR	Cari Oran	10,66	9,23	3,67	16,61	11,55	10,35
		Asit Test Oranı	9,74	8,62	3,49	16,04	10,54	9,69
		Nakit Oran	9,73	8,59	3,45	16,04	10,52	9,67
	MAALT	Cari Oran	5,67	13,31	1,92	10,91	16,65	9,69
		Asit Test Oranı	5,67	13,31	1,92	10,91	16,65	9,69
		Nakit Oran	5,66	13,31	1,92	10,90	16,63	9,68
	MARTI	Cari Oran	0,22	0,36	0,96	0,30	0,13	0,39
		Asit Test Oranı	0,18	0,30	0,92	0,29	0,13	0,36
		Nakit Oran	0,12	0,11	0,71	0,28	0,12	0,27
	MERIT	Cari Oran	3,05	1,67	2,88	1,65	8,89	3,63
		Asit Test Oranı	3,05	1,67	2,88	1,65	8,89	3,63
		Nakit Oran	1,11	0,23	1,05	0,11	8,32	2,16
	PKENT	Cari Oran	1,67	1,12	1,33	2,13	1,23	1,50
		Asit Test Oranı	1,55	0,98	1,26	2,07	1,16	1,40
		Nakit Oran	1,41	0,88	1,14	1,40	0,28	1,02
	TEKTU	Cari Oran	0,21	0,32	1,79	0,43	0,97	0,75
		Asit Test Oranı	0,21	0,31	1,79	0,43	0,97	0,74
		Nakit Oran	0,11	0,30	1,73	0,38	0,74	0,65

Lokanta	BYDNR	Cari Oran	1,17	1,68	0,85	0,72	0,62	1,01
		Asit Test Oranı	0,85	1,29	0,56	0,55	0,53	0,76
		Nakit Oran	0,77	1,13	0,45	0,39	0,29	0,61
	BIGCH	Cari Oran	0,82	1,26	0,85	0,63	0,44	0,80
		Asit Test Oranı	0,72	1,11	0,73	0,55	0,39	0,70
		Nakit Oran	0,26	0,73	0,42	0,42	0,19	0,40
	DOCO	Cari Oran	1,20	1,13	1,72	1,88	2,11	1,61
		Asit Test Oranı	1,10	1,04	1,57	1,76	1,98	1,49
		Nakit Oran	0,53	0,61	1,04	1,34	1,74	1,05
	ETILR	Cari Oran	1,35	1,22	1,43	5,47	13,75	4,65
		Asit Test Oranı	1,26	1,00	1,39	5,01	13,74	4,48
		Nakit Oran	0,31	0,33	0,40	2,87	13,62	3,51
	TABGD	Cari Oran	1,86	1,83	0,30	0,28	0,34	0,92
		Asit Test Oranı	1,77	1,74	0,25	0,22	0,31	0,86
		Nakit Oran	1,48	1,53	0,12	0,08	0,25	0,69

Tablo 2’de yer alan BİST oteller ve lokantalar sektörünün özellikle otel alt sektöründe yer alan işletmelerine ilişkin likidite oranları incelendiğinde, işletmeler arasında belirgin farklılıklar olduğu görülmektedir. AVTUR, KSTUR ve MAALT gibi işletmelerde hem cari oran hem de nakit oran tüm dönemler boyunca oldukça yüksek düzeylerde. Bu durum, işletmelerin kısa vadeli borçlarına karşı önemli ölçüde likit varlık bulundurduklarını, dolayısıyla finansal risklerinin görece düşük olduğunu göstermektedir. Özellikle KSTUR’un 2020 – 2024 arasında sürekli olarak çok yüksek seyreden cari oranı, yüksek likidite kapasitesine işaret etmektedir. Buna karşılık MARTI ve TEKTU gibi işletmelerin cari ve asit test oranları 1’in altında seyretmekte olup, bu işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini dönen varlıklarıyla karşılama konusunda zayıf bir yapıya sahip oldukları anlaşılmaktadır. Oteller ve lokantalar sektörünün alt sektörü olan oteller doğası gereği mevsimsellik içeren, yatırım döngüleri ve nakit akışlarının dönemsel dalgalanması yüksek olan işletmelerdir ve bu durumda likidite oranlarını yüksek derecede etkilemektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde otel grubunda, yüksek oranlara sahip işletmelerin önemli bir kısmı sermaye yapısı güçlü, varlık yoğun işletmelerdir; düşük oranlara sahip olanlar ise operasyonel nakit akışlarına daha bağımlıdır.

Lokanta sektöründe yer alan BYDNR, BIGCH, DOCO, ETILR ve TABGD'nin likidite oranları otel grubuna kıyasla daha dengeli ve düşük düzeydedir. Bu durum sektörün hızlı nakit döngüsü ve düşük stok tutma eğilimiyle açıklanabilir. DOCO'nun cari oranı genellikle 1'in biraz üzerinde seyretmekte, bu da kısa vadeli borçların karşılanabilir düzeyde olduğunu göstermektedir. ETILR'de 2020 ve 2021 yıllarında olağanüstü yüksek likidite oranları görülmekle birlikte sonraki yıllarda bu oranlar normal seviyelere dönmüştür. Bu durumun küresel pandemi etkisiyle oluştuğu düşünülmektedir. BYDNR işletmesinin cari oranının 1'in civarında olması, işletme sermayesi açısından sınırlı bir esnekliğe işaret etmektedir. Buna karşın TABGD'nin özellikle son iki yılda cari oranını 1,8 civarında koruması, zincir restoran işletmeciliğinde finansal denge sağladığını göstermektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde lokanta alt sektöründe, sektörün operasyonel döngüsünün hızlı, likidite yönetiminin ise etkin bir şekilde yürütüldüğünü düşündürmektedir.

3.2. Mali Yapı Oranları

Örnekleme yer alan BİST oteller ve lokantalar sektörü işletmelerinin kaldıraç, $\frac{\text{Borç}}{\text{Özkaynak}}$ ve $\frac{\text{UzunVadeli Borç}}{\text{Toplam Borç}}$, oranları; çalışma dönemi için hesaplanmış ve elde edilen sonuçlar tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 3. Mali Yapı Oranları

Sektör	Kod	Oran	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama 2020 - 2024
Otel	AYCES	Kaldıraç	0,21	0,18	0,14	0,17	0,22	0,18
		Borç/Özkaynak	0,26	0,22	0,17	0,20	0,28	0,23
		Uvb/Top. Borç	0,96	0,92	0,87	0,82	0,80	0,87
	AVTUR	Kaldıraç	0,15	0,14	0,10	0,10	0,11	0,12
		Borç/Özkaynak	0,18	0,17	0,11	0,11	0,12	0,14
		Uvb/Top. Borç	0,98	0,98	0,94	0,86	0,82	0,92
	KSTUR	Kaldıraç	0,04	0,04	0,20	0,05	0,05	0,08
		Borç/Özkaynak	0,04	0,04	0,25	0,05	0,05	0,09
		Uvb/Top. Borç	0,17	0,14	0,49	0,22	0,25	0,25
	MAALT	Kaldıraç	0,15	0,16	0,52	0,33	0,40	0,31
		Borç/Özkaynak	0,17	0,20	1,10	0,50	0,68	0,53
		Uvb/Top. Borç	0,80	0,75	0,77	0,81	0,90	0,81
	MARTI	Kaldıraç	0,41	0,32	0,39	0,66	0,90	0,54
		Borç/Özkaynak	0,69	0,48	0,63	1,93	9,36	2,62
		Uvb/Top. Borç	0,85	0,86	0,84	0,80	0,07	0,68
	MERIT	Kaldıraç	0,00	0,05	0,06	0,04	0,07	0,04
		Borç/Özkaynak	0,00	0,06	0,06	0,04	0,07	0,05
		Uvb/Top. Borç	0,19	0,85	0,91	0,88	0,52	0,67
	PKENT	Kaldıraç	0,18	0,18	0,22	0,25	0,39	0,24
		Borç/Özkaynak	0,21	0,22	0,28	0,32	0,64	0,34
		Uvb/Top. Borç	0,15	0,14	0,13	0,25	0,22	0,18
	TEKTU	Kaldıraç	0,25	0,25	0,31	0,40	0,36	0,31
		Borç/Özkaynak	0,33	0,33	0,44	0,68	0,55	0,47
		Uvb/Top. Borç	0,69	0,70	0,77	0,72	0,74	0,72
Lokanta	BYDNR	Kaldıraç	0,52	0,44	0,61	0,62	0,87	0,61
		Borç/Özkaynak	1,09	0,79	1,55	1,64	6,94	2,40
		Uvb/Top. Borç	0,45	0,44	0,43	0,40	0,42	0,43
	BIGCH	Kaldıraç	0,50	0,48	0,66	0,96	1,07	0,73
		Borç/Özkaynak	1,01	0,91	1,92	27,17	*	7,75
		Uvb/Top. Borç	0,38	0,41	0,45	0,34	0,51	0,42
	DOCO	Kaldıraç	0,59	0,70	0,77	0,81	0,81	0,73
		Borç/Özkaynak	1,66	2,65	4,05	5,39	4,89	3,73
		Uvb/Top. Borç	0,37	0,38	0,63	0,70	0,75	0,57
	ETILR	Kaldıraç	0,56	0,60	0,55	0,17	0,09	0,39
		Borç/Özkaynak	1,29	1,51	1,20	0,20	0,10	0,86
		Uvb/Top. Borç	0,15	0,15	0,24	0,05	0,26	0,17
	TABGD	Kaldıraç	0,35	0,36	0,71	1,05	1,18	0,73
		Borç/Özkaynak	0,54	0,56	2,48	*	*	1,19
		Uvb/Top. Borç	0,44	0,43	0,43	0,47	0,37	0,43

* Negatif özkaynak sebebiyle hesaplanamamıştır.

Tablo 3’de yer alan otel alt sektöründeki işletmelerin mali yapı oranları genel olarak düşük borçluluk ve yüksek özkaynak ağırlıklı finansman yapısına işaret etmektedir. 2020 yılındaki küresel pandemi koşullarında artan borçlanma eğilimi, 2022 sonrasında yerini temkinli bir sermaye yönetimine bırakmıştır. AYCES, AVTUR, KSTUR ve MERIT işletmelerinde ortalama kaldıraç oranları 0,20’nin altında seyrederek, sektörün uzun vadeli özkaynak istikrarını koruduğunu göstermektedir. Buna karşın MARTI ve MAALT işletmeleri ise daha güçlü bir özkaynak yapısına sahip olmakla birlikte dönemsel dalgalanmalar yaşamış, özellikle 2020 – 2022 arası artan borç oranlarını sonraki yıllarda düşürerek mali dengeye dönmüşlerdir. Uzun vadeli borçların toplam borç içindeki payının yüksekliği özellikle AYCES, AVTUR ve MAALT’ta otel işletmelerinin finansal olarak uygun kabul edilecek şekilde sabit varlık yatırımlarını uzun vadeli fonlarla finanse ettiğini göstermektedir.

Tablo 3’de lokanta sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde borçlanma düzeyinin görece yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum, sektörün kısa döngülü nakit yapısı ve yoğun işletme sermayesi ihtiyacıyla uyumludur. BYDNR ve BIGCH işletmeleri 2020 – 2022 döneminde yüksek borç/özkaynak oranlarına sahipken, 2023 – 2024 yıllarında bu oranları kademeli biçimde düşürerek daha dengeli bir finansal yapıya ulaşmıştır. DOCO ve TABGD orta düzeyde kaldıraç kullanarak istikrarlı bir borç yönetimi sürdürmektedir. Genel olarak bu sektörde işletmeler, borcu etkin bir finansman aracı olarak kullanırken, 2022 sonrası dönemde borç/özkaynak dengesini optimize etmeye yönelmişlerdir.

3.3. Faaliyet Oranları

BİST oteller ve lokantalar sektörü işletmelerine ait alacak devir hızı, stok devir hızı ve ticari borç devir hızı oranları tablo 4’de görülebilir.

Tablo 4. Faaliyet Oranları

Sektör	Kod	Oran	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama 2020 - 2024
Otel	AYCES	Alacak D. H.	89,71	50,44	43,43	29,71	100,22	62,70
		Stok D. H.	56,08	52,70	38,28	38,00	101,51	57,31
		Ticari Borç D. H.	12,51	13,53	10,95	8,97	5,78	10,35
	AVTUR	Alacak D. H.	2,16	2,69	3,26	1,45	1,75	2,26
		Stok D. H.	68,92	149,63	*	*	*	109,28
		Ticari Borç D. H.	28,31	44,31	20,10	36,33	7,51	27,31
	KSTUR	Alacak D. H.	821,53	582,39	119,80	2.525,60	106,64	831,19
		Stok D. H.	10,33	13,10	12,71	10,19	4,66	10,20
		Ticari Borç D. H.	36,76	40,85	17,96	124,86	12,25	46,54
	MAALT	Alacak D. H.	51,10	2.266,59	37,87	32,72	49,14	487,49
		Stok D. H.	6.778,36	5.051,44	665,94	571,46	537,05	2.720,85
		Ticari Borç D. H.	0,92	0,56	0,13	0,69	9,21	2,30
	MARTI	Alacak D. H.	15,67	5,44	4,12	90,52	7,82	24,71
		Stok D. H.	19,48	15,33	15,13	15,29	20,89	17,22
		Ticari Borç D. H.	10,65	9,60	12,74	5,84	3,25	8,42
	MERIT	Alacak D. H.	4,23	2,12	4,33	1,52	5,31	3,50
		Stok D. H.	*	*	*	*	*	*
		Ticari Borç D. H.	627,91	270,14	43,58	121,80	230,54	258,79
	PKENT	Alacak D. H.	29,25	39,96	22,04	5,47	2,08	19,76
		Stok D. H.	27,71	19,12	24,92	40,01	25,90	27,53
		Ticari Borç D. H.	42,27	13,74	20,29	9,29	13,86	19,89
	TEKTU	Alacak D. H.	1,92	44,19	4,22	1,77	0,76	10,57
		Stok D. H.	21,96	22,70	56,19	37,94	78,23	43,40
		Ticari Borç D. H.	56,52	18,42	15,52	2,37	3,06	19,18
Lokanta	BYDNR	Alacak D. H.	53,44	29,68	32,16	12,65	7,02	26,99
		Stok D. H.	11,15	9,47	8,54	9,70	17,54	11,28
		Ticari Borç D. H.	10,25	13,42	10,71	5,47	4,76	8,92
	BIGCH	Alacak D. H.	9,83	13,31	12,04	10,31	6,64	10,43
		Stok D. H.	32,45	23,68	23,52	12,33	18,11	22,01
		Ticari Borç D. H.	10,50	13,25	7,99	4,01	5,91	8,33
	DOCO	Alacak D. H.	7,61	6,63	8,04	5,72	5,03	6,61
		Stok D. H.	42,10	31,80	27,92	19,93	9,96	26,34
		Ticari Borç D. H.	9,82	7,96	9,57	5,21	4,50	7,41
	ETILR	Alacak D. H.	3,70	2,18	1,66	1,39	7,12	3,21
		Stok D. H.	31,45	5,84	30,82	4,28	45,29	23,54
		Ticari Borç D. H.	18,81	5,12	3,51	4,77	9,79	8,40
	TABGD	Alacak D. H.	23,12	30,76	29,52	18,00	22,59	24,79
		Stok D. H.	67,30	58,83	61,73	39,35	52,73	55,99
		Ticari Borç D. H.	16,31	13,35	10,14	6,02	3,46	9,85

* Stok yokluğu sebebiyle hesaplanamamıştır.

Tablo 4’de yer alan otel işletmelerinin faaliyet oranları, sektörün yapısal özellikleri nedeniyle dikkatle yorumlanmalıdır. Bu işletmelerde ticari alacak ve stok kalemlerinin görece düşük olması, payda etkisiyle oranların yapay biçimde yüksek görünmesine yol açmaktadır. Örneğin KSTUR ve MAALT’ta görülen binli seviyedeki alacak veya stok devir hızları ve MERIT’de görülen yüzü ticari borç devir hızları gerçek anlamda yüksek alacak tahsilat, stok ve ticari borç yönetim performansını değil, sınırlı alacak, stok ve ticari borç bakiyesini yansıtmaktadır. Bu noktada düşük alacak yok derecesinde stok ve düşük ticari borçla çalışan otel işletmelerinin yüksek faaliyet oranları yönetsel başarı gibi yorumlanamaz. Aynı konu lokanta sektöründe incelendiğinde otel grubuna kıyasla daha istikrarlı ve operasyonel olarak anlamlı bir görünüm söz konusudur. İncelendiğinde, ortalamada en yüksek alacak devir hızını TABGD işletmesi sergilerken en düşük alacak devir hızını ETILR sergilemiştir. Diğer yandan örneklemdaki tüm lokanta işletmeler ticari borç yönetimi konusundan birbirleriyle benzer performanslar sergilemektedir.

3.4. Karlılık Oranları

Çalışma kapsamında BİST oteller ve lokantalar sektörü işletmelerinin hesaplanan aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve net kar marjı oranları tablo 5’de incelenebilir.

Tablo 5. Karlılık Oranları

Sektör	Kod	Oran	2024	2023	2022	2021	2020	Ortalama 2020 - 2024
Otel	AYCES	Aktif Karlılığı	-0,03	-0,01	0,01	0,02	-0,04	-0,01
		Özkaynak Karlılığı	-0,04	-0,01	0,01	0,03	-0,05	-0,01
		Net Kar Marjı	-0,45	-0,13	0,09	0,26	-0,47	-0,14
	AVTUR	Aktif Karlılığı	0,01	0,12	0,08	0,23	0,02	0,09
		Özkaynak Karlılığı	0,01	0,14	0,09	0,25	0,03	0,10
		Net Kar Marjı	0,40	7,29	4,23	9,14	0,81	4,37
	KSTUR	Aktif Karlılığı	0,11	0,36	0,14	0,25	0,03	0,18
		Özkaynak Karlılığı	0,11	0,37	0,17	0,26	0,03	0,19
		Net Kar Marjı	0,19	0,62	0,31	0,83	0,35	0,46
	MAALT	Aktif Karlılığı	-0,04	-0,02	-0,14	0,20	0,10	0,02
		Özkaynak Karlılığı	-0,05	-0,02	-0,29	0,30	0,16	0,02
		Net Kar Marjı	-3,01	-1,40	-10,58	9,03	3,40	-0,51
	MARTI	Aktif Karlılığı	0,04	-0,03	0,02	0,00	0,06	0,02
		Özkaynak Karlılığı	0,06	-0,05	0,03	0,01	0,61	0,13
		Net Kar Marjı	0,58	-0,69	0,30	0,10	1,40	0,34
	MERIT	Aktif Karlılığı	0,04	0,02	0,01	0,00	0,05	0,02
		Özkaynak Karlılığı	0,04	0,02	0,01	0,00	0,05	0,02
		Net Kar Marjı	2,38	0,81	0,14	0,34	0,51	0,84
	PKENT	Aktif Karlılığı	0,11	0,31	0,44	0,27	-0,02	0,22
		Özkaynak Karlılığı	0,13	0,38	0,57	0,36	-0,03	0,28
		Net Kar Marjı	0,17	0,49	0,86	0,40	-0,03	0,38
	TEKTU	Aktif Karlılığı	-0,06	0,01	0,04	-0,05	-0,04	-0,02
		Özkaynak Karlılığı	-0,08	0,01	0,05	-0,08	-0,07	-0,03
		Net Kar Marjı	-4,25	0,37	2,17	-4,22	-2,69	-1,72
Lokanta	BYDNR	Aktif Karlılığı	-0,05	0,08	0,10	0,09	0,01	0,05
		Özkaynak Karlılığı	-0,09	0,15	0,25	0,24	0,11	0,13
		Net Kar Marjı	-0,04	0,07	0,08	0,12	0,02	0,05
	BIGCH	Aktif Karlılığı	0,06	0,11	0,20	0,06	-0,13	0,06
		Özkaynak Karlılığı	0,13	0,21	0,60	1,64	*	0,64
		Net Kar Marjı	0,05	0,08	0,15	0,07	-0,18	0,03
	DOCO	Aktif Karlılığı	0,09	0,05	0,03	0,01	-0,04	0,03
		Özkaynak Karlılığı	0,23	0,19	0,16	0,08	-0,22	0,09
		Net Kar Marjı	0,05	0,04	0,03	0,02	-0,15	0,00
	ETILR	Aktif Karlılığı	0,05	-0,03	0,09	0,23	0,21	0,11
		Özkaynak Karlılığı	0,12	-0,08	0,21	0,28	0,23	0,15
		Net Kar Marjı	0,03	-0,04	0,14	0,50	3,62	0,85
	TABGD	Aktif Karlılığı	0,08	0,16	0,16	-0,05	-0,15	0,04
		Özkaynak Karlılığı	0,12	0,25	0,57	*	*	0,32
		Net Kar Marjı	0,06	0,12	0,11	-0,03	-0,14	0,02

* Negatif özkaynak sebebiyle hesaplanamamıştır.

Tablo 5’de yer alan otel alt sektöründeki işletmelerinin genelinde, 2020 - 2024 dönemi karlılık oranları, sektörün yapısal zorluklarını ve dönemsel iyileşme eğilimlerini yansıtmaktadır. Ayrıca yine otel alt sektöründe aktif karlılık oranı ortalamaları incelendiğinde, genel seviye -0,02 ile 0,18 aralığında seyretmekte olup, bu durum varlık verimliliğindeki tutarsızlığı vurgulamaktadır. Ayrıca özkaynak karlılığı benzer şekilde düşük veya dengesiz bir profil sergileyerek, sermaye kullanımındaki zayıflıkları ortaya koymakta ve net kar marjı oranlarının geniş varyasyonu, operasyonel karlılıkta belirgin farklılıklar olduğunu göstermektedir. Bu genel tablo, otel alt sektörünün pandemi etkilerinden önemli ölçüde etkilendiğini ve toparlanmanın sınırlı kaldığını ifade ederken, belirli işletmelerde dikkat çekici durumlar mevcuttur. Örneğin, AVTUR’un net kar marjı ortalaması 4,37 ile sektördeki en yüksek değeri yakalayarak olumlu bir istisna oluşturmakta, bu da gelir yönetimi başarısını öne çıkarmaktadır. Benzer biçimde, PKENT’in aktif karlılık ortalaması 0,22 ile görece bir üstünlük gösterirken, AYCES ve TEKTU’nun negatif ortalamaları bu işletmelerin finansal sürdürülebilirlik sorunlarını belirginleştirmektedir.

Tablo 5’de yer alan lokanta işletmelerinde ise aktif karlılık ortalamaları 0,03 - 0,11 arasında istikrarlı bir eğilim izlemekte olup, bu durum sektörün operasyonel esnekliğini yansıtmaktadır. Özkaynak karlılığı değerleri ise 0,02 - 0,64 aralığında dalgalanırken, net kar marjı ETILR hariç genel olarak düşük seyretmektedir. Bu genel yapı, lokanta sektörünün maliyet yönetiminde kısmi başarılar elde ettiğini ancak karlılık baskılarını sürdürmekte olduğunu göstermektedir; vurgulanması gereken noktalardan biri, ETILR’in net kar marjı ortalaması 0,85 ile olumlu bir performans sergilemesidir. Ancak bu durumun özellikle pandemi dönemindeki yüksek net kar marjının etkisi sebebiyle oluştuğu da görülmektedir. Buna karşın DOCO’nun pandemi döneminde zararı sebebiyle -0,15 negatif kar marjıyla çalıştığını ancak günümüze doğru gelindiğinde net kar marjını sistematik olarak 0,05’e kadar arttırdığı da tablodan görülebilecek bir diğer özgün gelişmedir.

3.5. Büyüme Oranları

Örneklemede yer alan BİST oteller ve lokantalar sektörü işletmelerinin satışlardaki büyüme, aktiflerdeki büyüme ve özkaynaktaki büyüme oranlarına ilişkin sonuçlar tablo 6’da görülebilir. Hesaplamalar çalışma dönemine uygun olarak gerçekleştirildiği için 2020 dönemine ait büyüme rakamları hesaplamalara dâhil edilmemiştir.

Tablo 6. Büyüme Oranları

Sektör	Kod	Oran	2024	2023	2022	2021	Ortalama 2021 - 2024
Otel	AYCES	Satış Büyümesi	0,21	0,65	2,10	1,87	1,21
		Aktif Büyümesi	0,39	0,44	3,49	1,40	1,43
		Özkaynak Büyümesi	0,35	0,37	3,61	1,55	1,47
	AVTUR	Satış Büyümesi	-0,03	0,52	2,13	0,12	0,69
		Aktif Büyümesi	0,19	0,77	2,98	0,33	1,07
		Özkaynak Büyümesi	0,17	0,68	2,99	0,34	1,05
	KSTUR	Satış Büyümesi	0,15	0,97	8,55	3,79	3,36
		Aktif Büyümesi	0,21	0,56	5,21	0,35	1,58
		Özkaynak Büyümesi	0,21	0,87	4,21	0,35	1,41
	MAALT	Satış Büyümesi	0,24	3,00	0,92	-0,01	1,04
		Aktif Büyümesi	0,09	3,39	2,20	0,27	1,49
		Özkaynak Büyümesi	0,11	6,70	1,29	0,42	2,13
	MARTI	Satış Büyümesi	0,94	0,73	1,72	1,02	1,10
		Aktif Büyümesi	0,53	0,97	1,08	1,05	0,91
		Özkaynak Büyümesi	0,33	1,17	2,73	6,26	2,62
	MERIT	Satış Büyümesi	0,18	0,33	8,91	1,36	2,69
		Aktif Büyümesi	0,81	1,37	1,79	18,04	5,50
		Özkaynak Büyümesi	0,91	1,38	1,74	18,53	5,64
	PKENT	Satış Büyümesi	0,72	1,13	1,84	2,08	1,44
		Aktif Büyümesi	0,75	0,71	2,77	1,53	1,44
		Özkaynak Büyümesi	0,76	0,79	2,90	2,14	1,65
	TEKTU	Satış Büyümesi	-0,14	0,43	2,86	0,08	0,81
		Aktif Büyümesi	0,06	0,33	1,60	0,50	0,62
		Özkaynak Büyümesi	0,06	0,45	2,02	0,39	0,73
Lokanta	BYDNR	Satış Büyümesi	0,31	0,81	4,56	0,78	1,61
		Aktif Büyümesi	0,26	0,76	2,72	1,02	1,19
		Özkaynak Büyümesi	0,08	1,51	2,85	5,06	2,38
	BIGCH	Satış Büyümesi	0,29	0,85	5,11	0,76	1,75
		Aktif Büyümesi	0,27	0,76	2,86	0,51	1,10
		Özkaynak Büyümesi	0,21	1,70	36,31	-1,81	9,10
	DOCO	Satış Büyümesi	0,59	1,01	2,06	2,96	1,65
		Aktif Büyümesi	0,19	0,99	0,47	0,64	0,57
		Özkaynak Büyümesi	0,64	1,75	0,87	0,51	0,94
	ETILR	Satış Büyümesi	1,70	0,70	8,62	11,21	5,56
		Aktif Büyümesi	0,20	0,54	5,66	0,51	1,73
		Özkaynak Büyümesi	0,32	0,35	2,63	0,39	0,92
	TABGD	Satış Büyümesi	0,29	0,74	3,33	0,77	1,28
		Aktif Büyümesi	0,30	0,94	3,11	0,33	1,17
		Özkaynak Büyümesi	0,32	3,32	-26,35	-0,66	-5,84

Tablo 6 incelendiğinde otel işletmelerinde satış büyümesi ortalamaları genel olarak 0,69 ile 3,36 arasında seyretmekle birlikte, bu değerlerin pandemi sonrası yıllarda yüksek seviyelere ulaşması, talep tabanlı bir toparlanmayı yansıtmaktadır. Örneğin, KSTUR'un satış büyümesi ortalaması 3,36 ile belirgin bir üstünlük göstererek sektördeki hızlı büyüme potansiyelini vurgulamaktadır. Diğer yandan aktif büyümesi ortalamaları 0,62 ile 5,50 arasında dalgalanırken, MERIT'in 5,50 gibi yüksek bir değer elde etmesi, varlık genişlemesindeki etkinliği öne çıkarmaktadır. Bu oldukça agresif gelişmelerin sebebinin pandemi sonrası toparlanma olduğu ifade edilebilir. Diğer yandan otel işletmelerindeki genel profil, sektörünün büyüme oranlarındaki heterojen yapıyı ortaya koymakta ve belirli işletmelerin pandemi sonrası genişleme avantajlarını pekiştirmektedir.

Lokanta işletmelerinde benzer şekilde, satış büyümesi ortalamaları 1,28 ile 5,56 arasında yüksek bir çeşitlilik göstermektedir, bu durum sektörün operasyonel dinamizmini yansıtmakta olup, ETILR'nin 5,56 gibi çarpıcı bir ortalama elde etmesi, satış hacmindeki hızlı artışı vurgulamaktadır. Aktif büyümesi ortalamaları ise işletmeler arasında benzer bir istikrarın olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer yandan özkaynak büyümesi açısından TABGD'nin -5,84 gibi negatif ortalama, sermaye erozyonunu belirginleştirerek sektördeki riskleri öne çıkarmaktadır. Bu veriler, lokanta sektöründe büyüme oranlarının olumlu yönde olsa da, bireysel farklılıkların genel performansı etkilediğini ve dönemsel dalgalanmaların sürekliliğini teyit etmektedir. Toplamda, tabloda gözlemlenen eğilimler her iki sektörde pandemi sonrası büyüme potansiyelini doğrulamakla birlikte, negatif değerlerin kırılganlıkları pekiştirdiğini ortaya koymaktadır.

4. Sonuç ve Öneriler

Otel ve lokantalar sektörü, küresel ve ulusal ekonomilerin can damarı olan turizm endüstrisinin temel bileşenlerinden birini oluşturmakta olup, istihdam yaratma potansiyeli, döviz getirisi ve ekonomik çarpan etkisiyle stratejik bir öneme sahiptir. Özellikle küresel pandemi sonrası dönemde hızla toparlanan bu sektör, Türkiye gibi turizm odaklı ülkelerde GSYİH'ye %5 - 7 oranında katkı sağlayarak, bölgesel kalkınmayı destekleyen kritik bir rol üstlenmektedir. Bu sektördeki işletmelere yönelik bir finansal analiz, sektörle ilgili bilgiler sunması açısından oldukça faydalı olabilir. Bu noktadan hareketle bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören oteller ve lokantalar sektörü işletmelerinin 2020 - 2024 dönemine ait finansal oranlarını sistematik bir şekilde analiz ederek, sektörel mali performansı değerlendirmektir. Çalışma kapsamında analizler, 2020 - 2024 yılları arasında yıllık frekansta gerçekleştirilmiş olup, likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranları

başlıkları altında sistematize edilmiştir. Likidite oranlarından cari oran, asit test oranı ve nakit oran, mali yapı oranlarından kaldıraç oranı, borç özkaynak oranı, uzun vadeli borç toplam borç oranı, faaliyet oranlarından alacak devir hızı, stok devir hızı ve ticari borç devir hızı, karlılık oranlarından aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve net kar marjı, büyüme oranlarından ise satışlardaki büyüme, aktiflerdeki büyüme ve özkaynaklardaki büyüme hesaplanarak analizler kapsamında değerlendirilmiştir. Hesaplamalarda Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) kapsamında temin edilen finansal verileri kullanılmış ve sektörün heterojen yapısı göz önünde bulundurularak oteller ile lokantalar alt sektörleri ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Çalışmadan elde edilen bulgular oteller alt sektöründe likidite oranlarının genel olarak yüksek seyrettiğini ancak bazı işletmelerde kısa vadeli yükümlülükleri karşılamada zayıflıklar sergilediğini ortaya koymaktadır. Mali yapı oranları ise düşük borçluluk ve özkaynak ağırlıklı bir finansmanı yansıtırken, faaliyet oranları sınırlı alacak ve stok bakiyeleri nedeniyle yapay yükseklik göstermiştir. Karlılık oranları özellikle pandemi etkileriyle düşük veya negatif kalmış ancak toparlanma işaretleri vermiştir. Büyüme oranları ise pandemi sonrası agresif bir yükseliş eğilimi sergilemiştir. Lokantalar alt sektöründe ise likidite oranları daha dengeli ve düşük düzeyde kalmış, mali yapı oranları görece yüksek borçlanmayı işaret etmiş, faaliyet oranları operasyonel istikrarı yansıtmış, karlılık oranları kısmi başarılar gösterse de baskı altında kalmış ve büyüme oranları yüksek çeşitlilikle pandemi sonrası toparlanmayı doğrulamıştır. Genel olarak sektör, pandemi şoklarından etkilenmiş ancak 2022 sonrası dönemde likidite ve büyüme metriklerinde pozitif bir ivme yakalamıştır.

Değerlendirilecek olursa, pandemi sonrası toparlanma süreçleri otellerde mevsimsel talep dalgalanmalarını, lokantalarda ise hızlı nakit döngülerini öne çıkararak finansal esnekliğin önemini ortaya koymaktadır. Bu bulgular ışığında oteller ve lokantalar sektörü işletmelerinin, likidite yönetimini optimize etmek için mevsimsel nakit akış tahminlerine odaklanması gerektiğini göstermektedir. Analizlerde elde edilen sonuçlar kendi içerisinde bir dizi karşılaştırmayı içerse de işletmeye özgü gelişmelerin değerlendirilmesi konuyla ilgili daha derinlemesine bilgi sağlayabilir. Zira oteller ve lokantalar sektörü işletmeleri oldukça heterojen yapıda işletmelerdir. Kendi içerisinde bu işletmeler oldukça farklı başka sektörlerde de faaliyette bulunmaktadır. Bu durumda işletmenin faaliyet gösterdiği mevcut sektördeki pozisyonu, faaliyet gösterdiği diğer sektördeki rekabet yapısı, işletmenin bir grup işletmesi olup olmadığı gibi faktörler elde edilecek bulguları çeşitli yönlerde etkileyebilir. Bu tip faktörler dikkate alınarak yapılacak analizler ise yeni çalışmaların konusunu oluşturabilir.

Kaynaklar

- ALTMAN, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- BEAVER, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71–111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- BRİGHAM, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial management: Theory & practice* (14th ed.). Cengage Learning.
- DAMODARAN, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- EUROMONİTOR INTERNATIONAL. (2023). *Lodging in Turkey*. Euromonitor International.
- FAMA, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- FOULKE, R. A. (1937). *Practical financial statement analysis*. McGraw-Hill.
- GRAHAM, B., & DODD, D. L. (1934). *Security analysis*. Whittlesey House.
- HORRİGAN, J. O. (1968). A short history of financial ratio analysis. *The Accounting Review*, 43(2), 284–294.
- KÜLTÜR VE TURİZM BAKANLIĞI. (2024). *Turizm sektörü raporu 2024*. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı.
- MODİGLİANI, F., & MİLLER, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- MYERS, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- OECD. (2023). *Tourism trends and policies 2023*. Organisation for Economic Co-operation and Development. <https://doi.org/10.1787/tourism2023-en>
- O'NEİLL, J. W., & MATTİLA, A. S. (2006). The debate regarding revenue management versus customer relationship management in hotels: Deconstructing the myth. *Journal of Revenue and Pricing Management*, 4(4), 380–385. <https://doi.org/10.1057/palgrave.rpm.5160160>
- PENMAN, S. H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation* (3rd ed.). McGraw-Hill.
- ROSENDALE, W. M. (1908). *Credit department methods*. Credit Department Methods Publishing.
- SİNCLAİR, M. T. (1998). Tourism and economic development: A survey. *Journal of Development Studies*, 34(5), 1–51. <https://doi.org/10.1080/00220389808422535>

- STATİSTA. (2024). Hospitality industry worldwide statistics. Statista Research Department.
- TOSUN, C. (2002). Host perceptions of impacts: A comparative tourism study. *Annals of Tourism Research*, 29(1), 78–98. [https://doi.org/10.1016/S0160-7383\(01\)00039-1](https://doi.org/10.1016/S0160-7383(01)00039-1)
- TÜİK. (2024). Turizm istatistikleri 2024. Türkiye İstatistik Kurumu.
- UNWTO. (2020). Tourism news: Impact of COVID-19 on global tourism. United Nations World Tourism Organization.
- UNWTO. (2024). World tourism barometer. United Nations World Tourism Organization. <https://www.unwto.org/world-tourism-barometer>
- WORLD BANK. (2023). Turkey economic monitor. World Bank Group.
- WTTC. (2024). Economic impact 2024. World Travel & Tourism Council. <https://wtcc.org/research/economic-impact>

Savunma Sanayii Sektörü Finansal Analizi 8

Kemal Faruk Yazgan¹

Şakir Sakarya²

Özet

Türkiye'nin savunma sanayii sektörü, günümüzde geçmişten aktarılan bilgi ve tecrübenin birleştirilmesiyle atılan kararlı adımlar neticesinde önemli bir düzeye ulaşmış bulunmaktadır. Ülkemizin içinde bulunduğu coğrafya ve küresel alanda güç olmasında, öncelikli olarak Türk Silahlı Kuvvetleri olmak üzere, dost ülkelerde savunma sanayii sektöründe üretilen harp ve gereçlerimizin aktif olarak kullanılması önemli rol oynamaktadır. Bu çalışma ile Türkiye'deki savunma sanayii şirketlerinin finansal analizi yapılarak sektöre yönelik finansal stratejiler geliştirilmesine yardım etmeyi amaçlamaktadır. Savunma sanayii sektöründe yer alan işletmelerin sağlıklı bir biçimde varlıklarını devam ettirebilmelerinin tespiti açısından finansal analiz oldukça önemlidir. Savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal performanslarının belirlenmesinde en sık kullanılan finansal analiz yöntemlerinden birisi oran analizidir. Bu kapsamda çalışmada Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören ve savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2020-2024 yılları arasındaki yıllık verileri incelenerek finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Analiz dönemleri itibarıyla verilere kesintisiz ve tam olarak ulaşılabilen işletmeler analiz kapsamına dahil edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen sonuçlar sektörel açıdan değerlendirilerek önerilerde bulunulmuştur.

- 1 Dr., Vergi Başmüfettişi, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Vergi Denetim Kurulu Başkanlığı, İstanbul, kemal.faruk.yazgan@vdk.gov.tr, ORCID ID: 0000-0003-4084-2969
- 2 Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Balıkesir, sakarya@balikesir.edu.tr, ORCID ID: 0000-0003-2510-73843.

1.Giriş

Savunma sanayii sektörü, ülkelerin bağımsızlık düzeylerine doğrudan etki eden ve ulusal güvenliğin temin edilmesinde stratejik bir rol oynamaktadır. Ülkeler caydırıcılık gücünü artırmak, savunma kapasitelerini geliştirmek ve savunma alanında dışa bağımlılığı en aza indirmek amacıyla savunma sanayii alanına büyük yatırımlar yapmaktadırlar. Dünya tarihine bakıldığında, ülkeler tarihin her döneminde savunma sanayiine yatırımlar yapmıştır. Bu durum ikinci dünya savaşı sonrasında savaşın yıkıcı etkisinin çok büyük olması nedeniyle savunma sanayisinde yeni bir dönemin açılmasına neden olmuştur. Soğuk savaş döneminde, dünya iki kutuplu düzenin oluşmasıyla askeri üstünlüğün sağlanması amacıyla savunma sanayisinin önemi daha çok artmıştır. Savunma sanayisinin uluslararası politikaların merkezine yerleşmesinde en büyük etmen, kutuplaşma sonucunda Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ile Sovyetler Birliğinin öncülüğünde yaşanan silahlanma yarışıdır. Birçok ülkenin kendi ulusal savunma sanayisini geliştirmeye başlaması ise soğuk savaşın sona ermesiyle başlamıştır. Bu dönemde teknoloji tabanlı savunma sistem yatırımları, konvansiyonel tabanlı savunma sistemleri yatırımlarına nazaran küresel bağlamda da artış eğilimi göstermiştir. Bu bağlamda insansız hava araçları, yapay zeka tabanlı savunma sistemi ve siber güvenlik tabanlı savunma sistemi yatırımları ön plana çıkmıştır (Kalkan, 2025)

İşletmelerin değişen ekonomik şartlara uyum sağlayabilmek ve ekonomik krizlerle başa çıkarak varlıklarını sürdürebilmek amacıyla finansal durumlarını sürekli kontrol ederek finansal analiz yapmaları gerekmektedir. İşletmeler finansal analiz yaparak iflas riski başta olmak üzere likidite durumları, faaliyet etkinlikleri, finansal yapıları ve karlılık durumlarını izleyerek gelecekte bekleyen başarısızlıklar için önlem almaya çalışırlar. Böylece işletmeler finansal analiz yaparak, geleceğe yönelik faaliyetlerinin sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi için tedbir almış olurlar.

Bu çalışmada finansal analiz yöntemlerinden olan oran analizi tercih edilmiştir. Oran analizi ile incelenecek olan savunma sanayii sektörüne ilişkin rasyolar tespit edilerek sektörel açıdan birtakım değerlendirmelerde bulunulmuştur. Ayrıca savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin oranları sektör ortalaması oranları ile kıyaslanarak durumları ortaya konmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, BIST Savunma sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal tablolarının analiz edilerek işletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesidir. Bu amaçla, BİST savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren sekiz savunma sanayii sektörü işletmesi örnek olarak ele alınmış ve finansal tabloları üzerinde inceleme yapılmıştır. Çalışmada ilk olarak Türkiye’de ve Dünya’da savunma sanayii sektörü ile ilgili genel bilgilere yer verilmiş,

daha sonra savunma sanayii sektörü işletmelerinin 2020 – 2024 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak işletmelerin likidite düzeyleri, faaliyet durumları, mali yapı düzeyleri ve karlılık düzeylerini gösteren oranlar yardımıyla finansal performansları değerlendirilmiştir. Son olarak da oran analizi ile yapılan ölçümler değerlendirilerek savunma sanayii sektörü işletmelerine yönelik birtakım öneriler geliştirilmiştir.

Yapılan çalışmada kullanılan savunma sanayii sektörü ile ilgili çalışmalar incelendiğinde; Temiz (2012), Sezgin ve Sezgin (2018), Yeşilyurt ve Yeşilyurt (2019), Ögel ve Nuryyev (2021), Demir (2022), Mirgen ve Tepeli (2023), Duran ve Özdemir (2023), Tepeli ve Mirgen (2024), Ekin ve Yılmaz (2024)'a ait çalışmalar tespit edilmiştir. Bu çalışmalar içerisinde güncel olan Kalkan (2025) tarafından yapılan çalışmada; savunma sanayisinin tarihsel gelişimi ve teknolojik olarak dönüşümü ele alındıktan sonra, Ankara ili örnek alınarak Türkiye'nin savunma sanayindeki kurumsal ve yapısal gücü üzerine değerlendirmelerde bulunulmuştur. Çalışma, Türkiye'deki savunma sanayisinin yalnızca güvenlik açısından değil, ayrıca ekonomik kalkınma, teknolojik bağımsızlık ve uluslararası alandaki rekabet gücü başlıklarında da önemli bir rol üstlendiğini ortaya koymaktadır. Diğer bir güncel çalışma olan Haskalfalı vd. (2025) araştırmalarında, ÇKKV problemi olarak savunma sanayinde faaliyet gösteren bir firmanın tedarikçi seçim problemi ele alınmıştır. Uygun şartlara haiz alternatif tedarikçiler ve seçim kriterleri belirlenerek seçim sırası yapılmıştır. Daha sonra ÇKKV yöntemlerinden TOPSİS ve VİKOR yöntemleri kullanılarak tedarikçiler tekrar sıralanmıştır. Çalışmanın sonucunda ideal tedarikçinin seçilmesi amaçlanarak analiz yöntemlerinin sonuçları değerlendirilmiştir. Yapılan çalışmaların çoğunda genellikle ampirik analize dayalı bulgular üzerinden mali analizler yapılmıştır. Bu çalışmada sanayi sektörünün genel değerlendirilmesi yapılarak sektörde faaliyet gösteren işletmelerin sektördeki durumları ortaya konmaya çalışılmıştır.

2.Dünyada ve Türkiye’de Savunma Sanayii Sektörü

2.1. Dünyada Savunma Sanayii Sektörü

Savunma sanayiinin dünyadaki gelişimi 19.yy’a dayanmakla birlikte, yıllar itibarıyla artarak gelişim göstermiştir. Bu gelişimin en büyük nedenleri kapitalist endüstrinin gelişim göstermesi, seri üretim düzeyinin artması ve mekanizasyondur. İlk dönemde savunma sanayiinde en belirgin olan silah sanayi uluslararası özelliğe sahipti. I. Dünya Savaşı sonrasında talepte görülen durgunluğun karşısında işletmeler karteller oluşturmuşlardır. Bu oluşum 1930’lu yıllara kadar devam etmiş ve böylece güçlü ülkeler yerli silah üretim kabiliyetlerini inşa etmişlerdir. İngiltere ve ABD’de temel savunma sanayiine

doğrudan hükümet kaynakları kullanılarak bu gelişime öncülük etmişlerdir. II. Dünya Savaşı, ülke ekonomilerinin daha önce görülmemiş biçimde askeri yatırımları içerdği ve savunma sanayilerinin ulusal biçimde yeniden şekillendirildiği dönem olmuştur (Dunne,1995).

II. Dünya Savaşından sonra savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren işletmeler askeri üretimden sivil üretime doğru dönüşüm yaşamıştır. 1945 yılından sonraki dönemde, uçak endüstrisindeki askeri ve sivil gelişmelere ihtiyaç duyulmasıyla bu alandaki teknolojik gelişmeleri teşvik etmiştir. Savaş uçaklarında meydana gelen teknolojik gelişmeler neticesinde havacılık endüstrisinde ölçek büyümüş ve büyük ölçekli yatırımları finanse etmek için devletlerin savunma sanayii sektörüne dahil olması gerekli hale gelmiştir. Bu süreçte ABD, İngiltere ve İsveç savaş sonrası dönemde savunma sanayilerini daha sağlam hale getirmişlerdir. ABD’de özellikle füze çağının yeni silahların üretimine hazır hale gelmesiyle yeni işletmeler kurularak savunma sanayisinde büyük gelişmeler yaşanmış ve devlet tarafından teşvik edilen Ar-ge tesisleri kurulmuştur. Savunma sanayii sektörüne giriş ihale düzenlemelerinin karmaşık yapıda olması, muhasebe kayıt prosedürlerinin artırılması ile kısıtlanırken, sanayi sektöründen çıkış da benzer prosedürlerle engellenmiştir. Sonuç olarak küresel bazda savunma sanayinde faaliyet gösteren büyük işletmelerin listesi 1960’lı yıllardan itibaren çok az değişiklik göstermiştir. Süreçte sektörde faaliyet gösteren işletmeler arasında birleşmeler yaşanmış veya çıkışlar olmuştur ancak bunlar diğer sektörlerle kıyasla daha az düzeyde gerçekleşmiştir (Dunne,1995). Bu bağlamda Tablo 1’de dünyadaki ilk yüz içinde yer alan ilk on işletme ile Türkiye’de yerleşik ve ilk yüze giren işletmelerin son iki yıla ait toplam ciroları ile savunma ciroları ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Tablo 1. Dünya’da ilk 100’e Giren Savunma İşletmeleri (2025)

2024 Yılı Sıra	2023 Yılı Sıra	Şirket Ünvanı	Ülke	2024 Yılı Toplam Ciro (Milyon \$)	2024 Yılı Savunma Ciro (Milyon \$)	2023 Yılı Toplam Ciro (Milyon \$)	2023 Yılı Savunma Ciro (Milyon \$)	2024 Yılı Toplam Ciroda Savunma Ciro Payı (%)
1	1	Lockheed Martin	A.B.D.	\$71,043,000,000	\$68,390,000,000	\$67,571,000,000	\$64,650,000,000	96%
2	3	RTX	A.B.D.	\$80,700,000,000	\$43,500,000,000	\$74,300,000,000	\$43,800,000,000	54%
3	Yeni	China Aerospace Science and Industry Corporation (CASIC)	Çin	\$120,977,882,877	\$38,712,922,521	\$119,788,692,580	\$38,332,381,625	32%
4	4	Northrop Grumman	A.B.D.	\$41,000,000,000	\$36,600,000,000	\$39,300,000,000	\$35,200,000,000	89%
5	5	General Dynamics	A.B.D.	\$47,716,000,000	\$36,500,000,000	\$42,272,000,000	\$33,700,000,000	76%
6	7	BAE Systems	İngiltere	\$33,600,000,000	\$32,259,923,372	\$28,702,980,099	\$27,558,835,821	96%
7	6	The Boeing Company	A.B.D.	\$66,517,000,000	\$31,750,000,000	\$77,794,000,000	\$32,684,000,000	48%
8	8	China State Shipbuilding Corporation (CSSC)	Çin	\$111,976,630,964	\$22,395,326,193	\$105,779,505,300	\$21,155,901,060	20%
9	10	L3Harris Technologies	A.B.D.	\$21,325,000,000	\$16,982,000,000	\$19,430,000,000	\$15,553,000,000	80%
10	17	Thales	Fransa	\$22,223,160,000	\$15,900,840,000	\$19,929,210,000	\$10,593,790,000	72%
43	42	Aselsan A.S.	Türkiye	\$3,657,785,000	\$3,541,261,567	\$3,089,403,352	\$2,896,191,483	97%
47	50	Türkish Aerospace Industries	Türkiye	\$3,287,106,189	\$3,151,029,596	\$2,673,762,230	\$2,205,738,874	96%
71	71	Roketsan Roket Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	\$1,545,052,590	\$1,545,052,590	\$1,758,496,410	\$1,758,496,410	100%
78	94	Askeri Fabrika ve Tersane İşletme A.S.	Türkiye	\$1,281,010,000	\$1,276,176,000	\$637,035,587	\$637,035,587	100%
80	84	Makine ve Kimya Endüstrisi A.Ş.	Türkiye	\$1,209,280,000	\$1,209,280,000	\$878,349,000	\$878,349,000	100%

Kaynak: Defense News (2025)

Görüldüğü gibi Tablo 1’de dünyanın en büyük yüz savunma işletmesi arasında yer alan ilk on işletme ile Türkiye de yerleşik ve ilk yüzde bulunan işletmeler yer almaktadır. Dünyanın en büyük 100 savunma sanayii işletmesinden 48 tanesi ABD işletmesi olup, ilk yüz savunma şirketinin yarıya yakınının ABD işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla dünya genelinde savunma sanayii

ekipmanlarının üretilmesinde ve satışında ABD'nin üstünlüğü bulunmaktadır. Savunma sanayinde ABD'den sonra dünya sıralamasında ikinci sırada Çin ve üçüncü sırada aynı zamanda Avrupa'da birinci sırada İngiltere yer almaktadır. 2025 yılında Türkiye'nin ise ilk 100'e giren beş tane savunma sanayii işletmesi bulunmaktadır. Bunlar; 43. sırada ASELSAN, 47. sırada TAI, 71. Sırada ROKETSAN, 78. sırada ASFAT ve 80. Sırada MKE'dir.

Tablo 2'de 2020-2024 dönemi itibarıyla ülkelere göre askeri harcamaların GSMH'ya oranları yer almaktadır.

Tablo 2. Ülkelere Göre Askeri Harcamalarının GSMH Oranı 2020-2024

Ülke Adı	2020	2021	2022	2023	2024
Kanada	1,39%	1,25%	1,17%	1,25%	1,31%
ABD	3,65%	3,40%	3,31%	3,30%	3,42%
Brezilya	1,33%	1,15%	1,05%	1,00%	0,97%
Avustralya	2,01%	1,98%	1,88%	1,86%	1,88%
Yeni Zelanda	1,34%	1,16%	1,17%	1,22%	1,19%
Hindistan	2,80%	2,47%	2,38%	2,36%	2,27%
Pakistan	3,49%	3,39%	3,18%	2,88%	2,67%
Çin	1,76%	1,61%	1,63%	1,66%	1,71%
Japonya	1,02%	1,06%	1,01%	1,14%	1,37%
Güney Kore	2,64%	2,62%	2,58%	2,60%	2,56%
Tayland	1,46%	1,42%	1,24%	1,13%	1,08%
Kazakistan	0,91%	0,82%	0,52%	0,44%	0,43%
Azerbaycan	5,24%	4,93%	3,80%	4,92%	4,99%
Rusya	4,14%	3,58%	4,61%	5,40%	7,05%
Ukrayna	4,40%	3,43%	25,64%	36,53%	34,48%
Avusturya	0,89%	0,87%	0,77%	0,87%	1,00%
Belçika	1,01%	1,04%	1,16%	1,18%	1,28%
Danimarka	1,37%	1,29%	1,36%	2,00%	2,42%
Finlandiya	1,44%	1,30%	1,59%	2,01%	2,30%
Fransa	2,02%	1,98%	1,96%	1,95%	2,05%
Almanya	1,36%	1,30%	1,35%	1,49%	1,89%
Yunanistan	3,02%	3,80%	4,00%	2,88%	3,13%
İtalya	1,73%	1,66%	1,65%	1,61%	1,61%
Hollanda	1,41%	1,37%	1,30%	1,44%	1,92%
Norveç	1,97%	1,68%	1,46%	1,81%	2,09%
Portekiz	1,43%	1,52%	1,39%	1,47%	1,53%
İspanya	1,35%	1,34%	1,41%	1,47%	1,43%
İsveç	1,15%	1,19%	1,33%	1,50%	2,00%
İsviçre	0,77%	0,67%	0,68%	0,71%	0,72%
Birleşik Krallık	2,16%	2,07%	2,06%	2,23%	2,28%
Mısır	1,12%	1,12%	1,01%	0,81%	0,67%
İran	2,18%	2,22%	2,11%	2,35%	2,01%
İsrail	5,28%	4,93%	4,43%	5,38%	8,78%
Türkiye	2,20%	1,86%	1,66%	1,72%	1,92%

Kaynak: SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute) Military Expenditure Database (2025a).

Tablo 2’den de görülebileceği gibi Avrupa Birliği ülkelerinin askeri harcamalarının GSMH’ya oranı 2020-2024 yıllarında ortalama %2 olarak gerçekleşirken, ABD’de bu oran ilgili yıllarda yaklaşık %3,50 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ukrayna’da askeri harcamaların GSMH’ya oranı 2022 yılından itibaren artış göstermiş olup sırasıyla 2022 yılında %25,64 oranında, 2023 yılında %36,53 oranında ve 2024 yılında %34,48 oranında gerçekleşmiştir. Bu artışın temel nedeni Rusya-Ukrayna savaşı, diğer bölgesel silahlı çatışmalar ve artan jeopolitik gerilimdir. 2024 yılında tahmini küresel harcamalar art arda 10. kez yükselerek 2,7 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. 2024 yılındaki %9,4 oranındaki yükseliş SIPRI tarafından kaydedilen en yüksek seviye olarak gerçekleşmiştir. Bu durum ise küresel askeri yükü yani askeri harcamaların dünya GSMH oranını %2,5 kadar arttırmıştır (SIPRI, 2025a). Türkiye’nin askeri harcamalarının GSMH’ya oranına bakıldığında ise söz konusu beş yıllık dönemdeki harcamaların ortalama %2 seviyesinde olduğu görülmektedir. Tablo 3’te dünyadaki bölgelere göre savunma harcamalarının düzeyi yer almaktadır.

Tablo 3. Bölgelere Göre Savunma Harcamaları (Milyar dolar)

Bölge Adı	2020	2021	2022	2023	2024	İhmal Edilen Ülkeler
DÜNYA	2200,4	2222,6	2294,5	2447,4	2718,2	
AFRİKA	42,3	44,4	42,5	50,2	52,1	Cibuti, Eritre, Somali
Kuzey Afrika	19,9	19,0	18,3	26,2	30,2	
Sahra Altı Afrika	22,5	25,5	24,2	23,9	21,9	
AMERİKA	1010,6	999,1	987,1	1009,6	1100,0	Küba
Orta Amerika ve Karayipler	14,2	13,9	14,8	14,8	19,8	
Kuzey Amerika	942,7	932,7	921,7	943,2	1026,7	
Güney Amerika	53,6	52,5	50,6	51,5	53,6	
ASYA VE OKYANUSYA	538,3	554,1	566,7	595,0	629,3	Kuzey Kore, Laos, Türkmenistan, Özbekistan
Okyanusya	33,8	35,6	35,9	35,6	37,0	
Güney Asya	94,3	94,2	96,0	96,6	102,4	
Doğu Asya	360,0	372,9	382,8	409,3	433,2	
Güneydoğu Asya	47,8	49,0	50,1	51,6	54,9	
Orta Asya	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9	
AVRUPA	427,4	441,2	505,0	581,5	693,4	
Orta Avrupa	42,5	44,1	45,3	55,7	75,0	
Doğu Avrupa	80,2	81,4	136,0	181,2	221,1	
Batı Avrupa	304,7	315,7	323,7	344,6	397,4	
ORTADOĞU	181,7	183,8	193,3	211,2	243,3	Suriye, Yemen, Kuzey Yemen

Kaynak: SIPRI, (Stockholm International Peace Research Institute) Military Expenditure Database (2025a)

Tablo 3'te Amerika ve Avrupa kıtalarının dünya savunma harcamaları trendini belirleyen bölgelerin başında yer aldığı görülmektedir. İki kıtanın savunma harcamaları toplamı, dünya savunma harcamalarının büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Avrupa kıtasında yer alan ülkelerin savunma harcamalarının yatay bir şekilde devam ettiği görülmektedir. Diğer taraftan Asya ve Okyanusya kıtasında yer alan ülkelerin savunma harcamalarının dünya genelinde üçüncü sırada, Ortadoğu kıtasında yer alan ülkelerin savunma harcamalarının ise dördüncü sırada yer aldığı görülmüştür. Ortadoğu bölgesi coğrafi konumu itibariyle kendine has yapısal özellikler gösterdiğinden ötürü, bu bölgedeki ülkeler açısından savunma harcamaları bir hayli önem taşımaktadır. Bu sebeplerden dolayı bölgedeki ülkelerin savunma harcamalarının istikrarlı bir şekilde artış gösterdiği görülmektedir. Bölgede var olan başlıca sorunlar sebebiyle ülkeler sadece savunma harcamalarını artırmayıp, bunun yanı sıra askeri kapasitelerini de yükseltmektedirler. Ortadoğu coğrafyasında yaşanan çatışmalardan dolayı ülkeler silahlanma yarışına girmekte ve dolayısıyla savunma harcamaları yıllar itibariyle artış eğilimi göstermektedir. Tablodan da görülebileceği gibi Afrika kıtası savunma harcamaları bakımından son sırada yer almaktadır. 2024 yılında Afrika kıtasında bulunan ülkelerin toplam savunma harcamalarının 52,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiş olduğu görülmektedir.

Diğer taraftan savunma sanayiinin alt sektörü ve bileşeni olan silah ticareti de bu alanda önemli bir yer oluşturmaktadır. Aşağıdaki Tablo 4'te 2020-2024 dönemine ilişkin dünyanın başlıca silah tedarikçileri ve alıcılarına ilişkin ve ilk 10 sırada yer alan ülkelere ilişkin istatistiklere yer verilmiştir. SIPRI, 2020-2024 yıllarında 64 ülkeyi büyük silah sistemleri tedarikçisi olarak tanımlamıştır. Ancak bu ülkelerin çoğu küçük ölçeklidir. En büyük 25 ihracatçı ülke, toplam ihracat hacminin %98'ini gerçekleştirmektedir. Diğer taraftan en büyük ihracatçı 5 ülke (ABD, Fransa, Rusya, Çin ve Almanya) ise ihracat hacminin %71'ini gerçekleştirmektedir. Dünyada en fazla ithalat yapan beş ülkenin (Ukrayna, Hindistan, Katar, Suudi Arabistan ve Pakistan) toplam ithalattaki payı ise %35,3'tür.

Tablo 4: 2020-2024 Döneminde Başlıca Silah Tedarikçileri ve Alıcıları

Sıra No	İhracatçı Ülke	Küresel İhracat Payı (%)	Sıra No	İthalatçı Ülke	Küresel İthalat Payı (%)
1	ABD	43	1	Ukrayna	8,8
2	Fransa	9,6	2	Hindistan	8,3
3	Rusya	7,8	3	Katar	6,8
4	Çin	5,9	4	Suudi Arabistan	6,8
5	Almanya	5,6	5	Pakistan	4,6
6	İtalya	4,8	6	Japonya	3,9
7	İngiltere	3,6	7	Avusturalya	3,5
8	İsrail	3,1	8	Mısır	3,3
9	İspanya	3,0	9	ABD	3,1
10	Güney Kore	2,2	10	Kuveyt	2,9

Kaynak: SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute), SIPRI Yearbook 2025b.

ABD'nin silah ihracatı 2015-2019 dönemine kıyasla 2020-2024 döneminde %21 artmıştır. Böylece ABD'nin küresel silah ihracatındaki payı %35'ten %43'e yükselmiştir. Buna karşılık Rusya'nın silah ihracatı 2015-2019 dönemine kıyasla yarı yarıya azalmış ve ülke tarihindeki en düşük seviyeye gerilemiştir. Fransa'nın ihracatı ise %11 artmış, böylece Fransa, 2020-2024 döneminde dünyanın ikinci en büyük silah tedarikçisi konumuna yükselmiştir. SIPRI raporuna göre Türkiye, 2020-2024 döneminde küresel silah ihracatındaki payını %1,7'ye çıkararak 2015-2019 dönemine kıyasla %103 artırmıştır. Türkiye bu performansla dünyanın en büyük 11'inci silah ihracatçısı konumuna yükselmiştir.

2.2. Türkiye'de Savunma Sanayii Sektörü

Türk savunma sanayii Osmanlı İmparatorluğunun devamı niteliğindedir. Tophane-i Amire, İstanbul'un Fatih Sultan Mehmet Han tarafından fethinden sonra kurulan ilk savunma sanayii kuruluşlarımızdan bir tanesidir. Bu kuruluşu sırasıyla Tersane-i Amire, Haliç Taşkızak Tersanesi ve 1700 yılında inşası tamamlanan Baruthane-i Amire kuruluşları takip etmiştir. II. Mahmut zamanında kurulan Dolmabahçe silah ve kartuş fabrikası kurulan ilk modern kuruluş olmuştur. 1828 yılında Taşkızak tersanesinde ilk zırhlı gemi inşa edilmiş olup, sırasıyla 1884 yılında zırhlı fırkateyn ve 1886 yılında ilk deniz altı inşaatı tamamlanmıştır. Ankara Silah Fabrikası 1920- 1921 yıllarında hafif silahların onarılması amacıyla kurulmuştur (Sezgin ve Sezgin, 2018).

Türkiye Cumhuriyeti kurulduğu ilk yıllarda hava savunma sistemleri bakımından yurtdışı ülkelerin sanayisine bağımlıydı. Hava sistemlerine olan ihtiyaç Fransa, Çekoslovakya ve Almanya'dan temin edilmiştir. Hava araçlarının üretilmesi için 16.02.1925 tarihinde Türk Hava Kurumu (THK) kurulmuştur. Havacılık alanında 1925 yılında Kayseri'de Kayseri Havacılık Fabrikası (TOMTAŞ) Alman Junkers şirketi ile birlikte kurulmuştur. Aynı zamanda mevcut uçakların tamir, bakım ve onarımı amacıyla Eskişehir Uçak Tamir Fabrikası kurulmuştur. İstanbul'da 1936 yılında Nuri Demirağ tarafından uçak üretmek amacıyla bir uçak fabrikası kurulmuş olup, Nu.37 tipi uçakların üretim aşamasına geçilmiştir. Bu fabrika 1943 yılında kapatılana kadar 24 adet uçak üretmiş ve çok sayıda kanat üretiminde bulunmuştur. Benzer şekilde Türkiye Havacılık Derneği tarafından 1941 yılında kurulan uçak fabrikası, 1944 yılında uçak üretimine başlamıştır. Bu fabrikamızda ise Magister cinsi eğitim uçağı, ambulans cinsi uçak ve nakliye cinsi uçak üretiminde bulunulmuştur. Bütün bu gelişmelerle birlikte Ankara'da 1948 yılında ilk uçak motoru üretimi yapılmıştır (Şehitoğlu ve Kurt, 2021).

Mamak Gaz Maskesi Fabrikası 1935 yılında gaz maskelerine olan ihtiyacın karşılanması amacıyla kurulmuştur. Makine Kimya Endüstrisi devlet işletmesi olarak kurulmuş olup, günümüzde dünyanın ilk 100 savunma sanayii işletmesi arasında yer almaktadır. Türkiye Cumhuriyeti havacılık alanında yerli silah ve teçhizat üretimine başlamış olsa da, II. Dünya Savaşından sonra ABD'nin Türkiye'ye büyük miktarda askeri silah ve teçhizat sağlaması nedeniyle yeni başlayan savunma sanayii üretimi durma safhasına gelmiş ve savunma sanayii gelişim gösterememiştir. Kıbrıs Barış Harekatından hemen sonra ABD Türkiye'ye yapmış olduğu silah ve teçhizat yardımını tamamen durdurarak ambargo uygulamıştır. Yaşanan bu olay neticesinde Türkiye açısından yerli askeri silah ve teçhizat üretmeye başlanılmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır (Sezgin, 1997).

Yaşanan Kıbrıs krizi, Türkiye'de bağımsız, modern ve yerli bir savunma sanayii oluşturabilmek için büyük bir fırsat olmuştur. Bu amaçla, tarihsel sıralamasıyla 1970 yılında Hava Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı, 1972 yılında Deniz Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı ve 1974 yılında Kara Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı kurulmuştur. Daha sonra bu vakıfların tamamı 1987 yılında Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı altında birleştirilmiştir. Türk halkı tarafından bu vakıflara önemli miktarlarda bağış yardımıyla bulunulmuştur. Vakıflar tarafından toplanan gelirlerle, ulusal savunma sanayiine yatırım yapmak amacıyla 1973 yılında Türk Uçak Sanayii Anonim Ortaklığı (TUSAŞ), 1975 yılında ASELSAN A.Ş., 1977 yılında İŞBİR Elektrik A.Ş., 1981 yılında ASPİLSAN A.Ş., 1982 yılında HAVELSAN A.Ş. ve 1988 yılında da Roketsan A.Ş. işletmeleri kurulmuştur.

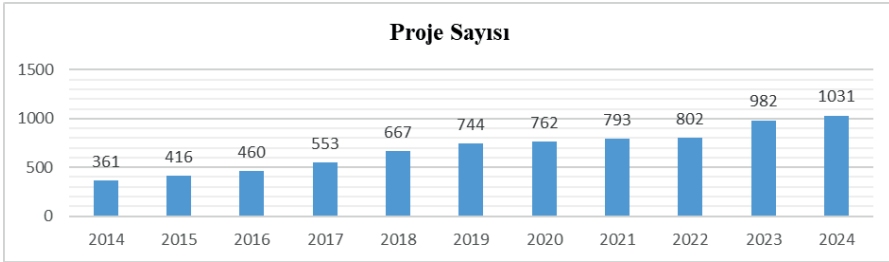
İstanbul Sanayi Odası, Türkiye'nin en büyük 500 sanayi firmasını yıllık olarak açıklamaktadır. Tablo 4'te Türkiye'de ilk 500 büyük firma arasına giren savunma sanayii işletmeleri ve bu işletmelere ait net satışlar, ihracat ve çalışan sayısı gibi ekonomik büyüklükler yer almaktadır. TUSAŞ ve ASELSAN işletmeleri, net satışlarda ilk iki sırada yer almaktadır. Savunma sanayii sektöründe ücretle çalışan sayısına bakıldığında ise istihdam açısından iki işletme yine ilk iki sıradaki yerini korumaktadır. En yüksek ihracat hacmine sahip olan Türk savunma sanayii işletmeleri içinde TUSAŞ ve MKE ilk iki sırada yer almaktadır.

Tablo 4. Türkiye'de ilk 500 Büyük Firma Arasına Giren Savunma Firmalarının Performansı (2024)

Sıra No	2024 Yılı Genel Sıra No	2023 Yılı Genel Sıra No	Kuruluş Adı	Net Satışlar (TL)	İhracat (Bin \$)	Ücretle Çalışanlar Ortalaması (Kişi)
1	11	17	TUSAŞ-Türk Havacılık ve Uzay Sanayii A.Ş.	101.054.004.471	724.930	15.515
2	17	19	Aselsan Elektronik San. ve Tic. A.Ş.	78.920.110.555	185.654	11.003
3	35	50	ROKETSAN Roket San. ve Tic. A.Ş.	42.823.724.243	369.330	5.012
4	59	59	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	30.306.269.828	574.813	4.245
5	109	181	Makine ve Kimya Endüstrisi A.Ş.	39.750.338.262	639.386	3.871
6	125	140	Tusaş Motor Sanayii A.Ş.	15.662.276.126	-	-
7	162	150	BMC Otomotiv San. ve Tic. A.Ş.	13.411.702.724	185.873	2.684
8	179	235	HAVELSAN Hava Elektronik San. ve Tic. A.Ş.	11.178.596.452	86.080	2.550
9	323	424	Samsun Yurt Savunma San. ve Tic. A.Ş.	6.414.198.049	171.558	870
10	423	444	Alp Havacılık San. ve Tic. A.Ş.	5.598.207.970	149.575	1.443
11	447	-	Nurol Makina ve Sanayi A.Ş.	4.946.840.144	129.779	611

Kaynak: İstanbul Sanayi Odası (2024), Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.

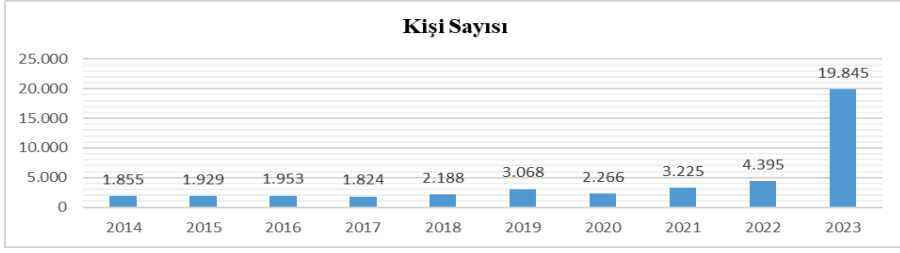
Türk savunma sanayisinin önde gelen aktörleri arasında kamu sermayeli kuruluşlar, Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı (TSKGV) bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile tamamen özel sermayeye sahip işletmeler yer almaktadır. Tümüyle kamu sermayeli kuruluşlar Savunma Sanayi Teknolojileri (SSTEK) AŞ, MKE AŞ, ASFAT AŞ iken, STM AŞ kamu-özel sektör iş birliğiyle faaliyetini devam ettirmektedir. Hisselerinin büyük bir bölümü TSKGV'na ait olan işletmeler ise ASELSAN, TUSAŞ, ROKETSAN, ASPILSAN, İŞBİR ve HAVELSAN tüzel kişiliğe sahip işletmelerdir. Savunma sanayii sektörüne ana yüklenici veya alt yüklenici rolleriyle TÜBİTAK Araştırma Merkezleri ve Enstitüleri Ar-Ge yoğun faaliyetlerini devam ettirmektedir. Ayrıca savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren özel sermayeli işletmelerin bazıları kısmen veya tamamen yabancı sermayeli kurulabilmektedir. Savunma sanayii sektöründe faaliyet gösteren işletmeler ağırlıklı olarak Türk Silahlı Kuvvetlerinin ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuş olup aynı zamanda sivil kullanımına sunulmak üzere mal ve hizmet de üretmektedirler. 2014 yılında savunma ve havacılık alanında toplam 361 olan proje sayısı, Mayıs/2024 tarihi itibarıyla 1031 proje sayısına ulaşmıştır (Savunma Sanayi Başkanlığı, 2025). Şekil 1'de Türkiye'deki savunma sanayiine yönelik proje sayılarındaki gelişim seyri 2014- 2024 yılları itibarıyla yer almaktadır.



Şekil 1. 2014-2024 Yılları Arasında Savunma ve Havacılık Projeleri Toplam Sayısı

Kaynak: Savunma Sanayi Başkanlığı (2025), 2024-2028 Savunma Sanayii Sektörel Strateji Dokümanı

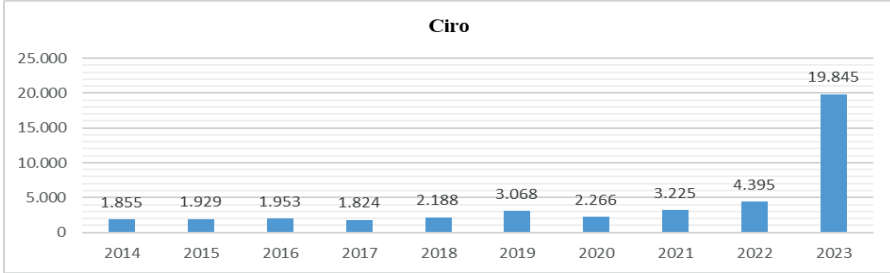
Savunma sanayisinde yaşanan büyüme ve gelişme, sanayide istihdam edilen kişi sayısı rakamlara yansımış olup, 2014 yılında 31.242 olan istihdam sayısı 2023 yılında 90.989 kişi seviyesine ulaşmıştır. Şekil 2'de 2014-2023 yılları arasında savunma ve havacılık sektöründe toplam istihdam sayıları yer almakta olup, istihdam edilen kişi sayısının yıllar itibarıyla artış eğiliminde olduğu açık bir şekilde görülmektedir.



Şekil 2. 2014-2023 Yılları Arasında Savunma ve Havacılık Sektöründe Toplam İstihdam

Kaynak: Savunma Sanayi Başkanlığı (2025), 2024-2028 Savunma Sanayii Sektörel Strateji Dokümanı

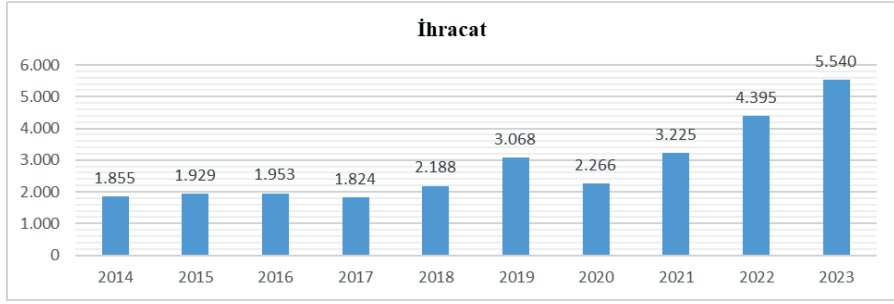
Türk savunma sanayiinin geçtiğimiz yıllarda yurtiçi/yurtdışı satışlar, Ar-ge harcamaları ve istihdam edilen kişi sayısı gibi parametreler bakımından da önemli büyüme gösterdiği görülmektedir. Şekil 3'te 2014-2023 yılları arasında toplam savunma ve havacılık cirosu rakamları yer almaktadır. Bu bağlamda 2014 yılında 5,101 milyar ABD Doları olan ciro 2019 yılına kadar yükseliş göstermiştir. 2020 yılında 8,855 milyar ABD Doları seviyesine düşen ciro rakamları müteakip yıllarda tekrar artış göstermiştir. 2024 yılında Türk Savunma ve Havacılık cirosu 2014 yılına göre yaklaşık 3 kat büyüyerek 15,072 milyar ABD doları seviyesine kadar yükselmiştir.



Şekil 3. 2014-2023 Yılları Arasında Toplam Savunma ve Havacılık Cirosu (Milyon \$)

Kaynak: SASAD (2023), 2023 Yılı Savunma ve Havacılık Performans Raporu.

Türk savunma sanayisi 2023 yılında toplam 5,540 milyar ABD doları ihracat geliri elde etmiştir. Özellikle son yıllarda insansız hava araçları, füze sistemleri, silah mühimmatları, kara araçları ve hava taşıtları için üretilen yapısal parçaların ihraç edilmesi ile önemli başarılar elde edilmiş ve toplamda 185 ülke ile savunma sanayii alanında işbirliği gerçekleştirilmiştir. Türkiye'nin 2014-2023 yılları arasında savunma ve havacılık alanında gerçekleştirmiş olduğu toplam ihracat rakamlarına Şekil 4'te yer verilmiştir.



Şekil 4. 2014-2023 Yılları Arasında Yıllara Sarı Savunma ve Havacılık Toplam İhracatı (Milyar \$)

Kaynak: Savunma Sanayi Başkanlığı (2025), 2024-2028 Savunma Sanayii Sektörel Strateji Dokümanı

Türkiye savunma ve havacılık sanayii küresel rekabet avantajı için bazı önemli özelliklere sahiptir (PWC Türkiye, 2024). Bu özellikler aşağıdaki Şekil 5'te gösterilmiştir.



Şekil 5. Türkiye Savunma ve Havacılık Sanayii Küresel Rekabet Avantajı

Kaynak: PwC Türkiye, Savunma Sanayii ve Havacılık Sektörüne Bakış, 2024, s. 20.

2.3. Analiz Kapsamındaki İşletmeler

Bu çalışmada Savunma Sanayii Sektöründe yer alan ve aynı zamanda hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin finansal tabloları kullanılarak rasyo yöntemiyle finansal analizleri yapılmıştır. Analizde şirketlerin likidite, faaliyet, finansal yapı ve karlılık oranları seçilen oranlar özelinde ve buna bağlı olarak da sektörün yıllar itibarıyla ortalaması alınarak elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir. Değerlendirmeler hem şirketlerin kendi ortalamaları ve hem de buna bağlı olarak elde edilen sektör ortalamaları dikkate alınarak yapılmıştır. Savunma Sanayii Sektöründe yer alan ve hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve analiz kapsamına dahil edilen işletmeler Tablo 5'te gösterilmiştir.

Yapılan çalışma Savunma Sanayii Sektöründe yer alan ve hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören 8 adet işletmenin 2020-2024 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışma kapsamına alınan işletmelerin belirtilen yıllara ait konsolide bilanço ve gelir tablolarından faydalanılmıştır. Verilerin analizi sırasında Microsoft Excel 2016 paket programından yararlanılmıştır.

Tablo 5. Analiz Kapsamına Alınan İşletmeler

SIRA NO	BİST KODU	İŞLETME ÜNVANI
1	ALTNY	Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.
2	ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
3	KATMR	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
4	ONRYT	Onur Yüksek Teknoloji A.Ş.
5	OTKAR	Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.Ş.
6	PAPİL	Papilon Savunma Teknoloji Ve Ticaret A.Ş.
7	PATEK	Pasifik Teknoloji As
8	SDTTR	SDT Uzay Ve Savunma Teknolojileri

3. Savunma Sanayii Sektöründeki İşletmelerin 2020-2024 Yılları Oran Analizi

Bu bölümde Savunma Sanayii Sektöründe yer alan ve Borsa İstanbul'da işlem gören 8 adet işletmenin 2020-2024 yılları arasındaki 5 yıllık finansal oranlar hesaplanarak, elde edilen sonuçlar sektör ortalamalarıyla kıyaslanarak değerlendirme yapılmıştır. Finansal oranlar likidite, faaliyet, mali yapı ve karlılık oranları olmak üzere dört ana başlık altında incelenmiştir. Literatürde bu kapsamda birçok farklı oran kullanılmakla birlikte bu çalışmada kullanılan oranlar ve hesaplanma şekilleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo.6 Analizde Kullanılan Oranlar ve Hesaplanması

Sıra	Oran Grubu	Oran Adı	Hesaplama
1	Likidite Oranları	Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
		Asit Test Oran	(Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar
		Nakit Oran	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Borçlar
2	Faaliyet Oranları	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Ticari Alacaklar
		Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar
		Dönen Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Çalışma Sermayesi
		Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Aktifler
3	Mali Yapı Oranları	Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Aktifler
		Özkaynak / Toplam Aktifler Oranı	Öz Kaynaklar / Toplam Aktifler
		KVYB / Toplam Borç Oranı	KVB / Toplam Aktifler
		UVYK / Toplam Borç Oranı	UVB / Toplam Aktifler
4	Karlılık Oranları	Faaliyet Kar Marjı	Faaliyet Karı (Zararı) / Net Satışlar
		Net Kar Marjı	Net Kâr (Zarar) / Net Satışlar
		Aktif Karlılığı	Net Kâr (Zarar) / Toplam Aktifler
		Öz Sermaye Karlılığı	Net Kâr (Zarar) / Öz Sermaye

Kaynak: Saldanlı, A. (2024), Finansal Tabloları Anlama Kılavuzu. Filiz Kitabevi, İstanbul. Sayfa 208-271.

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini sağlayabilmesini gösteren oranlar olup cari oran, asit test oranı ve nakit oranları oluşmaktadır. Bu bölümde savunma sanayiinde yer alan işletmelerin likidite oranları sırasıyla değerlendirmeye alınmıştır.

Cari oran, işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini bilançonun aktifinde yer alan dönen varlıklar ile karşılayabilmesini gösteren bir likidite oranıdır. Cari oran aynı zamanda işletmelerin sermaye yeterlilik kapasitesini ortaya koyan önemli bir oran olup, işletmelerin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerinden daha fazla olması beklenmektedir. Ancak cari oran seviyesi

işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektöre ve işletmelerin dönen varlıklarının likidite yapısına göre değişkenlik arz edebilir.

Tablo 7. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Cari Oran Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	CARİ ORAN					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	1,66	1,34	1,25	1,71	1,19
ASELS	1,59	1,38	1,41	1,45	1,52	1,47
KATMR	2,97	2,97	3,11	3,48	3,28	3,16
ONRYT	0,00*	0,92	1,58	1,60	11,40	3,10
OTKAR	1,49	1,39	1,11	1,15	1,37	1,30
PAPIL	29,28	12,64	19,66	19,08	14,36	19,00
PATEK	1,22	1,20	1,11	0,96	1,20	1,14
SDTTR	1,80	2,49	3,29	2,71	2,53	2,56
SEKTÖR ORTALAMASI	4,79	3,08	4,08	3,96	4,67	4,12

** ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.*

Tablo 7’de savunma sanayii sektörünün beş yıllık cari oran ortalaması 4,12 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre PAPIL işletmesinin cari oranı ortalaması sektör ortalamasının çok üzerinde gerçekleşirken, diğer işletmelerin cari oran ortalamalarının sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Özellikle PATEK, ALTNY, OTKAR ve ASELS işletmelerinin cari oran ortalamaları sektör ortalamasının oldukça altında gerçekleşmiştir. Diğer taraftan KATMR ve ONRYT işletmelerinin cari oran ortalamaları ise sektör ortalamasına en yakın olan işletmelerdir.

Asit test oranı, işletmelerin dönen varlık kalemleri içinde yer alan stok kalemlerini hesaplamaya dahil etmeden kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme kapasitelerini belirleyen bir likidite oranıdır. Asit test oranı ile işletmelerin dönen varlıklarında yer alan stoklarını elden çıkaramadıkları veya stoklarının değerlerinde kayıp yaşanması halinde kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme düzeyleri belirlenir. Tablo 8’de savunma sanayii işletmelerinin asit test oranı sonuçları yer almaktadır.

Tablo 8. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Asit Test Oran Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	ASİT TEST ORANI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	1,55	0,96	0,96	1,32	0,96
ASELS	1,11	0,90	0,85	0,76	0,86	0,89
KATMR	0,91	1,48	1,01	1,18	1,12	1,14
ONRYT	0,00*	0,89	1,13	0,69	4,98	1,54
OTKAR	0,82	0,85	0,60	0,74	0,70	0,74
PAPIL	25,37	11,34	16,99	15,39	13,33	16,48
PATEK	0,88	0,90	0,67	0,84	0,64	0,78
SDTTR	0,98	1,47	2,33	1,68	1,21	1,53
SEKTÖR ORTALAMASI	3,76	2,42	3,07	2,78	3,02	3,01

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşılamamıştır.

Tablo 8’de savunma sanayii sektörünün Asit Test Oranı ortalaması 2020 yılında 3,76 iken sonraki yıllarda azalış göstermiş ve 2024 yılında 3,02 olmuştur. Asit test oranının beş yıllık ortalaması ise 3,01 olarak gerçekleşmiştir. Analiz kapsamına alınan işletmelerin 2020-2024 yılları arasındaki değerleri incelendiğinde, PAPIL işletmesinin tüm yıllarda sektör ortalamasının çok üzerinde bir asit test oranı gerçekleşirken, ONRYT işletmesinin sadece 2024 yılında sektör ortalamasının üzerinde diğer yıllarda ise sektör ortalamasının altında gerçekleştiği görülmüştür. Bu iki işletmenin haricinde kalan işletmelerin 5 yıllık dönemde asit test oranları sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Diğer taraftan sanayii sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin beş yıllık Asit Test Oranı sektör ortalaması ise 3,01 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre PAPIL işletmesinin asit test oranı ortalaması sektör ortalamasının çok üzerinde gerçekleşirken, diğer işletmelerin asit test oranları sektör ortalamasının altında kaldığı görülmüştür. Özellikle PATEK ve OTKAR işletmelerinin ortalaması sektör ortalamasının oldukça altında gerçekleşmiştir. Ortalama değerler genel olarak değerlendirildiğinde PAPIL işletmesi hariç tutulursa sektör ortalamasının daha anlamlı olabileceği görülmüştür.

Nakit Oranı, işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini nakit ve nakit benzeri dönen varlıklarla karşılayabilme kapasitesini ortaya koymaktadır. Tablo 9’dan da görülebileceği gibi savunma sanayii sektörünün nakit oranı 2020 yılında 3,18 iken sonraki yıllarda azalış göstermiş ve 2024 yılında 1,69 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum savunma sanayii sektöründeki işletmelerin yıllar itibarıyla nakit veya nakit benzeri dönen varlıklarında azalış meydana

geldiğini ve/veya kısa vadeli yükümlülüklerinde ise artış meydana geldiğini göstermektedir. Analiz kapsamına alınan işletmelerin 2020-2024 yılları arasındaki değerleri incelendiğinde, PAPIL işletmesinin tüm yıllarda en yüksek nakit oranına sahip işletme olduğu görülmüştür. Ayrıca ONRYT işletmesi 2024 yılında 2. en yüksek ve sektör ortalamasının üstünde nakit orana (4,21) sahip işletme olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 9. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Nakit Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	NAKİT ORAN					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	1,15	0,11	0,13	0,40	0,36
ASELS	0,33	0,15	0,18	0,13	0,24	0,21
KATMR	0,03	0,19	0,05	0,03	0,11	0,08
ONRYT	0,00*	0,11	0,03	0,03	4,21	0,88
OTKAR	0,24	0,23	0,17	0,33	0,08	0,21
PAPIL	24,41	9,68	14,15	14,02	7,78	14,01
PATEK	0,11	0,17	0,10	0,03	0,01	0,08
SDTTR	0,29	0,75	1,59	0,86	0,69	0,84
SEKTÖR ORTALAMASI	3,18	1,55	2,05	1,95	1,69	2,08

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşılamamıştır.

Savunma sanayii sektöründe yer alan işletmelerin beş yıllık nakit oranı ortalaması ise 2,08 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre PAPIL işletmesinin nakit oranı ortalaması sektör ortalamasının çok üzerinde gerçekleşirken, diğer işletmelerin nakit oranı ortalamaları sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Özellikle de PATEK ve KATMR işletmelerinin nakit oranı ortalamaları sektör ortalamasının oldukça altında gerçekleşmiştir.

3.2. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları, işletmelerin varlıklarını ve kaynaklarını ne kadar etkin ve verimli olarak kullanıp kullanmadıklarını gösteren oranlardır. Diğer bir ifadeyle bu oranlar işletmelerin varlık ve kaynak kullanım etkinliğini değerlendirmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu oranlardan en yaygın kullanılanlar alacak devir hızı, stok devir hızı, dönen varlık devir hızı ve aktif devir hızıdır.

Tablo 10. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Alacak Devir Hızı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	ALACAK DEVİR HIZI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	2,17	2,28	3,30	2,34	2,02
ASELS	2,82	2,69	4,60	5,22	4,58	3,98
KATMR	2,11	1,62	3,00	3,11	1,37	2,24
ONRYT	0,00*	3,29	6,10	4,23	8,57	4,44
OTKAR	2,82	3,48	5,94	5,68	3,27	4,24
PAPIL	14,42	3,38	5,86	9,30	4,03	7,40
PATEK	2,35	1,54	2,57	3,33	3,57	2,67
SDTTR	5,70	6,02	9,23	6,13	3,95	6,21
SEKTÖR ORTALAMASI	3,78	3,02	4,95	5,04	3,96	4,15

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşılamamıştır.

Tablo 10'da savunma sanayii sektörünün alacak devir hızı ortalaması, 2020 yılında 3,78 iken 2023 yılına kadar artarak 5,04'e kadar yükselmiştir. 2024 yılında alacak devir hızı ortalaması ise azalmış ve 3,96 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün beş yıllık ortalaması ise 4,15 olarak gerçekleşmiştir. 2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektörü ortalamasının üzerinde orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde 2020 yılında PAPIL ve SDTTR işletmelerinin olduğu, 2021 ve 2022 yıllarında ONRYT, OTKAR, PAPIL ve SDTTR işletmelerinin olduğu, 2023 yılında ASELS, OTKAR, PAPIL ve SDTTR işletmelerinin olduğu ve 2024 yılında ise ASELS, ONRYT ve PAPIL işletmelerinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer işletmelerin ise alacak devir hızı oranlarının düzeyi sektör ortalamalarının altında gerçekleşmiştir. İşletmelerin alacaklarını tahsil edebilme kapasitesini ortaya koyan alacak devir hızı oranı genel olarak değerlendirildiğinde söz konusu oranın savunma sanayii sektöründe ilgili yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlediği görülmüştür.

Stok devir hızı oranı, işletmelerin stoklarını etkin ve verimli bir şekilde kullanıp kullanmadığını ortaya koyan faaliyet oranlarından birisidir. Stokların likiditesi diğer çalışma sermayesi kalemlerine kıyasla en düşük olanıdır. İşletmeler stok devir hızı oranı yükseldikçe daha az likidite oranıyla faaliyetlerini devam ettirebilirler. Dolayısıyla stok devir hızı oranı düzeyinin yüksek olması, işletmelerin stoklarını iyi yönettiği anlamı taşımakla birlikte oranın çok yüksek olması da bazen stok yetersizliğine işaret edebilmektedir. Aşağıdaki tabloda sektörün stok devir hızı oranları ve ortalamalarına yer verilmiştir.

Tablo 11. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Stok Devir Hızı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	STOK DEVİR HIZI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	2,35	4,39	8,29	2,46	3,50
ASELS	2,10	1,96	3,39	3,16	1,97	2,52
KATMR	0,26	0,28	0,87	0,89	0,18	0,50
ONRYT	0,00*	20,88	2,70	4,32	4,36	6,45
OTKAR	1,45	2,00	3,50	4,25	2,23	2,69
PAPIL	2,20	1,74	3,08	1,71	3,48	2,44
PATEK	20,50	5,14	8,43	25,79	2,83	12,54
SDTTR	1,82	2,06	2,54	2,10	1,29	1,96
SEKTÖR ORTALAMASI	3,54	4,55	3,61	6,32	2,35	4,07

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.

Tablo 11’de savunma sanayii sektörünün stok devir hızı ortalaması 2020 yılında 3,54 iken, 2021 yılında artarak 4,55’e yükselmiştir. 2022 yılında stok devir hızı 3,61 oranında, 2023 yılında ise 6,23 oranında, 2024 yılında ise 2,35 oranında gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün stok devir hızı oranı yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlemiştir. 2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2020 yılında PATEK işletmesi, 2021 yılında ONRYT ve PATEK işletmeleri, 2022 ve 2023 yıllarında ALTNY ve PATEK işletmeleri, 2024 yılında ise ALTNY, ONRYT ve PATEK işletmelerinin olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin ise sektör ortalaması düzeyinin altında bir stok devir hızı oranına sahip olduğu görülmüştür. Savunma sanayii sektöründe 2020 yılında 20,50 oranında, 2023 yılında 25,79 oranında en yüksek stok devir hızı oranlarına sahip olan işletmenin PATEK olduğu görülmüştür.

Dönen varlık devir hızı oranı, işletmelerin bir hesap döneminde dönen varlıklarını yenileme sayısını göstermektedir. Dönen varlık devir hızının azalması, işletmelerin karlılığını olumsuz etkiler ve finansmana olan ihtiyacını artırır. Aşağıdaki tabloda sektörün dönen varlık devir hızı oranları ve ortalamalarına yer verilmiştir.

Tablo 12. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Dönen Varlık Devir Hızı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	DÖNEN VARLIK DEVİR HIZI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,33	0,92	1,98	0,67	0,78
ASELS	0,96	0,94	1,39	1,19	1,05	1,11
KATMR	0,42	0,32	0,47	0,36	0,17	0,35
ONRYT	0,00*	1,57	1,50	1,56	0,81	1,09
OTKAR	1,14	1,26	1,60	1,48	1,04	1,31
PAPIL	0,30	0,29	0,41	0,33	0,55	0,38
PATEK	1,37	1,20	1,48	1,80	0,88	1,35
SDTTR	1,43	1,52	1,35	0,85	0,65	1,16
SEKTÖR ORTALAMASI	0,70	0,93	1,14	1,19	0,73	0,94

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşulamamıştır.

Tablo 12’de savunma sanayii sektörünün dönen varlık devir hızı ortalaması 2020 yılında 0,70 iken, 2021 yılında yükselerek 0,93’e yükselmiştir. 2022 yılında dönen varlık devir hızı oranı yükselerek 1,14 düzeyinde, 2023 yılında ise 1,19 düzeyine yükselmiştir. 2024 yılında ise tekrar düşmüş ve 0,73 düzeyinde gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün dönen varlık devir hızı yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlemiştir. 2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2020 yılında ASELS, OTKAR, PATEK ve SDTTR işletmeleri, 2021 ve 2022 yıllarında ASELS, ONRYT, OTKAR, PATEK ve SDTTR işletmeleri, 2023 yılında ALTNY, ONRYT, OTKAR ve PATEK işletmeleri, 2024 yılında ise ASELS, ONRYT, OTKAR ve PATEK işletmelerinin olduğu tespit edilmiştir. İşletmelerin dönen varlık devir hızı oranlarının ilgili yıllar itibariyle dalgalı bir seyrinde olduğu gözlemlenmiştir.

Aktif devir hızı oranı, işletmelerin toplam satış tutarlarının toplam varlıklarının kaç katı olduğunu gösteren bir faaliyet oranıdır. Bu oran işletmelerin varlıklarının etkin kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir. Savunma sanayiinde faaliyet gösteren işletmelerin aktif devir hızı oranları Tablo 13’te yer almaktadır.

Tablo 13’te de görülebileceği gibi savunma sanayii sektörünün aktif devir hızı ortalaması, 2020 yılında 0,56 iken, 2021 yılında artarak 0,62’ye yükselmiştir. 2022 yılında aktif devir hızı oranı 0,74 iken, devam eden yıllarda azalış eğilimine girmiştir. Bu bağlamda oran 2023 yılında azalarak 0,69’e

düşmüş, 2024 yılında ise 0,43 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün aktif devir hızı oranının yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Tablo 13. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Aktif Devir Hızı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	AKTİF DEVİR HIZI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,17	0,38	0,66	0,32	0,31
ASELS	0,54	0,50	0,70	0,59	0,48	0,56
KATMR	0,35	0,28	0,40	0,30	0,15	0,30
ONRYT	0,00*	0,45	0,51	0,52	0,29	0,36
OTKAR	0,83	0,87	1,09	1,07	0,73	0,92
PAPIL	0,29	0,27	0,35	0,27	0,42	0,32
PATEK	1,35	1,18	1,32	1,35	0,53	1,15
SDTTR	1,14	1,27	1,19	0,76	0,56	0,98
SEKTÖR ORTALAMASI	0,56	0,62	0,74	0,69	0,43	0,61

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.

2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde; 2020, 2021 ve 2022 yılında OTKAR, PATEK ve SDTTR işletmeleri, 2023 yılında OTKAR ve PATEK işletmeleri, 2024 yılında ise ASELS, OTKAR, PATEK ve SDTTR işletmelerinin olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin aktif devir hızı oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu tespit edilmiştir. İşletmelerin aktif devir hızı oranlarının ilgili yıllar itibariyle önce artan daha sonra azalan bir seyrinde olduğu gözlemlenmiştir.

3.3. Mali Yapı Oranları

Mali yapı oranları, işletmelerin kaynak veya sermaye yapısının ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Mali yapı oranları, işletmenin özkaynak yeterliliğinin tespitinde, kaynak yapısında borç-özkaynak dengesinin gösterilmesinde ve yaratılan özkaynak fonlarının hangi varlıklara kullanıldığının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Bilançonun pasif bölümünde bulunan kaynaklar, aktif bölümünde bulunan varlıklarla ilişki kurularak bir denge oluşturulması gerekmektedir. İşletmelerde bilançodaki aktif-pasif dengesi oluşturulurken mali yapı oranlarından da yararlanılmaktadır. Literatürde en sık kullanılan mali yapı oranları finansal kaldıraç oranı, özkaynak / aktifler toplamı oranı, kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı, uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar

oranıdır. Savunma sanayiinde yer alan işletmelerin oranlarına aşağıda yer verilmiştir.

Finansal kaldıraç oranı, işletmede varlıkların yüzdesel olarak hangi oranda yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini ortaya koyar. Tablo 14'te savunma sanayii sektörünün finansal kaldıraç oranı ortalaması, 2020 yılında 0,45 iken, 2021 yılında artarak 0,53'e yükselmiştir. 2022 yılında finansa kaldıraç oranı 0,47 iken, 2023 yılında azalarak 0,44'e düşmüş, 2024 yılında ise azalarak 0,40 oranında gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün finansal kaldıraç oranı yıllar itibariyle 0,40 – 0,53 aralığında seyretmiş ve ortalama 0,46 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum sektörde varlıkların ağırlıklı olarak öz kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir.

Tablo 14. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Finansal Kaldıraç Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,41	0,35	0,38	0,41	0,31
ASELS	0,47	0,44	0,44	0,41	0,42	0,44
KATMR	0,78	0,64	0,52	0,43	0,35	0,54
ONRYT	0,00*	0,64	0,46	0,38	0,17	0,33
OTKAR	0,77	0,75	0,75	0,74	0,79	0,76
PAPIL	0,05	0,08	0,06	0,07	0,09	0,07
PATEK	0,84	0,84	0,85	0,73	0,58	0,77
SDTTR	0,70	0,44	0,33	0,38	0,36	0,44
SEKTÖR ORTALAMASI	0,45	0,53	0,47	0,44	0,40	0,46

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşıl原因amıştır.

2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde; 2020 yılında ASELS, KATMR, OTKAR, PATEK ve SDTTR işletmeleri, 2021 yılında KATMR, ONRYT, OTKAR ve PATEK işletmeleri, 2022 yılında KATMR, OTKAR ve PATEK işletmeleri, 2023 yılında OTKAR ve PATE işletmeleri, 2024 yılında ise ALTNY, ASELS, OTKAR ve PATEK işletmelerinin olduğu gözlemlenmiştir. Diğer işletmelerin finansal kaldıraç oranları, sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir.

Özkaynakların aktif toplamına oranı, işletme sahipleri veya ortakları tarafından işletmenin varlıklarının hangi oranda karşılandığını göstermektedir. Bu oranın işletmelerde yüksek olması, uzun vadeli yabancı kaynaklarının ve bu kaynaklardan doğan finansman maliyetlerinin geri ödenmesinde zorluk

yaşanmayacağını ifade eder ve işletmeye fon sağlayanlar açısından bir güvence oluşturur. Aşağıdaki Tablo 15'te savunma sanayiinde yer alan işletmelerin öz kaynak / toplam aktifler oranına ilişkin sonuçlar yer almaktadır.

Tablo 15.Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Özkaynak / Aktif Toplamı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	ÖZKAYNAK/AKTİF TOPLAMI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,59	0,60	0,51	0,53	0,55
ASELS	0,53	0,55	0,55	0,58	0,58	0,56
KATMR	0,22	0,36	0,48	0,57	0,65	0,51
ONRYT	0,00*	0,36	0,54	0,62	0,83	0,58
OTKAR	0,23	0,25	0,25	0,26	0,21	0,24
PAPIL	0,95	0,92	0,94	0,93	0,91	0,93
PATEK	0,16	0,16	0,15	0,27	0,26	0,21
SDTTR	0,30	0,56	0,67	0,62	0,64	0,62
SEKTÖR ORTALAMASI	0,39	0,46	0,52	0,54	0,57	0,50

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.

Tablo 15'ten de görülebileceği gibi savunma sanayii sektörünün özkaynak/aktif toplamı oranı ortalaması, 2020 yılında 0,39 iken, 2021 yılında artarak 0,46'ya yükselmiştir. 2022 yılında özkaynak / toplam aktifler oranı 0,52 iken, 2023 yılında artarak 0,54'e yükselmiş, 2024 yılında ise bu oran artarak 0,57 oranında gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün özkaynak/aktif toplamı oranı ortalaması 0,50 olarak gerçekleşmiştir.

2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde; 2020 yılında ASELS ve PAPIL işletmeleri, 2021 yılında ALTNY, ASELS, PAPIL ve SDTR işletmeleri, 2022 yılında ALTNY, ASELS, ONRYT, PAPIL ve SDTR işletmeleri, 2023 ve 2024 yıllarında ASELS, KATMR, ONRYT, PAPIL ve SDTR işletmelerinin olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin özkaynak/aktif toplamı oranları, sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı, işletmenin aktifinde yer alan varlıkların hangi ölçüde kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Tablo 16'da savunma sanayiinde yer alan işletmelerin kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam kaynaklara oranı hesaplama sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 16’da savunma sanayii sektörünün kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı ortalaması, 2020 yılında 0,50 iken, 2021 yılında artarak 0,73’e yükselmiştir. 2022 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynak oranı 0,71 iken, 2023 yılında artarak 0,73’e yükselmiştir. 2024 yılında ise bu oran azalarak 0,67 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 16. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Borç Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR/ TOPLAM BORÇ					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,78	0,65	0,72	0,77	0,58
ASELS	0,77	0,81	0,81	0,81	0,69	0,78
KATMR	0,36	0,47	0,51	0,56	0,76	0,53
ONRYT	0,00*	0,49	0,53	0,50	0,21	0,34
OTKAR	0,64	0,63	0,82	0,86	0,59	0,71
PAPIL	0,65	0,87	0,68	0,61	0,61	0,68
PATEK	0,97	0,97	0,90	0,93	0,83	0,92
SDTTR	0,63	0,79	0,81	0,88	0,91	0,80
SEKTÖR ORTALAMASI	0,50	0,73	0,71	0,73	0,67	0,67

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşılamamıştır.

2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde; 2020 yılında ASELS, OTKAR, PAPIL, PATEK ve SDTTR işletmeleri, 2021 yılında ALTNY, ASELS, PAPIL, PATEK ve SDTR işletmeleri, 2022 ve 2023 yıllarında ASELS, OTKAR, PAPIL ve SDTR işletmeleri, 2024 yılında ALTNY, ASELS, KATMR, PATEK ve SDTR işletmelerinin olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranlarının ise sektör ortalamasının altında olduğu tespit edilmiştir.

Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı, mali yapı oranları içerisinde bulunan önemli oranlardan bir diğeridir. Tablo 17’de savunma sanayiinde yer alan işletmelerin uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 17’den de görülebileceği gibi savunma sanayii sektörünün uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı ortalaması, 2020 yılında 0,25 iken, 2021 yılında artarak 0,27’ye yükselmiştir. 2022 yılında uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı 0,29 iken, 2023 yılında azalarak 0,27’ye

düşmüştür. 2024 yılında ise bu oran artarak 0,33 oranında gerçekleşmiştir. Sektörün uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı ortalaması 0,28 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 17. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Borç Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Toplam Borç					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,22	0,35	0,28	0,23	0,22
ASELS	0,23	0,19	0,19	0,19	0,31	0,22
KATMR	0,64	0,53	0,49	0,44	0,24	0,47
ONRYT	0,00*	0,51	0,47	0,50	0,79	0,46
OTKAR	0,36	0,37	0,18	0,14	0,41	0,29
PAPIL	0,35	0,13	0,32	0,39	0,39	0,32
PATEK	0,03	0,03	0,10	0,07	0,17	0,08
SDTTR	0,37	0,21	0,19	0,12	0,09	0,20
SEKTÖR ORTALAMASI	0,25	0,27	0,29	0,27	0,33	0,28

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.

2020-2024 yılları arasında savunma sanayii sektör ortalamasının üzerinde olan işletmeler değerlendirildiğinde; 2020 yılında KATMR, OTKAR, PAPIL ve SDTTR işletmeleri, 2021 yılında KATMR, ONRYT ve OTKAR işletmeleri, 2022 ve 2023 yıllarında ALTNY, KATMR, ONRYT ve PAPIL işletmeleri, 2024 yılında ONRYT, OTKAR ve PAPIL işletmelerinin olduğu görülmüştür. Diğer işletmelerin uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynaklar oranı, sektör ortalamasının gerçekleşmiştir.

3.4. Karlılık Oranları

Karlılık oranları, işletmelerin finansal performanslarını veya finansal başarılarını gösteren oranlardır. Diğer bir deyişle işletmenin faaliyetinin karlı olup olmadığını ortaya koyan bu oranlar, işletmelerde varlık, likidite ve borç yönetimi gibi hususların bileşimi olduğu kabul edilmektedir. Karlılık oranları ile işletmelerin faaliyetlerinin verimli olup olmadıkları ve geçmiş dönemlerde elde ettikleri kazanç dereceleri değerlendirilir. Faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı en yaygın kullanılan karlılık oranlarıdır.

Faaliyet kar marjı, işletmenin ana faaliyetleri neticesinde göstermiş olduğu başarısını ortaya koyan bu oran, iş hacmi rantabilitesi olarak da isimlendirilir. İşletmenin esas faaliyetlerinden elde ettiği karın net satışlara oranlanması ile

hesaplanır. Tablo 18’de savunma sanayiinde faaliyet gösteren işletmelerin faaliyet kar marjı oranı hesaplama sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 18. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Faaliyet Kar Marjı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	FAALİYET KAR MARJİ					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,38	0,39	0,31	0,32	0,28
ASELS	0,23	0,25	0,17	0,17	0,22	0,21
KATMR	0,45	0,32	-0,05	-0,05	0,18	0,17
ONRYT	0,00*	0,49	0,36	0,33	0,25	0,29
OTKAR	0,20	0,18	0,00	0,03	-0,07	0,07
PAPIL	-0,12	-0,19	-0,30	-0,01	0,14	-0,10
PATEK	0,09	0,20	0,04	-0,05	-0,17	0,02
SDTTR	0,27	0,32	0,26	0,28	0,11	0,25
SEKTÖR ORTALAMASI	0,14	0,24	0,11	0,13	0,12	0,15

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşılamamıştır.

Tablo 18’den de görülebileceği gibi savunma sanayii sektörünün faaliyet kar marjı oranı ortalaması, 2020 yılında 0,14 iken, 2021 yılında artarak 0,24’e yükselmiştir. 2022 yılında azalarak 0,11’e düşmüş, 2023 yılında artarak 0,13’e yükselmiş ve 2024 yılında faaliyet kar marjı oranı 0,15 oranında gerçekleşmiştir. Sektörün beş yıllık faaliyet kar marjı ortalamasının ise 0,15 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün faaliyet kar marjı ortalaması yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlemiştir. Diğer taraftan 2020-2024 yılları arasında savunma sanayii işletmelerinin ortalamaları değerlendirildiğinde, sadece PAPIL işletmesinin negatif faaliyet kar marjı oranına sahip olduğu, diğer işletmelerin ise beş yıllık dönemde pozitif bir faaliyet kar marjına sahip oldukları tespit edilmiştir.

Net kar marjı, işletmenin dönem içerisinde gerçekleştirdiği yurtiçi ve yurtdışı satışları üzerinden elde ettiği net karlılığı gösterir. Başka bir ifadeyle, işletmenin satışlarının karlılık düzeyini gösterir. Net kar marjı oranı, dönem net karının dönem net satışlarına oranlanması suretiyle hesaplanır. Tablo 19’da savunma sanayiinde yer alan işletmelerin net kar marjı oranı hesaplama sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 19. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Net Kar Marjı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	NET KAR MARJİ					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,11	0,06	0,28	0,17	0,12
ASELS	0,28	0,35	0,02	0,10	0,13	0,18
KATMR	-0,11	-0,10	-0,16	-0,11	0,41	-0,01
ONRYT	0,00*	0,32	0,46	0,16	0,09	0,21
OTKAR	0,21	0,23	0,11	0,07	-0,09	0,11
PAPIL	0,35	0,84	-0,66	0,73	-0,08	0,24
PATEK	0,00	0,00	-0,02	0,04	-0,12	-0,02
SDTTR	0,24	0,26	0,12	0,28	0,01	0,18
SEKTÖR ORTALAMASI	0,12	0,25	-0,01	0,19	0,06	0,12

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.

Tablo 19'dan da görülebileceği gibi savunma sanayii sektörünün net kar marjı oranı ortalaması, 2020 yılında 0,12 iken, 2021 yılında artarak 0,25'e yükselmiştir. 2022 yılında çok düşük de olsa negatif net kar marjı oluşmuş, 2023 yılında bu durum tekrar pozitif dönerak 0,19'a yükselmiş ve 2024 yılında net kar marjı oranı 0,06 oranında gerçekleşmiştir. Sektörün beş yıllık net kar marjı ortalamasının ise 0,12 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektörün net kar marjı ortalaması yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu bağlamda savunma sanayii sektöründe yer alan işletmelerin net kar marjlarının sadece 2022 yılında 0,1 ile negatif olduğu görülürken diğer yıllarda pozitif olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan 2020-2024 yılları arasında savunma sanayii işletmelerinin ortalamaları değerlendirildiğinde, KATMR ve PATEK işletmelerinin negatif net kar marjı oranına sahip oldukları, diğer işletmelerin ise beş yıllık dönemde pozitif bir net kar marjına sahip oldukları tespit edilmiştir.

Aktif karlılığı, işletmenin aktifinde yer alan varlıkların verimli kullanım düzeylerini gösteren bir karlılık oranıdır. İşletmenin yatırım yaparak elde ettiği varlıklarının karlılığı ve bu varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını ortaya koymaktadır. Uygulamada İngilizce karşılığı olan *Return on Assets* (ROA) şeklinde kısaltılarak kullanılmaktadır. Aktif karlılığı, dönem karının toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanır. Tablo 20'de savunma sanayiinde yer alan işletmelerin aktif karlılığı oranı hesaplama sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 20'de analiz kapsamında yer verilen savunma sanayii işletmelerinin 2020 – 2024 dönemlerine ilişkin aktif karlılığı oranları ve ortalamaları yer

almaktadır. Tablodan da görülebileceği gibi sektör ortalamalarına bakıldığında aktif karlılığının 2020’de 0,08, 2021’de 0,13 ve 2023’te de 0,11 olarak gerçekleşirken 2022’de 0,03 ve 2024’de 0,01 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Sektörün aktif karlılığının tüm yıllarda pozitif olmakla birlikte dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durum sektörde yer alan bazı firmaların net kar elde edememelerinden kaynaklanmaktadır. Sektörün beş yıllık aktif karlılığı ortalaması ise 0,07 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 20. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Aktif Karlılığı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	AKTİF KARLILIĞI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,02	0,02	0,19	0,05	0,06
ASELS	0,15	0,18	0,01	0,06	0,06	0,09
KATMR	-0,04	-0,03	-0,06	-0,03	0,06	-0,02
ONRYT	0,00*	0,15	0,23	0,08	0,03	0,10
OTKAR	0,18	0,20	0,12	0,08	-0,07	0,10
PAPIL	0,10	0,22	-0,24	0,20	-0,03	0,05
PATEK	0,00	0,00	-0,02	0,06	-0,06	-0,01
SDTTR	0,27	0,33	0,15	0,21	0,00	0,19
SEKTÖR ORTALAMASI	0,08	0,13	0,03	0,11	0,01	0,07

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşamamıştır.

Beş yıllık süreçte ortalama olarak en yüksek aktif karlılığına sahip şirketlerin sırasıyla 0,19’luk oranla SDTTR işletmesinin ilk sırada yer aldığı, 0,10’luk oranla ONRYT ve OTKAR işletmelerinin ikinci sırada yer aldığı ve 0,9’luk oranla da ASELS işletmesinin üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. Analiz kapsamındaki beş yıllık süreçte KATMR ve PATEK işletmelerinin aktif karlılık oranının ise ortalamada negatif olarak gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Özsermaye karlılığı, ortakların işletmeye koymuş oldukları sermaye ile ne kadar kar elde ettiğini gösteren orandır. Bir başka deyişle, özsermayenin işletmede etkin kullanılıp kullanılmadığını ortaya koyar. Uygulamada İngilizce karşılığı olan *Return on Equity* (ROE) şeklinde kısaltılarak kullanılmaktadır. Özsermaye karlılığı, dönem karının özsermayeye oranlanması ile hesaplanmaktadır. Tablo 21’de savunma sanayiinde yer alan işletmelerin özsermaye karlılığı oranı hesaplama sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 21. Savunma Sanayii Sektörü İşletmelerinin Özsermaye Karlılığı Oranı Değerleri ve Ortalamaları

İŞLETMELER	ÖZSERMAYE KARLILIĞI					
	2020	2021	2022	2023	2024	ORTALAMA
ALTNY	0,00*	0,03	0,04	0,35	0,10	0,10
ASELS	0,28	0,33	0,02	0,10	0,11	0,17
KATMR	-0,21	-0,10	-0,14	-0,06	0,10	-0,08
ONRYT	0,00*	0,41	0,51	0,14	0,03	0,22
OTKAR	0,75	0,83	0,50	0,31	-0,29	0,42
PAPIL	0,11	0,24	-0,25	0,21	-0,04	0,05
PATEK	0,00	-0,02	-1,20	0,38	-0,23	-0,21
SDTTR	0,86	0,75	0,23	0,34	0,00	0,44
SEKTÖR ORTALAMASI	0,22	0,31	-0,04	0,22	-0,03	0,14

* ALTNY ve ONRYT işletmelerinin 2020 yılına ait verisine ulaşılamamıştır.

Tablo 21’den de görülebileceği gibi savunma sanayii sektör ortalamalarına bakıldığında 2022 ve 2024 yıllarında özsermaye karlılığının negatif olduğu, diğer yıllarda ise pozitif olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum sektörün özsermaye karlılığının dalgalı bir seyir izlediğini göstermektedir. Bunun temel nedeni ise sektörde yer alan bazı firmaların net kar elde edememelerinden kaynaklanmaktadır. Sektörün beş yıllık özsermaye karlılığı ortalaması ise 0,14 olarak gerçekleşmiştir.

Analiz dönemlerinde ortalama olarak en yüksek özsermaye karlılığına sahip şirketlerin sırasıyla 0,44’lük oranla SDTTR işletmesinin ilk sırada yer aldığı, 0,42’lik oranla OTKAR işletmesinin ikinci sırada yer aldığı ve 0,22’lik oranla da ONRYT işletmesinin üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. En düşük özsermaye karlılığına sahip şirket ise negatif 0,21’lik oran ile PATEK işletmesi olmuştur.

4. Sonuç ve Öneriler

Türk savunma sanayii son yıllarda yükselen bir trend göstererek önemli bir performans sergilemiştir. Söz konusu performansın gelecek dönemlerde de sürdürülebilir olabilmesi için daha dikkatli analizlere ve tespitlere ihtiyaç duyulacağı değerlendirilmektedir. Bu itibarla savunma sanayii sektöründe yer alan işletmelerin 2020-2024 dönemi temel finansal tabloları üzerinden sektöre ilişkin oran analizi gerçekleştirilmiştir. Bu bölümde savunma sanayii

sektöründe yer alan işletmelerin beş yıllık verileriyle yapılan analiz sonuçlarında elde edilen bulgular özetlenmiştir.

Savunma sanayii sektörü likidite oranları açısından değerlendirildiğinde, sektörün analiz kapsamındaki yıllar itibarıyla genel kabul görmüş cari oran, asit test oranı ve nakit oranı değerine uygun olduğu görülmüştür. Sektörde yer alan işletmelerin likidite oranlarının ortalamaları dikkate alındığında cari oranın 4,12 olduğu, likidite (asit test) oranının 3,01 olduğu ve nakit oranının ortalamasının ise 2,08 olduğu tespit edilmiştir. Bu durum savunma sanayii sektöründe yer alan işletmelerin, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılarken olumsuz bir durumla karşılaşmayacakları sonucunu göstermektedir.

Savunma sanayii sektörünün faaliyet oranları incelendiğinde ise, sektörün stok devir hızının ortalamaları genel kabul görmüş oran değerlerine uygun iken, aktif devir hızının, dönen varlık devir hızının ve alacak devir hızının ise düşük olduğu ve genel kabul görmüş oran değerlerinden farklılaştığı görülmüştür. Sektörün faaliyet oranlarının ortalamalarına bakıldığında; Alacak devir hızının 4,15 olduğu, stok devir hızının 4,07 olduğu, dönen varlık devir hızının 0,94 olduğu ve aktif devir hızının ise 0,98 olduğu tespit edilmiştir.

Savunma sanayii sektörünün mali yapı oranları incelendiğinde, işletmenin aktifinde yer alan varlıklarının finanse edilmesi aşamasında genellikle özkaynakların kullanıldığı tespit edilmiştir. Yabancı kaynakla finansman teminin de ise uzun vadeli yabancı kaynakların kullanıldığı görülmüştür. Sektördeki mali yapı oranlarının ortalamaları incelendiğinde; finansal kaldıraç oranının 0,46 olduğu, özkaynak / aktif toplam oranının 0,50 olduğu, kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynak oranının 0,67 olduğu ve uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam borçlar oranının 0,28 olduğu görülmüştür.

Savunma sanayii sektörünün karlılık oranları incelendiğinde, analiz dönemlerinde hem sektör ortalamalarında ve hem de şirketler bazında dalgalanmaların olduğu görülmektedir. Bu itibarla sektörün karlılık oranlarının ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda; brüt kar marjının 0,31 ve net kar marjının ise 0,12 olduğu görülmektedir. Bu durum şirketlerin hem brüt satışlarından hem de net satışlarından kar elde edebildiklerini göstermektedir. Aynı şekilde şirketlerin özsermaye karlılıkları 0,14 iken aktif karlılıklarının 0,7 olduğu görülmüştür. Bu durum sektörde yer alan şirketlerin yüksek özsermaye ile faaliyet gösterirken sahip oldukları varlıklarının etkin kullanılması neticesinde karlılığa dönüştüğü görülmüştür.

Savunma sanayii sektöründe işletme bazlı değişimle birlikte varlıklarının finansmanında ağırlıklı olarak özsermaye kullanıldığı görülmektedir. Bu durum sektörün finansal kaldıraç oranının 0,46 olmasından da anlaşılmaktadır.

Bilindiği üzere Vergi Usul Kanunun mükerrer 298/A maddesine göre kurumlar vergisi mükellefleri fiyat endeksindeki artışlar göz önünde bulundurulduğunda 2023 yılı ve 2024 yılları mali tablolarını enflasyon düzeltmesine tabi tutmuşlardır. Enflasyon düzeltmesi uygulaması ile istenilen amaç, işletmelerin sermaye hesabında yer alan kalemlerinin enflasyon oranında artırılmak suretiyle oluşan farkın dönem karından mahsup edilmesini ve enflasyondan kaynaklanan kazançların vergi matrahının dışına çıkarılmasının temin edilmesini sağlamaktır. Parasal olmayan kaynakları (öz kaynaklar), parasal olmayan varlıklarından fazla olan işletmelerde enflasyon düzeltmesi gider etkisi oluşturur. Dolayısıyla savunma sanayii sektöründe yer alan işletmelerin özsermaye yapılarının güçlü olması nedeniyle 2023 ve 2024 yıllarında bilançoda ve gelir tablosunda karlılık oranlarının düşük olması veya negatif olmasında enflasyon düzeltmesi uygulamasının etkisinin göz önünde bulundurulması ve buna göre değerlendirmelerin yapılması gerekmektedir.

Kaynakça

- Defence News, (2025) Top 100 for 2025. Erişim Adresi: <https://people.defensenews.com/top-100/>. Erişim Tarihi: 27.10.2025.
- Demir, Z. (2022). Türk Savunma Sanayi Şirketleri ile Defense 100 Şirketlerinin Trend Analizi İle Karşılaştırılması: Örnek Uygulama. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 20(1), 168-195.
- Dunne, P. (1995). The Defence Industrial Base, Handbook of Defence Economics, Hartley, K. ve Sandler T. ed., Elsevier Science, Amsterdam Hollanda Vol: I , bölüm 14, 400-427.
- Duran, E. ve Özdemir, Ü., (2023). Türk Savunma Sanayisi Kümelenmelerinin Firmalar Üzerindeki Etkisi: Ankara İli Örneği. Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 58(4), 3634-3651.
- Ekin, E., ve Yılmaz, B. (2024). Savunma Sanayi Şirketlerinin Nakit Yönetim Etkinliklerinin Nakit Dönüş Süresi Analizi İle İncelenmesi. İzmir İktisat Dergisi, 39(4), 893-908.
- Haskalfalı, M., Akpınar, İ. D., ve Keçeci, B. (2025). Savunma Sektöründe Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri ile Tedarikçi Seçimi. International Journal of Advances in Engineering and Pure Sciences, 37(3), 317-339.
- İstanbul Sanayi Odası (2024), Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu. Erişim Adresi: <https://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu> Erişim Tarihi:28.10.2025
- Kalkan, D. (2025). Savunma Sanayisinde Milli Teknoloji Hamlesi: Ankara İli Örneği. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (86), 582-596.
- Mirgen, Ç., ve Tepeli, Y. (2023). Savunma Sanayi Şirketlerinin Finansal Oran Analizleri ile İncelenmesi. Nobel Yayınevi, Ankara.
- Ögel, S., ve Nuriyew, K. (2021). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Savunma Sanayi Şirketlerinin Bulanık TOPSİS Yöntemi İle Finansal Performans Analizi. Business and Management Studies: An International Journal, 9(1), 307-325.
- PWC Türkiye (2024). Savunma Sanayii ve Havacılık Sektörüne Bakış, <https://www.pwc.com.tr/tr/sektorler/endustriyel/savunma-sanayii-ve-havacilik-sektorune-genel-bakis.pdf>, Erişim tarihi: 30.09.2025.
- Saldanlı, A. (2024). Finansal Tabloları Anlama Kılavuzu. Filiz Kitabevi, İstanbul.
- SASAD (2023). 2023 Yılı Savunma ve Havacılık Performans Raporu. Erişim Adresi: <https://www.sasad.org.tr/sasad-sektor-performans-raporu-2023-1751544308>, Erişim tarihi: 28.10.2025
- Savunma Sanayi Başkanlığı (2025), 2024-2028 Savunma Sanayi Sektörel Strateji Dokümanı. ErişimAdresi:https://www.ssb.gov.tr/Images/Uploads/MyContents/F_20240917164305314800.pdf, Erişim Tarihi 28.10.2025.
- Sezgin, S. (1997). Country Survey X: Defence Spending in Turkey. Defence and Peace Economics, 8, 381-409.

- Sezgin, Ş., ve Sezgin, S. (2018). Dünya’da ve Türkiye’de Savunma Sanayi: Genel Bir Bakış. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 5(12), 1-19.
- SIPRI (2025a). Stockholm International Peace Research Institute) Military Expenditure Database. Erişim Adresi: <https://www.sipri.org/databases/milex> Erişim Tarihi: 27.10.2025
- SIPRI (2025b). Stockholm International Peace Research Institute) SIPRI Yearbook 2025. Erişim Adresi: <https://www.sipri.org/yearbook/2025> Erişim Tarihi: 27.10.2025
- Şehitoğlu, Y., ve Kurt, E. (2021). Türk Savunma Sanayii Tarihi Dönemler ve Aktörler 1834 – 2020. Ötüken Neşriyat, İstanbul.
- Temiz, D. (2012). Ekonominin Önemli Bir Parçası: Savunma Sanayii. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* (33).
- Tepeli, Y., ve Mirgen, Ç. (2024). AR-GE Harcamalarının Finansal Performansa Etkisi: Savunma Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *Maliye ve Finans Yazıları* (122), 59-78.
- Yeşilyurt, F., ve Yeşilyurt, M. E. (2019). Türkiye’de Savunma Sanayi. *Pamukkale Journal of Eurasian Socioeconomic Studies*, 6(2), 1-42.

Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Finansal Analizi

Adem Ruhan Sönmez¹

Özet

Bu çalışmada, Türkiye tekstil sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 2020–2024 dönemine ait finansal performansları oran analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın amacı, tekstil sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal yapılarını likidite, finansal kaldıraç, faaliyet etkinliği ve kârlılık göstergeleri çerçevesinde değerlendirmek ve sektörün dönemsel finansal görünümünü ortaya koymaktır. Bu kapsamda, Borsa İstanbul Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri sektöründe yer alan 15 şirketin verileri kullanılarak değerlendirme yapılmıştır.

Analiz sonuçları, incelenen dönemde tekstil sektörünün firma bazında heterojen bir finansal yapı sergilediğini göstermektedir. Likidite oranları sektör genelinde kabul edilebilir seviyelerde gerçekleşmesine karşın, nakit oranlarının düşük seyretmesi firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini büyük ölçüde stoklar ve ticari alacaklar aracılığıyla karşıladığını ortaya koymaktadır. Finansal yapı analizinde, sektör ortalamasına ait kaldıraç oranlarının yıllar itibarıyla gerilemesi, firmaların borçlanma politikalarında daha temkinli bir yaklaşım benimsediğine işaret etmektedir. Faaliyet oranları, etkin alacak ve stok yönetiminin firmaların finansal performansı üzerinde belirleyici bir rol oynadığını göstermekte; özellikle alacak devir hızı yüksek olan firmaların faaliyet etkinliğinin görece daha güçlü olduğu görülmektedir. Kârlılık oranları ise 2020–2021 döneminde zayıflarken, 2022 yılında toparlanma eğilimi göstermiş; ancak 2023 ve 2024 yıllarında artan maliyetler ve talep koşullarındaki zayıflama nedeniyle bazı firmalarda kârlılığın yeniden baskı altına girdiği tespit edilmiştir.

Elde edilen bulgular, tekstil sektöründe finansal performansın tek boyutlu göstergelerle değerlendirilmesinin yetersiz olduğunu ve firma bazlı çok boyutlu analizlerin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Çalışma sonuçlarının,

1 Dr. Öğr. Üyesi, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, İİBE, Finans ve Bankacılık Bölümü, <https://orcid.org/0000-0002-6494-6482>

tekstil sektörüne yönelik akademik literatüre ampirik katkı sağlamasının yanı sıra, sektör yöneticileri ve politika yapıcılar için finansal karar alma süreçlerine yol gösterici nitelikte olduğu değerlendirilmektedir.

1. Giriş

Tekstil insanlığın kendisini dış hava olaylarına ve diğer doğa olaylarına karşı kendisini korumak amacıyla ortaya çıkmış olup ilk ortaya çıktığı günden bugüne kadar güncelliğini korumaya devam etmiştir. Yüzyıllar boyunca tekstil ürünleri insanların günlük yaşamlarının her anında yer almaktadır. Bu bağlamda önceleri sadece korunma ve örtünme amaçlı kullanılan tekstil ürünleri sonraki dönemlerde farklı şekillere evrilerek daha farklı amaçlar için kullanılmaya başlamıştır. Böylelikle tekstil ürünleri hayatımızın hemen hemen tüm alanlarında yer almıştır (Arslan ve Arslan, 2024: 2).

Tekstil sektörü sanayi devriminde seri üretim gerçekleştiren ilk sektörlerden olup ülkelerin kalkınma süreçlerinin gerçekleştirilmesinde önemli bir role sahiptir. Sözkonusu sektörün fazla sermaye gereksinimine ihtiyaç olmadan istihdam alanı oluşturma kapasitesine sahip olması günümüzde ülkelerin kalkınma süreçlerini gerçekleştirmelerinde etkinliklerine katkı sağlamaktadır (Özbaş, 2025: 309).

Sanayileşme ülkelerin gelişme düzeyine ve refahına olumlu katkılar sağlamaktadır. Türkiye’de ise imalat sektörü içerisinde 16 alt sektör bulunmakta olup tekstil sektörü bu sektörler içerisinde dikkat çeken bir özelliğe sahiptir. Tekstil imalatı, Avrupa Birliği tarafından benimsenen NACE sınıflandırma sistemine göre Türkiye Merkez Bankası’nın (TCMB) sektör sayfasında C-13 koduyla sınıflandırılmaktadır. Tekstil imalatı, tekstil elyaflarının hazırlanması ve eğrilmesi, dokunması, kumaşların terbiyesi ve diğer tekstil ürünlerinin imalatını kapsamaktadır (Ezin, 2022).

Çok eski çağlardan günümüze tekstil üretimi ve dokumacılığında güçlü bir varlık sürdüren Türkiye, tekstil alanında zengin bir çeşitliliğe sahiptir. Birçok medeniyetin beşiği olan Anadolu, tekstil üretiminde önemli ilerlemeler kaydetmiş ve bu mirası günümüze kadar korumuştur. Cumhuriyetin ilk yıllarında tekstil sektörü, ülkenin kalkınmasında rol oynayan bir sektör olmuştur. Cumhuriyet döneminde hem devlet hem de özel sektör tarafından tekstil endüstrisinin modernizasyonuna yönelik yapılan yatırımlar ve girişimler sayesinde, Türkiye’nin tekstil üretiminin ve dış ticaretinin artmasına katkı sağlamıştır (Esi, 2017).

1980’li yıllarda liberal ekonomiye geçiş ile birlikte uluslararası piyasaların rekabetçi hal almasıyla birlikte Türkiye, tekstil sektöründe dünya pazarında önemli bir konuma gelmiştir. Özellikle tekstil ve hazır giyim ürünlerinin

uluslararası ticaretinde belirgin değişimler yaşanmıştır. Tekstil sektörü, ihracat yoluyla üretim, istihdam ve döviz geliri sağladığı için birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye’de de öncü bir sektördür. Bir sektörün Türkiye ekonomisinde önemli bir paya sahip olması, bu sektörün gelişiminin ekonominin tamamı üzerinde önemli bir etkiye sahip olacağı anlamına gelmektedir. İç ve dış değişimlere karşı son derece hassas olan ve yeniliklere hızla uyum sağlayabilen tekstil sektörü, yalnızca kendisi üzerinde değil, diğer sektörler üzerinde de önemli bir etkiye sahiptir. Tekstil sektörü, kriz dönemlerinde Türkiye’nin yumuşak karnı olsa da, kalkınma ve büyüme dönemlerinde ekonominin itici gücü ve başlıca umudu olarak da hizmet vermektedir. Bu nedenle, bu sektörde rekabet gücünün sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır (Öngüt, 2007).

Bu çalışmada Türkiye ekonomisi için öngörülen Tekstil sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da hisse senetleri işlem gören şirketlerin finansal tabloları analiz edilecektir. Tekstil sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2020-2024 yılları arasındaki finansal tabloları oran analizi yöntemi ile analiz edilerek sektördeki şirketlerin durumu hakkında değerlendirmeler yapılacaktır.

2. Dünya’da ve Türkiye’de Tekstil Sektörü

Dünya’da yaşanan nüfus artışı, harcanabilir gelir ve hızlı kentleşme ile birlikte perakende mağaza sayısında artışın olacağı ve tekstil pazarının daha da büyüyeceği yönünde bir beklentiye neden olmuştur. Ancak 2020 yılında ortaya çıkan COVID 19 salgını tüketicilerde sağlık ve güvenlik konusunda endişeye düşürmesi talebi olumsuz yönde etkilemesinin yanında tedarik zincirinde yaşanan aksamalar da sektörü olumsuz yönde etkilemiştir. Günümüzde salgının etkisinin kaybolması sektörün toparlanmasına ve salgın öncesi seviyelere ulaşmaya başlamıştır (<https://www.kolayihracat.gov.tr>).

Küresel pazar büyüklüğü 2023 yılında 1,8 trilyon doları aşan tekstil sektörünün, 2024-2030 yılları arasında %7,4’lük bileşik yıllık büyüme oranıyla 3 trilyon doları aşması öngörülmektedir. Büyümeye devam etmesi beklenen tekstil endüstrisindeki önemli ülkeler Çin, Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği (AB), Türkiye ve Hindistan’dır. Çin, ham tekstil ve giyim alanında dünyanın önde gelen üreticisi ve ihracatçısı konumundadır. Ham pamuk üretimi ve ihracatında lider olan Amerika Birleşik Devletleri, aynı zamanda ham tekstil ve giyim alanında önemli bir ithalatçıdır. Nüfusu 450 milyona yaklaşan AB, küresel tekstil pazarının beşte birini oluşturmaktadır. AB tekstil sektöründe öne çıkan ülkeler arasında Almanya, İspanya, Fransa, İtalya ve Portekiz yer almaktadır. Dünyanın en büyük üreticilerinden biri olan Hindistan, toplam tekstil üretiminin %3’ünden fazlasını oluşturmaktadır (<https://www.kolayihracat.gov.tr>).

Tekstil üretimi, Sanayi Devrimi'nden bu yana uluslararası ticaretin önemli bir segmenti olmuştur. 2020 yılında tüm dünyayı etkileyen COVID-19 pandemisi, diğer tüm sektörleri olduğu gibi tekstil sektörünü de olumsuz etkilemiştir. 2021 yılında, pandeminin etkilerinin azalmasıyla birlikte, küresel tekstil ihracatı bir önceki yıla göre %4,6 artarak 381,3 milyar ABD dolarına ulaşmış ve pandemi öncesi seviyelerin üzerine çıkmıştır. Tablo 1 incelendiğinde; küresel tekstil ticaretinde, küresel pazar payına göre önde gelen ihracatçıların Çin (%35), Hindistan (%6,9), ABD (%5,3), Türkiye (%4,2) ve Almanya (%4,1) olduğu görülmektedir. Türkiye'nin tekstil ihracatı 2021 yılında bir önceki yıla göre %31,0 artarak 16,2 milyar ABD dolarına ulaşmış ve %4,2'lik küresel pazar payıyla dördüncü sırada yer almıştır (Ticaret Bakanlığı, 2022).

Tablo 1: Tekstil ve Hammaddeleri İhracatçısı Ülkeler

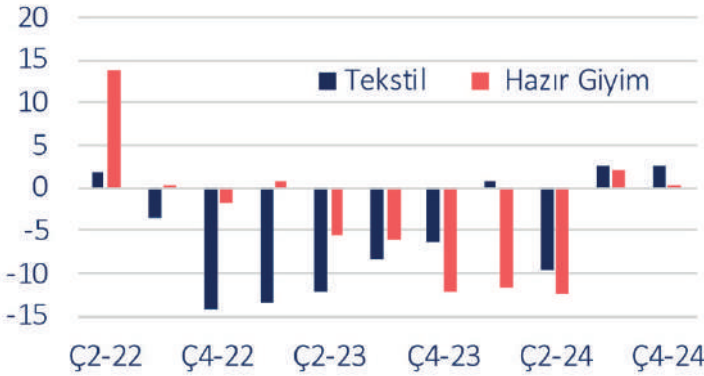
Ülke Adı	2019	2020	2021	2020/2021	2021
	Değer (1.000 \$)	Değer (1.000 \$)	Değer (1.000 \$)	Değişim	Pay
Çin	122.335.115	156.072.263	133.589.050	-14,4%	35,0%
Hindistan	19.243.533	17.381.028	26.264.324	51,1%	6,9%
ABD	20.910.426	18.660.071	20.382.708	9,2%	5,3%
Türkiye	12.511.407	12.342.286	16.163.088	31,0%	4,2%
Almanya	14.374.630	14.389.755	15.580.284	8,3%	4,1%
İtalya	12.226.264	10.079.343	12.482.309	23,8%	3,3%
Vietnam	9.386.232	10.069.052	11.218.390	11,4%	2,9%
Güney Kore	10.737.486	9.096.027	10.264.387	12,8%	2,7%
Pakistan	7.853.099	7.420.051	9.615.399	29,6%	2,5%
Tayvan	8.711.037	7.154.869	8.576.975	19,9%	2,2%
Hollanda	6.014.731	6.165.093	7.308.548	18,5%	1,9%
Belçika	6.644.291	6.198.551	6.989.562	12,8%	1,8%
Japonya	7.209.413	6.095.630	6.746.703	10,7%	1,8%
Fransa	5.331.249	4.737.392	5.571.565	17,6%	1,5%
Hong Kong	6.329.867	5.346.832	5.291.209	-1,0%	1,4%
İspanya	4.821.542	4.174.389	5.266.286	26,2%	1,4%
Endonezya	4.592.431	3.564.991	4.548.783	27,6%	1,2%
Avustralya	3.631.080	2.148.947	4.392.949	104,4%	1,2%
Brezilya	3.407.835	3.929.463	4.322.574	10,0%	1,1%
Tayland	4.464.258	3.687.355	4.256.515	15,4%	1,1%
Liste Toplamı (İlk 20 Ülke)	290.735.926	308.713.388	318.831.608	3,3%	83,6%
Diğer Ülkeler	58.067.750	55.758.665	62.515.760	12,1%	16,4%
Genel Toplam	348.803.676	364.472.053	381.347.368	4,6%	100,0%

Tablo 2 incelendiğinde, ABD (%11,4 pay), Vietnam (%7 pay), Çin (%6,4 pay), Almanya (%4,8 pay) ve Bangladeş (%4,4) tekstil ve hammaddeleri ithalatında ön plana çıkan ülkeler olmuştur. Dünya tekstil ithalatçıları arasında Türkiye'nin tekstil ithalatı, 2021 yılında bir önceki yıla göre %28,4 oranında artarak 9,9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş ve tekstil ve hammaddeleri ithalatı gerçekleştiren ülkeler arasında 7'nci olmuştur (Ticaret Bakanlığı, 2022).

Tablo 2: Tekstil ve Hammaddeleri İthalatçısı Ülkeler

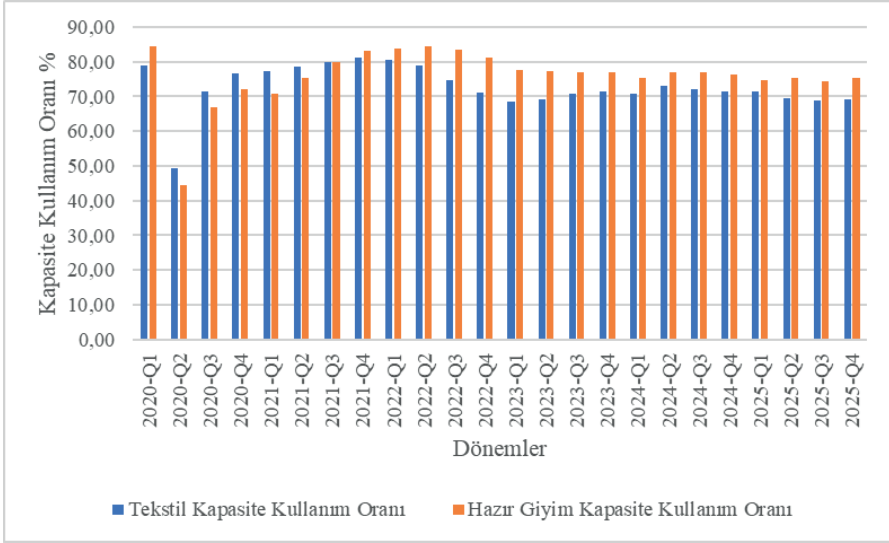
Ülke Adı	2019	2020	2021	2020/2021	2021
	Değer (1.000 \$)	Değer (1.000 \$)	Değer (1.000 \$)	Değişim	Pay
ABD	32.051.665	46.094.966	40.568.034	-12,0%	11,4%
Vietnam	20.337.183	18.202.195	24.766.178	36,1%	7,0%
Çin	24.052.815	21.081.146	22.712.746	7,7%	6,4%
Almanya	14.301.272	20.533.130	17.108.716	-16,7%	4,8%
Bangladeş	12.668.934	10.639.566	15.730.739	47,9%	4,4%
İtalya	9.409.241	10.940.574	10.335.292	-5,5%	2,9%
Türkiye	9.034.703	7.771.921	9.982.322	28,4%	2,8%
Japonya	9.166.469	11.994.637	9.513.368	-20,7%	2,7%
Endonezya	8.530.390	6.573.187	8.788.629	33,7%	2,5%
Fransa	7.306.986	12.981.292	8.780.757	-32,4%	2,5%
İngiltere	7.636.861	11.378.781	8.455.084	-25,7%	2,4%
Meksika	6.704.274	5.643.966	6.953.749	23,2%	2,0%
Hindistan	7.148.244	4.606.928	6.925.113	50,3%	1,9%
Güney Kore	5.743.217	6.042.260	6.523.865	8,0%	1,8%
Hollanda	5.009.985	5.924.789	6.489.339	9,5%	1,8%
Polonya	4.794.014	5.313.058	5.930.892	11,6%	1,7%
İspanya	4.975.057	6.568.925	5.872.006	-10,6%	1,6%
Kanada	4.640.367	6.446.832	5.657.591	-12,2%	1,6%
Kamboçya	5.166.084	4.519.040	5.542.051	22,6%	1,6%
Rusya	4.149.919	4.597.013	5.100.785	11,0%	1,4%
Liste Toplamı (İlk 20 Ülke)	202.827.680	227.854.206	231.737.256	1,7%	65,1%
Diğer Ülkeler	111.817.939	112.634.256	124.196.507	10,3%	34,9%
Genel Toplam	314.645.619	340.488.462	355.933.763	4,5%	100,0%

Küresel ölçekte meydana gelen ekonomik problemler Türkiye'deki sektörleri de olumsuz yönde etkilemiştir. Bu bağlamda, Türkiye tekstil ve hazır giyim sektörü, 2025 yılının ilk yarısında genel olarak bir daralma eğilimi göstermiştir. Sektörün toplam ihracatı 2025'in ilk altı ayında 131.440 milyon dolar seviyelerine ulaşmıştır. Sektörün toplam ihracatında artış yaşansa da hazır giyim ve konfeksiyon sektörünün genel ihracat içindeki payı %6,2 olarak gerçekleşmiştir. Ancak ülke bazında gerçekleştirilen ihracat performansında farklılıkların olduğu gözlemlenmiştir. Almanya, Hollanda ve İspanya gibi ülkelere yapılan hazır giyim ve konfeksiyon ihracatında düşüşler yaşanırken, Ürdün'e %349 gibi dikkat çekici bir artış kaydedilmiştir. Benzer şekilde, Kosova ve Macaristan'a yapılan ihracatta da önemli ivmeler yakalanmıştır. Avrupa Birliği ülkelerine yapılan toplam ihracatın %62,1'ni oluşturması, AB'nin Türk hazır giyim ve konfeksiyon sektörü için stratejik bir pazar olmaya devam ettiğini ancak bu pazarda da %6,5 oranında bir düşüş yaşanmıştır.



Kaynak: Türkiye İş Bankası

Şekil 1'de Türkiye'nin 2022-2024 yılları arasında Tekstil ve Hazır Giyim sektöründe gerçekleştirdiği ihracattaki yıllık değişim verilmiştir. 2024 yılının son çeyreğinde değer bazında tekstil sektörü ihracatı 2023'ün aynı dönemine göre %2,7 oranında yükselmiştir. 2022 yılı ikinci çeyrekte sektörün ihracat miktarı dönemler itibarı ile düşüş yaşarken 2024 yılının son çeyreğinde artışın yaşandığı görülmüştür. Bu dönemde AB ülkelerine yapılan ihracat gerilemeye devam ederken, başta Mısır ve Fas olmak üzere yıllarda hazır giyim imalatında öne çıkan Kuzey Afrika ülkelerine yönelik satışlar artmıştır. Hazır giyim ihracatı 2024'ün son çeyreğinde 2023'ün aynı dönemine göre değer bazında yata yata seyretilmiştir.

Şekil 2: Tekstil ve Hazır Giyim Sektörü Kapasite Kullanım Oranı

Şekil 2’de Tekstil ve Hazır Giyim sektörünün kapasite kullanım oranlarına yer verilmiştir. Buna göre sözkonusu sektörlerin kapasite kullanım oranları 2020 yılı ilk çeyreğinde %80 civarında iken 2020 yılının ikinci çeyreğinde pandeminin de etkisiyle düşmüştür. 2021 ve 2022 yıllarında pandeminin sona ermesi ile birlikte hazır giyim sektörünün 2022 yılının ilk yarısında kapasite kullanım oranı %84 olurken tekstil sektörünün kapasite kullanım oranı %78 civarında gerçekleşmiştir. 2022 yılından itibaren ekonomide yaşanan dalgalanmaların da etkisi ile tekstil ve hazır giyim sektörünün kapasite kullanım oranı düşüş eğilimi içerisine girmiştir. Özellikle tekstil sektöründe kapasite kullanım oranı 2022 yıl sonundan 2025 Haziran’a kadar %80,8 seviyesinden %69,8 seviyesine gerileyerek önemli bir kapasite kullanım kaybı yaşamıştır. 2025 yılı ikinci çeyrekten itibaren tekstil (%69,8) sektöründe düşüş eğilimi devam ederken, hazır giyim sektörü (%76,1) bu dönemde nispeten daha iyi bir performans sergilemiştir.

Tablo 3: Tekstil ve Hazır Giyim Sektörü Temel Göstergeler

	2024						
	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	Ekim	Kasım	Aralık
Tekstil Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)	1,4	-4,4	-3,8	3,5	0,2	5,0	5,4
Hazır Giyim Sanayi Üretimi (yıllık % değişim)	-12,4	-11,6	2,9	10,6	11,3	11,1	9,3
Tekstil Ciro (reel, yıllık % değişim)	3,5	-4,8	-5,4	3,1	1,5	3,8	4,2
Hazır Giyim Ciro (reel, yıllık % değişim)	-7,3	-10,6	-2,0	4,6	5,8	5,6	2,6
Tekstil Üretici Fiyatları (yıllık % değişim)	53,7	51,8	30,4	24,6	27,2	23,7	23,1
Hazır Giyim Üretici Fiyatları (yıllık % değişim)	63,2	74,6	55,4	42,5	44,5	44,0	39,3
Tekstil İhracatı (milyon USD)	3.926	3.508	4.382	4.384	1.552	1.511	1.321
Hazır Giyim İhracatı (milyon USD)	3.564	3.331	3.488	3.061	1.086	1.059	916
Tekstil İhracatı (değer bazında, yıllık % değişim)	0,9	-9,5	2,6	2,7	4,6	5,8	-2,7
Hazır Giyim İhracatı (değer bazında, yıllık % değişim)	-11,7	-12,5	2,0	0,0	6,7	7,1	-13,1
Sektörel Kredilerdeki Payı (%)	4,3	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Takipteki Krediler Oranı (%)	1,8	1,8	1,9	2,2	2,1	2,1	2,2

Tablo 3'te Tekstil ve Hazır Giyim Sektörüne ilişkin temel göstergelere yer verilmiştir. Buna göre; 2024 yılında tekstil sanayi üretimi ilk çeyrekte %1,4 oranında artmış, ikinci ve üçüncü çeyreklerde sırasıyla %4,4 ve %3,8 oranlarında düşüş göstermiş, dördüncü çeyrekte ise %3,5 oranında artış kaydetmiştir. Hazır giyim sanayi üretimi ise aynı dönemde ilk iki çeyrekte %12,4 ve %11,6 oranında azalırken üçüncü çeyrekte %2,9 ve dördüncü çeyrekte %10,6 oranında artmıştır. Reel ciro verileri incelendiğinde tekstilde yıl boyunca sırayla %3,5 artış, %4,8 düşüş, %5,4 düşüş ve %3,1 artış görülürken; hazır giyimde ilk iki çeyrekte %7,3 ve %10,6 düşüş, üçüncü çeyrekte %2,0 düşüş ve son çeyrekte %4,6 artış gerçekleşmiştir. Üretici fiyatlarında tekstil sektöründe yıllık artış oranı yılın başında %53,7 iken yılın sonunda %24,6'ya, hazır giyimde ise %63,2'den %42,5'e gerilemiştir. İhracat performansı çeyrekler itibarıyla tekstil sektöründe 3.926, 3.508, 4.382 ve 4.384 milyon dolar, hazır giyimde ise 3.564, 3.331, 3.488 ve 3.061 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Finansal göstergelerde, sektörün toplam krediler içindeki payı yıl boyunca

%4,3 ile %4,5 arasında değişirken, takipteki kredi oranı yılın başında %1,8 seviyesinde iken yıl sonunda bu oran %2,2'ye yükselmiştir.

3. Tekstil Sektörü Finansal Analizi

Borsa İstanbul Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri Sektöründe 2025 yılı itibarıyla 27 şirket faaliyet göstermektedir. Ancak bu 27 şirketin bir kısmının yeni halka arz sebebiyle finansal verileri analiz için yeterli düzeyde olmadığı görülmüştür. Bu çalışmada 2020- 2024 dönemi seçilmiştir. Ancak borsaya kote olmuş 27 şirketin hepsinin analize dahil edilemeyeceğinden bunlar içerisinde BİST TİM-100 Endeksi'nde işlem gören ve sözkonusu döneme ait verilerine ulaşılabilen 15 şirket analiz kapsamına alınmıştır. Söz konusu şirketlerin BIST kodları ve isimleri Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4: Analize Dabil Edilen Şirketler

BIST Kodu	Şirket Adı	BIST Kodu	Şirket Adı
ARSAN	Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.	KORDS	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.
BLCYT	Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	LUKSK	Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.Ş.
BOSSA	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.	MNDRS	Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
DAGI	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	RODRG	Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
DERIM	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	SKTAS	Söktaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
DESA	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	YATAS	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.
HATEK	Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	YUNSA	Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KRTEK	Karsu Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.		

3.1. Likidite Analizi

Tekstil sektöründe faaliyet gösteren ve analize dahil edilen şirketlere ilişkin likidite oranları Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5: Likidite Oran Analizi Sonuçları

Şirketler	2020			2021			2022			2023			2024		
	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO
ARSAN	2,53	1,82	0,91	2,15	1,43	0,40	1,91	0,97	0,36	7,47	5,00	4,71	13,78	11,93	11,69
BLCYT	4,15	2,79	1,24	7,09	5,09	3,04	13,12	10,48	6,16	11,75	8,97	6,18	9,87	8,20	4,95
BOSSA	1,21	0,77	0,03	1,32	0,81	0,08	1,29	0,70	0,18	1,55	0,91	0,11	1,75	0,90	0,07
DAGI	1,16	0,43	0,21	1,42	0,62	0,21	1,15	0,41	0,10	1,29	0,49	0,11	1,13	0,38	0,06
DERIM	1,43	1,27	0,02	1,25	0,93	0,17	1,35	1,14	0,35	1,36	1,10	0,24	1,39	1,18	0,16
DESA	1,60	0,58	0,39	1,62	0,93	0,56	1,58	0,72	0,37	2,04	1,06	0,79	1,79	0,49	0,26
HATEK	1,29	0,70	0,11	1,19	0,54	0,03	1,28	0,41	0,00	1,14	0,42	0,24	0,96	0,25	0,08
KRTEK	1,26	0,57	0,18	1,16	0,48	0,07	1,29	0,37	0,10	1,51	0,61	0,09	1,29	0,51	0,13
KORDS	1,14	0,62	0,18	1,12	0,53	0,04	1,31	0,58	0,09	1,24	0,58	0,14	1,33	0,61	0,15
LUKSK	2,11	1,49	0,74	1,94	1,43	0,97	1,53	0,76	0,31	1,34	0,81	0,19	1,91	1,09	0,12
MNDRS	1,10	0,49	0,05	0,87	0,39	0,07	1,22	0,35	0,06	1,63	0,62	0,19	1,54	0,82	0,23
RODRG	1,16	0,17	0,03	1,49	0,19	0,06	1,33	0,20	0,12	1,59	0,15	0,12	1,57	0,14	0,08
SKTAS	0,55	0,27	0,12	0,57	0,24	0,08	0,63	0,28	0,05	0,74	0,31	0,08	0,63	0,18	0,03
YATAS	1,53	0,76	0,51	1,42	0,39	0,13	1,17	0,43	0,13	1,16	0,45	0,11	1,19	0,34	0,06
YUNSA	1,54	0,73	0,46	1,28	0,54	0,10	1,83	1,00	0,34	1,92	1,15	0,64	1,94	0,81	0,16
Sekt. Ort.	1,30	0,91	0,33	1,30	0,77	0,20	1,33	0,73	0,31	1,51	0,73	0,24	1,63	0,99	0,23
CO: Cari Oran LO: Likidite Oranı NO: Nakit Oran															

Likidite oranları (cari oran, likidite oranı ve nakit oranı), firmaların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesini tespit etmede kullanılan oranlardır. Analiz döneminde sektör genelinde cari oran ve likidite oranları analiz kapsamındaki şirketlerde 1'in üzerinde gerçekleştiği ancak nakit oranlarının oldukça düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Bu durum, tekstil sektöründe likiditenin büyük ölçüde stoklar ve ticari alacaklar üzerinden sağlandığı söylenebilir.

Tekstil sektörünün 2020-2024 dönemine ait likidite oranlarına ilişkin sektör ortalamaları incelendiğinde; cari oranın 2020, 2021 ve 2022 yıllarında 1,30 seviyesinde, 2023 ve 2024 yıllarında sırası ile 1,51 ve 1,63 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Likidite oranına ait sektör ortalaması 2020 yılında 0,91 seviyesinde gerçekleşirken 2020 yılına nazaran 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sektörün ortalamasında düşüş yaşanmış ancak 2024 yılında likidite oranının sektör ortalaması yükseliş kaydederek 0,99 seviyesine ulaşmıştır. Nakit oranının sektör ortalaması ise 2020 yılına kıyasla sürekli düşüş yaşandığı görülmüştür.

Sektör ortalaması bazında şirketler değerlendirildiğinde yıllar itibarı ile sektör ortalamasının üzerinde olan şirketlerin değişkenlik gösterdiği görülmüştür.

Ancak ARSAN, BLCYT, LUKSK ve YUNSA şirketlerinin cari oran, likidite oranı ve nakit oranı yıllar itibarı ile sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşen şirketler olmuştur.

Analiz kapsamında yer alan şirketler değerlendirildiğinde, ARSAN ve BLCYT şirketlerinde özellikle 2023 ve 2024 yıllarında cari ve likidite oranlarında çok belirgin artışlar yaşandığı görülmüştür. Bu artışlar şirketlerin kısa vadeli borç ödeme kapasitesinde artış olduğu ve ihtiyatlı bir likidite politikası izlendiği söylenebilir. Buna karşılık BOSSA, DAGI ve SKTAS firmalarında likidite oranlarının dönem boyunca görece düşük seviyelerde seyretmesi, kısa vadeli finansal esnekliğin sınırlı olduğuna işaret etmektedir. LUKSK ve YUNSA firmalarında ise yıllar itibarıyla likidite oranları incelendiğinde dalgalı bir likidite yapısına sahip oldukları gözlenmekte olup bu durum şirketlerin likidite yönetiminde dönemin ekonomik koşullarına bağlı olarak farklı stratejiler uyguladıkları söylenebilir.

3.2. Finansal Yapı Analizi

Testil sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2020-2024 yılları arasında ait kaldıraç oranına ilişkin analiz sonuçları Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: Şirketlerin Kaldıraç Oranları

Şirketler	2020	2021	2022	2023	2024
ARSAN	24,80	16,25	20,61	12,81	9,61
BLCYT	12,33	12,04	9,30	6,78	12,54
BOSSA	73,07	63,21	52,07	34,30	30,60
DAGI	44,83	46,78	61,07	49,53	50,84
DERIM	77,57	81,23	74,63	74,36	73,67
DESA	73,27	67,27	55,26	37,30	42,25
HATEK	32,65	41,00	41,04	40,70	46,14
KRTEK	73,23	71,26	62,60	40,52	50,48
KORDS	56,89	53,72	57,46	54,08	57,85
LUKSK	49,90	54,40	46,16	28,64	24,41
MNDRS	73,06	73,14	48,32	34,61	35,02
RODRG	66,07	46,54	58,55	46,35	54,74
SKTAS	77,17	63,52	59,35	51,24	46,73
YATAS	62,60	54,16	67,20	57,19	55,26
YUNSA	69,42	74,38	60,91	28,26	26,46
Sekt. Ort.	56,57	54,02	51,16	41,14	38,19

Kaldıraç oranları, firmaların varlıklarını ne ölçüde borçla finanse ettiklerini ve buna bağlı finansal risk düzeylerini ortaya koymaktadır. Tablo 5'te verilen sonuçlar değerlendirildiğinde, sektör genelinde borçlanma düzeyinin şirketler arasında farklılaşmanın olduğunu göstermektedir. Özellikle BOSSA, DERİM, DESA ve SKTAS firmalarında kaldıraç oranları diğer şirketlere nazaran yüksek seviyelerde seyretmekte olup, bu şirketlerde borçla büyüme stratejisinin ön planda olduğunu ve kaldıraçın etkisi ile karlılıklarını artırmayı hedefledikleri söylenebilir.

Tablo 5'e göre kaldıraç oranına ait sektör ortalamasında yıllar itibari ile azalışın olduğu görülmektedir. Buna göre 2020 yılında ortaya çıkan COVID 19 salgınından sonra yaşanan ekonomik dalgalanmalardan dolayı sektörün krediye ulaşmada yaşadığı zorluklar ve maliyetin yüksek olmasında dolayı bu düşüşün yaşandığı söylenebilir.

Sektörde faaliyet gösteren ARSAN ve LUKSK şirketlerinin kaldıraç oranlarının yıllar itibarıyla belirgin biçimde düşmesi, borç azaltma ve özkaynak yapısını güçlendirme yönünde bir politikaya yöneldiği söylenebilir. YUNSA firmasının 2022 sonrası dönemde kaldıraç oranında yaşanan düşüş finansman yapısında yapısal bir dönüşüm yaşandığını belirtmektedir. Bu farklılıklar, tekstil sektöründe finansal riskin homojen olmadığını ve şirket bazında stratejilerin farklılaştığını da göstermektedir.

3.3. Faaliyet Etkinlik Analizi

Tekstil sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin faaliyet oranlarına ilişkin sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: Faaliyet Oranları Analiz Sonuçları

Şirketler	2020				2021				2022				2023				2024							
	AKTDH	ADH	ADS	ÖDH	AKTDH	ADH	ADS	ÖDH	AKTDH	ADH	ADS	ÖDH	AKTDH	ADH	ADS	ÖDH	AKTDH	ADH	ADS	ÖDH				
ARSAN	0,40	4,08	89,36	5,65	0,56	0,46	81,47	7,11	0,59	0,60	6,53	55,86	6,11	0,81	8,27	44,15	328,54	0,09	0,01	9,49	38,46	1,55	0,01	
BLCYT	0,37	2,17	168,49	2,53	0,65	0,36	3,57	102,14	4,67	0,65	0,41	3,42	106,83	6,56	0,67	2,10	174,05	2,36	0,23	1,58	230,71	3,90	0,18	
BOSSA	0,70	2,23	163,73	3,76	2,59	0,73	2,14	170,35	3,57	1,99	0,64	3,82	95,61	3,58	1,34	3,57	102,13	4,73	1,00	0,43	1,39	80	0,61	
DAGI	0,38	6,48	56,34	1,93	0,69	0,51	3,66	99,78	2,03	0,96	0,65	4,51	80,86	2,58	1,66	5,20	70,17	2,57	1,32	4,56	80,07	1,94	1,06	
DERİM	0,78	0,90	403,96	19,95	3,47	0,96	1,60	228,55	10,98	5,11	1,98	3,42	106,67	20,22	7,81	4,75	76,80	31,25	11,31	1,97	2,70	134,98	19,12	7,50
DESA	0,66	8,98	40,65	1,60	2,47	0,68	4,84	75,36	2,79	2,08	1,06	7,17	50,93	8,34	2,37	11,94	30,58	7,60	1,51	0,48	5,99	60,98		0,83
HATEK	0,51	3,43	106,31	4,03	0,76	0,48	2,66	137,25	2,33	0,81	0,56	4,49	81,23	2,61	0,96	6,83	53,41	2,39	0,64	0,20	3,54	103,19	1,01	0,37
KRTEK	0,59	3,51	103,99	3,76	2,21	0,71	3,05	119,62	2,63	2,48	0,97	6,35	57,44	3,28	2,59	5,64	64,72	3,99	1,43	0,52	3,74	97,50	2,66	1,04
KORDS	0,60	4,16	87,79	3,70	1,76	0,56	3,08	118,70	2,64	1,50	0,78	4,78	76,40	3,35	2,30	4,92	74,14	3,44	1,83	0,53	3,66	99,64	2,58	1,62
LUKSK	0,46	3,11	117,33	4,83	0,91	0,34	3,34	109,33	3,71	0,76	0,38	3,85	94,84	4,52	0,71	3,45	105,90	6,14	0,47	0,16	1,70	215,14	2,39	0,21
MNDRS	0,68	6,28	58,15	3,63	2,59	0,59	5,96	61,29	3,26	2,21	0,54	6,72	54,30	2,41	1,05	6,34	57,61	2,77	0,81	0,32	2,83	128,90	2,50	0,50
RODRG	0,12	1,73	210,86	0,24	0,37	0,19	3,81	95,86	0,33	0,30	0,12	5,02	72,72	0,25	0,30	0,12	286,01	1,28	0,22	0,54	33,58	10,87	0,98	1,20
SKTAS	0,32	5,60	65,21	3,47	1,74	0,29	5,09	71,73	2,64	0,90	0,38	4,08	89,55	2,98	1,05	6,99	52,21	3,57	1,07	0,28	6,51	56,03	2,20	0,53
YATAS	1,23	12,16	30,03	4,91	3,30	1,30	12,37	29,51	4,28	2,84	1,57	9,04	40,37	5,33	4,80	8,13	44,88	6,49	2,89	0,79	6,55	55,73	3,45	1,75
YUNSA	0,92	7,94	45,96	2,73	3,00	0,87	3,39	107,78	2,26	3,40	1,37	4,98	73,34	4,73	3,50	5,84	62,45	4,28	0,86	0,33	2,91	125,61	1,91	0,46
AKTDH: Akatif Devir Hızı ADH: Alacak Devir Sırası ADS: Stok Devir Sırası ÖDH: Özkaynak Devir Hızı																								

Faaliyet oranları, firmaların mevcut varlıklarını ne ölçüde etkin kullandıklarını gösteren oran grubudur. Şirketlerin aktif devir hızları incelendiğinde, bazı şirketlerin sahip olduğu varlıklarını gelir oluşturmada daha etkin kullandığı, bazılarının ise aktif devir hızlarının düşük olması âtıl kapasite sorununa neden olabileceği düşünülmektedir.

Alacak devir hızları ve alacak devir süreleri açısından 2020 yılında DERİM ve RODRG şirketlerinin oldukça uzun tahsilat sürelerine sahip olduğu görülmektedir. Alacak devir sürelerinin uzun olması bu şirketlerde işletme sermayesi ihtiyacını artırıcı bir unsur olarak değerlendirilebilir. Buna karşılık YATAS ve DESA firmalarında alacak devir hızlarının yüksek olması, kredi ve tahsilat politikasının iyi yürütüldüğünü göstermesinin yanında şirketin nakit akışına olumlu yönde etki ederek faaliyetlerin daha etkin yürütülebileceğine işaret etmektedir. Stok devir süreleri incelendiğinde BOSSA ve KORDS firmalarının daha istikrarlı bir yapı sergilediği, DAGI ve LUKSK firmalarında ise stok yönetiminin dönemler itibarıyla dalgalanmaların yaşandığı görülmektedir.

3.4. Karlılık Analizi

Tekstil sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin karlılık oranlarına ilişkin analiz sonuçları Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8: Kartlık Oranları Analiz Sonuçları

Şirketler	2020				2021				2022				2023				2024			
	ROA	BKM	NKM	ROE	ROA	BKM	NKM	ROE	ROA	BKM	NKM	ROE	ROA	BKM	NKM	ROE	ROA	BKM	NKM	ROE
ARSAN	16,71	15,16	42,05	23,38	26,50	14,91	57,53	33,80	29,89	19,33	50,02	40,59	10,06	-19,88	140,28	12,42	9,77	-43,97	1029,58	12,01
BLCYT	12,28	38,12	33,40	21,66	19,26	40,69	53,67	34,83	25,12	28,51	61,88	41,34	9,48	30,07	58,45	13,35	-4,82	15,87	-42,05	-7,48
BOSSA	3,68	35,15	5,27	13,67	17,75	33,78	24,23	48,24	20,07	22,42	31,20	41,87	15,23	16,20	23,21	23,18	4,21	22,52	9,89	6,07
DAGI	2,61	44,78	6,87	4,73	-2,72	47,21	-5,30	-5,11	4,03	57,78	6,23	10,35	5,03	57,05	7,55	9,97	-3,32	57,81	-6,37	-6,75
DERIM	-1,67	8,10	-2,14	-7,44	0,69	14,53	0,72	3,70	7,25	14,11	3,66	28,57	1,36	12,02	0,47	5,32	2,91	12,07	1,47	11,05
DESA	0,47	49,64	0,71	1,74	7,29	44,34	10,72	22,29	22,40	41,59	21,15	50,06	19,15	49,69	20,25	30,55	6,59	57,12	13,75	11,41
HATEK	3,42	20,73	6,67	5,08	5,09	27,50	10,60	8,64	5,62	21,73	9,98	9,54	-7,89	17,96	-20,85	-13,32	-2,64	7,07	-13,05	-4,90
KRTEK	3,57	23,65	6,04	13,33	9,12	27,57	12,78	31,73	16,33	30,76	16,85	43,66	7,27	18,26	8,55	12,22	-6,73	7,02	-13,01	-13,59
KORDS	1,98	17,70	3,32	5,83	6,11	21,95	10,84	16,31	6,40	18,22	8,18	18,82	1,13	14,96	1,68	3,07	-0,12	14,84	-0,23	-0,38
LUKSK	3,10	44,16	6,79	6,19	9,36	43,43	27,19	20,53	15,66	37,64	40,80	29,08	11,91	36,80	35,38	16,70	-1,92	16,62	-11,88	-2,54
MNDRS	-3,44	18,88	-5,05	-13,06	-6,98	16,57	-11,92	-26,34	13,66	33,01	25,44	26,73	9,17	10,86	17,56	14,15	-0,68	-2,11	-2,09	-1,05
RODRG	0,08	59,44	0,63	0,23	1,73	57,03	9,21	2,79	0,44	52,11	3,59	1,07	6,52	35,88	54,82	12,16	-10,71	57,70	-19,73	-23,66
SKTAS	-6,06	33,19	-18,68	-32,54	0,72	59,12	2,49	2,24	-5,37	32,81	-14,19	-14,83	-0,76	4,32	-1,63	-1,74	4,65	16,76	-16,39	-8,73
YATAS	12,01	39,04	9,73	32,11	11,66	34,66	8,96	25,43	12,01	32,51	7,63	36,62	6,41	27,97	5,18	14,98	1,06	31,03	1,35	2,37
YUNSA	3,09	22,39	3,36	10,11	6,74	29,71	7,73	26,29	37,32	38,16	27,27	95,46	15,37	29,05	24,87	21,43	0,27	17,35	0,80	0,37

Kârlılık oranları (ROA, ROE, brüt kâr marjı ve net kâr marjı), firmaların faaliyet sonuçlarını ve sermaye kullanım etkinliğini ortaya koyan oranlardır. 2020 ve 2021 yıllarında bazı firmalarda negatif kârlılık göstergelerinin gözlemlenmesi, söz konusu dönemlerin COVID 19 dönemine denk gelmesinden kaynaklı olarak ortaya çıkan maliyet baskıları ve talep daralmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

2022 yılında sektör genelinde kârlılık oranlarında iyileşmelerin başladığı görülmüştür. Özellikle YUNSA firmasında bu yılda gözlenen yüksek ROA ve ROE değerleri hem faaliyet kârlılığındaki artışı hem de finansal kaldıraç etkisini göstermektedir. DESA ve KRTEK firmalarında ise 2022 ve 2023 yıllarında kârlılık performansının güçlendiği, buna karşılık 2024 yılında bazı firmalarda kârlılığın zayıflamaya başlamıştır. DAGI, SKTAS ve MNDRS firmalarında bazı yıllarda negatif kârlılık oranlarının görülmesi finansal sürdürülebilirliğin sağlanması açısından önemli olduğu söylenebilir.

4. Sonuç

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren 15 şirketin 2020–2024 dönemine ait finansal performansları oran analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Analiz kapsamında firmaların likidite, finansal yapı, faaliyet etkinliği ve kârlılık göstergeleri ayrı ayrı ele alınmış; sektörün zaman içerisindeki dönüşümü, COVID-19 sonrası toparlanma süreci ve 2023–2024 döneminde belirginleşen finansal baskılar çerçevesinde değerlendirilmiştir.

Çalışmanın sonuçları, tekstil sektörünün incelenen dönemde heterojen bir yapı sergilediğini, şirket bazında farklı finansal stratejilerin uygulandığını göstermektedir. Özellikle 2020–2021 döneminde pandeminin etkisiyle talep daralması, maliyet artışları ve tedarik zinciri sorunları birçok firmada kârlılık ve faaliyet etkinliği göstergelerinin zayıflamasına neden olmuştur. Buna karşın 2022 yılında, küresel ölçekte normalleşme sürecinin başlamasıyla birlikte sektörde kârlılık oranlarında belirgin bir iyileşme gözlemlenmiş; ancak bu toparlanma sürecinin 2023 ve 2024 yıllarında aynı ivmeyle sürdürülemediği tespit edilmiştir.

Likidite oranları analizi, sektör genelinde cari oran ve likidite oranı kabul edilebilir seviyelerde olmasına rağmen, nakit oranlarının düşük seyretmesi nedeniyle şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini büyük ölçüde stoklar ve ticari alacaklar üzerinden finanse ettiği görülmüştür. Bu durum, özellikle ekonomik belirsizlik dönemlerinde işletme sermayesi yönetiminin sektör açısından kritik bir risk unsuru haline geldiğini ortaya koymaktadır. ARSAN, BLCYT, LUKSK ve YUNSA gibi firmaların sektör ortalamasının üzerinde

likidite göstergelerine sahip olmaları, bu firmaların daha ihtiyatlı ve temkinli bir finansal politika izlediklerini gösterirken BOSSA, DAGI ve SKTAS gibi firmalarda görece düşük likidite oranları, kısa vadeli finansal esnekliğin sınırlı olduğunu göstermektedir.

Finansal yapı analizinde, sektör ortalamasına ait kaldıraç oranlarının 2020–2024 döneminde belirgin biçimde gerilemesi, firmaların borçlanma eğiliminde temkinli bir yaklaşım benimsediğini ortaya koymaktadır. Özellikle kredi maliyetlerindeki artış, finansmana erişimde yaşanan zorluklar ve belirsiz ekonomik ortam, firmaları borç azaltma ve özkaynak ağırlıklı bir yapıya yöneldiğini göstermektedir. ARSAN, LUKSK ve YUNSA şirketlerinde kaldıraç oranlarının yıllar itibarıyla düşmesi, finansal riskin azaltılmaya çalışıldığını göstermiştir. Buna karşılık DERİM, DESA ve SKTAS gibi firmalarda görece yüksek kaldıraç oranlarının devam etmesi, bu firmaların finansal risk düzeylerinin sektör ortalamasının üzerinde seyrettiğini ortaya koymaktadır.

Faaliyet oranları incelendiğinde, etkin alacak ve stok yönetiminin, kârlılık performansı üzerinde belirleyici bir unsur olduğu görülmektedir. YATAS ve DESA gibi firmalarda alacak devir hızlarının yüksek olması, nakit dönüş süresinin kısa tutulduğunu ve işletme sermayesinin daha etkin kullanıldığını göstermektedir. Buna karşılık bazı firmalarda alacak devir sürelerinin oldukça uzun olması, finansal kaynakların âtil kalmasına ve likidite baskısının artmasına neden olabilecek bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Stok devir sürelerinde gözlemlenen dalgalanmalar ise sektörün talep koşullarına ve maliyet yapısına yüksek derecede duyarlı olduğunu göstermektedir.

Kârlılık analizleri, sektörün incelenen dönemde dalgalı bir performans sergilediğini ortaya koymaktadır. 2022 yılında birçok firmada kârlılık oranlarında belirgin bir iyileşme yaşanmış; ancak 2024 yılı itibarıyla artan üretim maliyetleri, zayıflayan dış talep ve kapasite kullanım oranlarındaki düşüşler, bazı firmalarda yeniden kârlılık baskısı oluşturmuştur. Özellikle DAGI, SKTAS ve MNDRS firmalarında belirli yıllarda negatif kârlılık oranlarına sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Analiz sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, tekstil sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performanslarının tek bir gösterge üzerinden değerlendirilmesi yeterli olmayıp bu şirketlerin likidite, finansal yapı, faaliyet etkinliği ve kârlılık gibi oranların da dikkate alınarak değerlendirilmesinin uygun olacağını göstermiştir. Bulgular, sektörde faaliyet gösteren firmaların dışsal şoklara karşı dayanıklılıklarının firma bazında önemli ölçüde farklılaştığını ve stratejik finansal yönetimin sektörün geleceği açısından belirleyici bir rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca oran analizleri genel olarak değerlendirildiğinde, 2020–2024 döneminde tekstil sektöründe faaliyet

gösteren firmaların finansal performansları, sektörün heterojen bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Likidite açısından güçlü olan firmaların her zaman yüksek kârlılık sağlayamadığı; yüksek kaldıraca sahip olan şirketlerin ise kârlılığının dalgalanma gösterdiği belirlenmiştir. Faaliyet oranları ile kârlılık arasındaki ilişki, etkin alacak ve stok yönetiminin finansal performans üzerinde belirleyici bir role sahip olduğunu göstermiştir.

Bu bulgular, tekstil sektöründe finansal analizlerin firma bazlı ve çok boyutlu bir çerçevede ele alınmasının gerekliliğini ortaya koyarak çalışma kapsamında sunulan bu analizlerin, sektöre yönelik akademik ve uygulamalı çalışmalara önemli katkılar sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Kaynaklar

- Arslan, İ. K., & Arslan, M. B. (2024). Cumhuriyetimizin Yüzyüncü Yılında Türk Tekstil Sektöründeki Gelecek Arayışları Bağlamında Stratejik Bir Değişim Dönüşüm Unsuru Olarak Teknik Tekstiller. *Avrasya Dosyası*, 14(2), 117-137.
- Özbaş, H. (2025). Türkiye'nin Tekstil ve Hazır Giyim Sektörü İhracatında Rakip Ülke Etkilerinin Ampirik Analizi. *Alanya Akademik Bakış*, 9(1), 308-323.
- Öngüt, Ç. E. (2007). Türk tekstil ve hazır giyim sanayiinin değişen dünya rekabet şartlarına uyumu. Devlet Planlama Teşkilatı.
- Ezin, Y. (2022). Tekstil sektörünün oran analizi ve topsis yöntemi ile değerlendirilmesi. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(25), 213-243.
- Esi, B. (2017). Türk tekstil endüstrisi ve gelişimi. *Journal of Awareness (JoA)*, 2(Special), 643-663.
- <https://www.kolayihracat.gov.tr/sektorler/tekstil-hali-ve-ev-tekstili-dahil>
- <https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Tekstil%20ve%20Ham-maddeleri%20Raporu%202022.pdf>
- <https://ekonomi.isbank.com.tr/sektorel-guncel-gelismeler>

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları

Sektörler Bazında İncelemeler-III

Editörler

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu