

Gıda, İçecek ve Tütün Sektörü Finansal Analizi

Yusuf Tepeli¹

Ali Bayrakdaroğlu²

Özet

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahip olan Gıda, İçecek ve Tütün sektörünün finansal analiz yöntemleri ile incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul'da işlem gören, verilerine 2018-2022 döneminde düzenli olarak ulaşılabilen ve sektörün öncü firmaları arasında yer alan 9 sektör firmasına ilişkin finansal tablo verileri kullanılmıştır. Çalışmada hem sektöre ait ortalama veriler yorumlanmış hem de şirketlere ilişkin veriler yorumlanmıştır. Sektör firmalarının finansal analizlerinde oran analizi ve trend analizi yöntemleri kullanılmıştır. Bu doğrultuda öncelikle, şirketlerin likidite oranları incelenmiş, sektörün genel anlamda likidite konusunda sağlam bir temele sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla şirketler, kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğine sahiptirler. Mali yapı oranları incelendiğinde, şirketlerin borçlanma düzeylerinin farklılık gösterdiği, bazı şirketlerin özsermaye yoğun çalışırken bazılarının ise borçlanmayı tercih ederek finansal kaldıraçtan yararlandığı belirlenmiştir. Borçlanma yapısı da kendi içerisinde farklılık göstermektedir. Şirketler genellikle uzun vadeli borçlanmayı tercih ederken, kısa vadeli borç ağırlıklı çalışan şirketler de görülmektedir. Bu durumun şirketlerin borçlanma olanaklarına erişiminin farklılık göstermesinden kaynaklandığı söylenebilir. Kârlılık oranlarına baktığımızda, sektörün genel kârlılık düzeyinin yüksek olduğu görülmektedir. Özellikle tek bir şirket dışında sektörde incelenen sekiz şirketin özsermaye kârlılıkları sektör ortalamasının oldukça üzerinde olmakla birlikte, özsermaye kârlılığı düşük olan şirketin ise esas faaliyetlerinden doğan karının yüksek olduğu görülmektedir. Şirketlerin Pazar değerine göre hesaplanan Tobin Q değeri incelendiğinde bu oranın düşük olduğu fakat 5 yıllık süreçte düzenli olarak artış gösterdiği görülmektedir. Son olarak piyasa değerine karşı olan duyarlılığının bir göstergesi olan beta katsayısının ise düşük olduğu dolayısıyla piyasada meydana gelen artış ve düşüşler karşısında sektörün agresif bir reaksiyon göstermediği görülmektedir.

1. Giriş

Genel anlamda gıdanın sürdürülebilir ve güvenilir temini toplumların sağlığı, geleceği ve bağımsızlığı açısından kritik bir öneme sahiptir. Gıdaların arzı ve talebini etkileyen faktörler göz önünde bulundurularak geliştirilmesi sektörel büyüme için önemlidir. Tarım sektörünün gıda ve içecek üretim faaliyeti ile yakın ilişkisi bulunmaktadır. Tarımsal üretim, gıdanın güvenli geleceğinin teminatıdır. Yeterli ve dengeli beslenme sürecinde gıda güvenliği, gıda güvenilirliği, gıda savunması, gıda stokları gibi konular son dönemde öne çıkmıştır.

1 Doç. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, yusuftepedi@mu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-0413-4869.

2 Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, abayrakdaroglu@mu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-1165-5884

Türkiye’de gıda, içecek ve tütün sektörü, ekonominin önemli bir parçasını oluşturarak istihdam yaratmaktadır. Ar-Ge yatırımlarının sektörde artırılması, küresel rekabet açısından önemlidir. Gıda sanayi, tarımın etkin bir şekilde koordine edilmesi ile üretim artışı ve kapasite kullanımını artırabilir. Kırsal alanlara yapılan gıda ve içecek sanayi yatırımları, bölgesel gelir eşitsizliklerinin giderilmesinde önemlidir. Gıda ve içecek sektörü, Türkiye’nin sürdürülebilir ve kapsamlı büyümesine odaklanmış durumdadır.

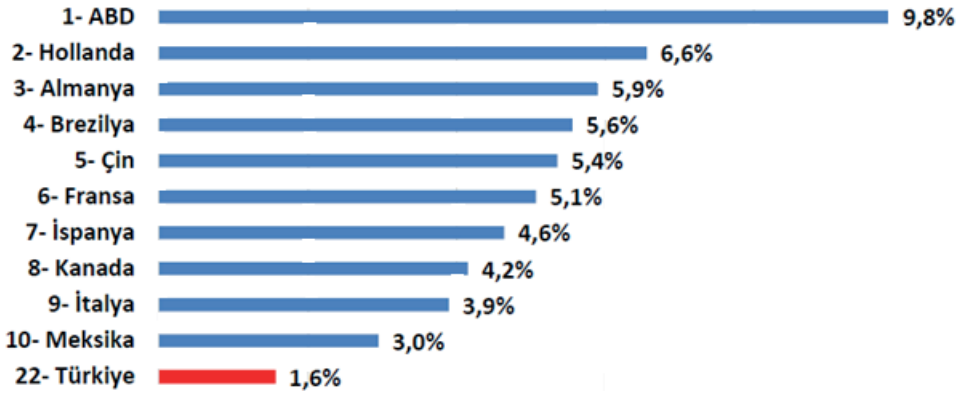
Türkiye’nin coğrafi konumu, gıda ürünlerinin üretimi ve ihracatı için avantaj sağlamaktadır. Covid-19 pandemisi, gıda sektöründe dijitalleşmeyi hızlandırmış ve tedarik zinciri optimasyonu ihtiyacını ortaya koymuştur. Türkiye açısından tarım ve gıda sektörlerinden elde edilecek gelir artışı, toplum refahını, zenginliği ve yaşam kalitesini artırmada büyük bir potansiyele sahiptir. Bu sektörlerde yapılan çalışmaların, bilim ve teknolojinin rehberliğinde yürütülmesi, üretim faaliyetlerinden en fazla verim alınabilmesi için son derece önemlidir.

Türkiye’deki yüksek genç nüfusun gıda, içecek ve tütüne olan ihtiyacı ve talebi dikkat çekicidir. Özellikle pandemiyle birlikte gıda, içecek ve tütün sektörü ülke ekonomisi için önemi artmıştır. Çalışmanın amacı, gıda, içecek ve tütün sektörünün Türkiye ve dünya ekonomisi içindeki rolünü incelemek ve Türkiye’deki önemli gıda, içecek ve tütün firmalarının 2018-2022 dönemine ait finansal analizlerini yaparak bulguları sektör ortalamalarıyla karşılaştırmak ve yorumlamaktır.

2. Gıda Sektörünün Dünyada ve Türkiye’de Önemi

Dünyada gıda sanayi ve perakendeciliği ekonomik açıdan büyüyerek hayatı daha fazla etkileyen bir konuma gelmiş ve günümüzün en önemli sanayi dallarından biri olmuştur. Ancak Dünyada ve Türkiye’de üretim ve tüketim yapısına, iç ve dış ticarete, sektördeki şirketin yönetim politikalarına bağlı olarak büyük bir değişim göstermiştir. Her ne kadar günümüzde şirketler ve hatta ülkeler arasındaki rekabetin petrol ve maden gibi enerji kaynakları üzerinde yaşandığı görülse de hızlı nüfus artışı, küresel ısınma, tarım alanlarındaki azalma, tarımsal ürünlerin biyoyakıt olarak kullanımı gibi sebeplerle gelecekte en önemli rekabet unsurunun gıda üzerine olması beklenmektedir. Nitekim Covid-19 pandemi sürecinde de temiz gıdaya erişim ve gıda güvenliğinin ne denli önemli olduğu görülmüştür.

Türkiye, tarımsal üretimde oldukça başarılı bir konuma sahiptir. FAO (Food and Agriculture Organization) verilerine göre 2018 yılı itibarıyla 54 milyar dolar değerinde tarımsal üretim ile dünyanın en büyük 11. tarım ülkesi konumuna ulaşmıştır. Bu bakımdan yabancı yatırımcıların da dikkatini çekmiş ve 2017-2021 döneminde 960 milyon dolar doğrudan yabancı yatırımı ülkeye çekmeyi başarmıştır (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 11). Ancak bu başarısını ihracatta gösterememiştir. Şekil 1’de görüldüğü üzere, üretim açısından ilk 10 ülke arasında yer almasına rağmen ihracat açısından 22. sıradadır. Diğer bir değişle Türkiye’den daha az üretim gerçekleştiren ülkelerin bile Türkiye’yi ihracatta geride bıraktığı görülmektedir.



Şekil 1. Küresel Gıda ve İçecek Sektöründeki İhracat Büyüklüğü

Kaynak: (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 11).

Türkiye tarımsal çeşitlilik ve iklim şartlarının uygunluğu sayesinde; gıda ürünlerinin üretilmesi, işlenmesi, Avrupa ve Ortadoğu pazarlarına ihracatı bakımından bölgesel üs konumundadır. Buna karşın dünya gıda ticaretinden %1,6 civarında oldukça düşük bir pay almaktadır (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 23). Yine de ekonomik gelişmeye olan çarpan etkisi, ileri ve geri bağlantıları, istihdam ve döviz girdisi yanında özellikle de kaynak kullanımı yönüyle Türkiye ekonomisi açısından önemli bir güç niteliğindedir (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 31). Bu nedenle sektörde yer alan şirketlerin finansal açıdan değerlendirilerek zayıf ve üstün yönlerinin değerlendirilmesi oldukça önemlidir.

3. Gıda İçecek ve Tütün Sektörü Finansal Analizi

Borsa İstanbul Gıda, İçecek ve Tütün Sektöründe 20.09.2023 tarihi itibariyle 39 şirket faaliyet göstermektedir. Ancak bu 39 işletmenin bir kısmının, yeni halka arz edilmesi sebebiyle finansal verileri analiz yapmak için yeterli düzeyde değildir. Bu çalışmada analiz dönemi olarak 2018-2022 seçilmesi sebebiyle ilgili dönemde verileri süreklilik arz eden 29 şirket analiz kapsamına alınmıştır. Söz konusu şirketlerin BIST kodları ve isimleri Tablo 1'deki gibidir.

Tablo 1. Analiz Kapsamına Dâhil Edilen Şirketler

BIST Kodu	Şirket Adı	BIST Kodu	Şirket Adı
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt San.A.Ş.	ORCAY	Orçay Ortaköy Çay San. A.Ş.
AVOD	AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım San.	OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.
BANVT	Banvit Bandırma Vitaminli Yem San.AŞ	PENGD	Penguen Gıda San. A.Ş.
CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un San. A.Ş.
DARDL	Dardanel Önentaş Gıda San. A.Ş.	PINSU	Pınar Su ve İçecek San. A.Ş.
ELITE	Elite Natural Organik Gıda San. A.Ş.	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri San. A.Ş.
ERSU	Ersu Meyve ve Gıda San. A.Ş.	SELGD	Selçuk Gıda Endüstri San. A.Ş.
FADE	Fade Gıda Yatırım San. A.Ş.	SELVA	Selva Gıda San. A.Ş.
FRIGO	Friigo-Pak Gıda Maddeleri San. A.Ş.	TATGD	Tat Gıda San. A.Ş.
KERVIT	Kereviş Gıda San. A.Ş.	TETMT	Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş.
KRVGD	Kervan Gıda San. A.Ş.	TUKAS	Tuğuş Gıda San. A.Ş.
KNFRT	Konfrut Gıda San. A.Ş.	ULUUN	Ulusoy Un San. A.Ş.
KRSTL	Kristal Kola ve Meşrubat San. A.Ş.	ULKER	Ülker Bisküvi San. A.Ş.
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikaları A.Ş.	VANGD	Vanet Gıda San. A.Ş.
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.		

Çalışmada likidite, finansal yapı, faaliyet etkinliği, karlılık ve performans göstergesi olarak kabul gören 44 farklı değişken ile sektörde yer alan şirketlerin analizleri gerçekleştirilmiştir. Ayrıca söz konusu şirketlerin durumu sektör ortalamaları ile kıyaslanmıştır. Fakat analizde kullanılan değişken sayısının yüksek olması sebebiyle tüm şirketlerin değerlendirilmesi oldukça zor olduğundan aktif büyüklüğüne göre sektörün büyük bir kısmını temsil eden 9 şirket seçilmiş ve değerlendirmeler bu şirketler üzerinden yapılmıştır. Bu seçim için öncelikle her bir şirketin 5 yıllık süreçteki aktif toplamalarının ortalaması alınmıştır. Ardından ortalama toplam aktifleri büyük olan 9 şirket belirlenmiş ve bu şirketlerin aktif toplamaları hesaplanmıştır. 29 şirketin aktif toplamalarının değeri 93.595.097.917,20TL iken seçilen 9 şirketin aktif toplamaları³ 88.218.155.072,00TL'dir. Dolayısıyla 9 şirketin sektörü temsil oranı %94,25'tir. Bu nedenle 9 şirket üzerinden yapılacak yorumlar sektörün tümüne genellenebilir.

3.1. Likidite Analizi

Bilindiği üzere likidite oranları, işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme gücünü göstermektedir (Bülüş vd. 2017: 67). Ancak, likiditenin yüksek olması şirketin başarısının bir göstergesi olarak algılanmamalıdır. Şirketin yapması gereken temerrüde düşmeyecek kadar likit varlık bulundurmamak, artan likit varlıklarını ise hissedarlarının servetlerini/piyasa değerini maksimize edecek şekilde yeni yatırımlara dönüştürerek karlılık ve likidite dengesini korumak olmalıdır (Aydemir vd., 2012: 278). Fakat çoğu zaman yöneticiler ya gereğinden fazla risk almakta ya da gereğinden fazla ihtiyatlı davranmakta, bu nedenle de dengeyi sağlamamaktadır. Bu durumda likidite oranlarına ilişkin sektör ortalamaları yöneticilere yol gösterici olabilmektedir.

Tablo 2. Likidite Oranlarına İlişkin Analiz Sonuçları

Şirketler	2018			2019			2020			2021			2022		
	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO
AEFES	1,56	1,31	0,94	1,28	0,99	0,59	1,31	1,03	0,63	1,25	1,00	0,68	1,19	0,94	0,55
BANVT	1,12	0,51	0,13	1,43	0,71	0,24	1,79	0,95	0,44	1,69	0,84	0,46	1,56	1,06	0,67
CCOLA	1,37	1,18	0,93	1,68	1,27	0,85	1,55	1,22	0,82	1,79	1,48	1,08	1,58	1,26	0,74
KERVT	1,10	0,88	0,26	2,44	1,92	0,02	2,47	1,79	0,02	2,15	1,57	0,05	1,67	1,26	0,06
KERVG	1,06	0,63	0,01	1,19	0,77	0,01	1,22	0,69	0,02	2,06	1,42	0,57	1,37	0,84	0,20
PNSUT	1,21	0,73	0,37	1,07	0,64	0,25	1,23	0,84	0,32	1,10	0,73	0,05	1,07	0,68	0,03
TATGD	2,08	1,07	0,48	2,60	1,44	1,10	2,84	1,46	0,38	2,85	1,41	0,29	2,02	0,86	0,20
ULUUN	1,32	0,92	0,24	1,44	1,17	0,39	1,33	0,94	0,18	1,38	0,89	0,36	1,13	0,70	0,12
ULKER	2,18	1,89	1,44	3,46	3,11	1,83	1,33	1,19	0,71	4,55	4,00	2,31	3,29	2,77	1,69
Sektör****	1,38	0,83	0,28	1,67	1,06	0,35	1,89	1,18	0,35	2,28	1,52	0,43	2,68	1,85	0,60

*CO: Cari Oran, **LO: Likit Oran, ***NO: Nakit Oran, ****Sektörde yer alan 29 şirketin ortalamasıdır.

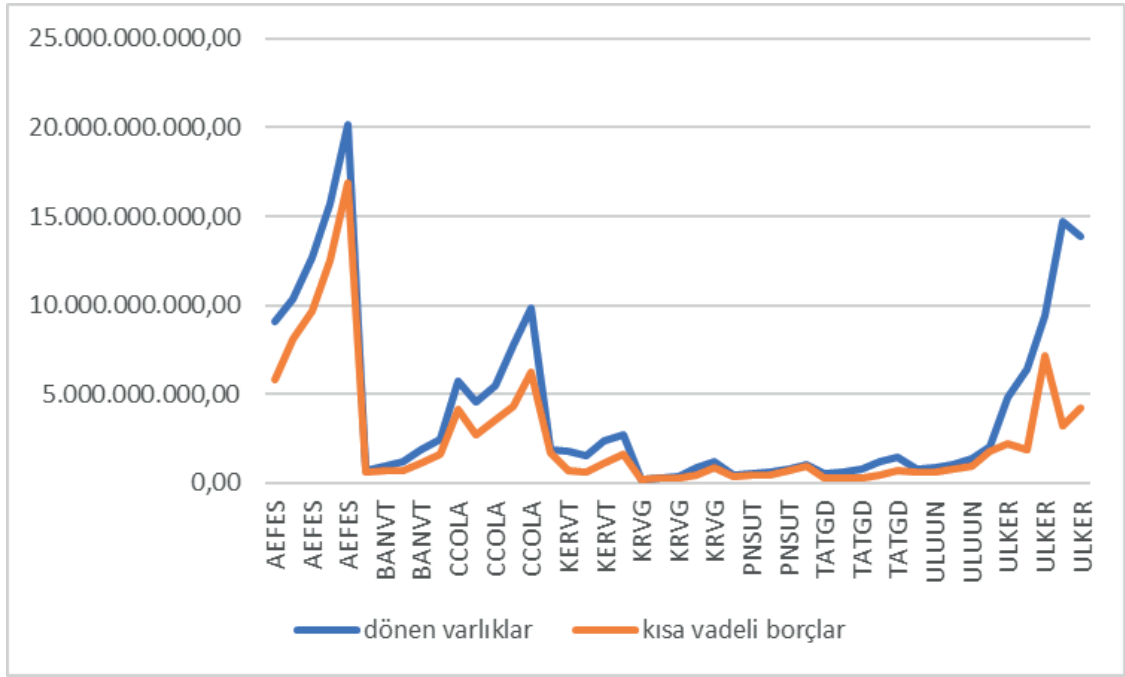
Likiditenin değerlendirilmesinde en sık başvurulan oran olan cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanmasıyla hesaplandığından, bu oranın yüksek olması her zaman işletmenin borçlarını kolaylıkla ödeyebileceği anlamına gelmemektedir. Bunun nedeni dönen varlık unsurları içerisinde stoklar gibi likiditesi düşük unsurların da yer almasıdır. Bu nedenle

3 AEFES (45.666.147.000,00TL), BANVT (2.183.144.176,80TL), CCOLA (17.511.790.800,00TL), KERVT (3.310.149.364,00TL), KERVG (1.029.629.986,00TL), PNSUT (1.637.445.774,20TL), TATGD (1.137.334.494,00TL), ULUUN (1.507.167.077,00TL), ULKER (14.235.346.400,00TL)

Tablo 2’de görüldüğü ğzere Şirketlerin likidite durumlarının analizinde cari oran, likit oran ve nakit oran birlikte değerlendirilmiştir. Öncelikle her uę oran içinde yıllar bazında bir istikrar olmadığını söylemek mümkündür. Örneğin sektör ortalamalarını incelediğimizde, her uę likidite oranında da 2018-2022 sürecinde düzenli bir artış söz konusu olmuştur. Ancak aynı durum Şirketler için geğerli değildir. Yükselen bir oranın bir sonraki yıl tekrar düŐtüđü görülmektedir. Literatürde her ne kadar cari oranın 1,5 ile 2 arasında olması ideal durum olarak değerlendirilse de (Akyüz, 2013: 4), her faaliyet kolu için bu oranın geğerli olmasını beklemek yanlıŐ olacaktır. Örneğin duran varlık ağırlıklı ęalıŐan bir üretim iŐletmesi ile stok ağırlıklı ęalıŐan bir hizmet iŐletmesinin dönen varlık seviyelerinin farklılık göstermesi kağınılmazdır. Bu nedenle Şirketler açısından değerlendirme yaparken sektörel farklılıkları dikkate alarak, sektör ortalamalarına göre yorum yapmak daha doğru olacaktır. Tablo 2’yi cari oran açısından değerlendirdiğimizde sektör ortalamasının 2018 yılında 1,38 olduğu görülmektedir. Bu ortalamaya en yakın uę Şirket AEFES, COLA ve ULUUN Őirketleridir. TATGD ve ULKER Şirketlerinin cari oranları ise sektör ortalamasının ęok üzerinde seyretmektedir. Sonraki yıllar incelendiğinde ise TATGD ve ULKER halen ortalamanın üzerinde seyretmiŐ fakat aradaki fark giderek kapanmıŐtur. AEFES, COLA ve ULUUN Şirketlerinin ise ilk yıldaki dengeyi koruyamadığı ilerleyen yıllarda ortalamanın gerisinde kaldığı görülmektedir. Diğer dört Şirket ise tüm yıllarda sektör ortalamasının altında kalmıŐtur.

Likit oran hesaplanırken dönen varlıklardan stoklar kalemi düŐülmektedir. Böylece Şirketlerin stoklarını nakde dnŐtrememesi durumunda boręlarını ödeyip ödeyemeyeceği değerlendirilebilmektedir. Likit oran açısından Şirketlerin oranlarına bakıldığında yine aynı Şirketlerin diğer dört Şirkete kıyasla ön plana ęıktıđı görülmektedir. COLA Şirketinin 5 yıllık sreğte aynı seviyelerde likit orana sahip olması bakımından daha istikrarlı olduğunu söylemek mümkündür. Dikkat ęeken bir diğer unsur ise cari oranı oldukęa yüksek olan TATGD Şirketinin likit oranının yarı yarıya düŐmesidir. Bu açıdan değerlendirdiğimizde bu Şirketin yoğun stokla ęalıŐtıđını söyleyebiliriz. Ayrıca KERVT Şirketi cari oran bakımından sektör ortalamasının altında yer alırken likit oran açısından tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerine ęıkmıŐtur. Dolayısıyla bu Şirketin de düşük stokla ęalıŐtıđını söylemek mümkündür. Son olarak yalnızca nakit ve nakit benzeri varlıklarla kısa vadeli boręların ödeme düzeyini ifade eden nakit oran açısından değerlendirme yapıldığında ULKER Şirketinin en dikkat ęekici nakit orana sahip olduğu görülmektedir. Tüm yıllarda sektör ortalamasının yaklaşık 4 katı nakit orana sahiptir. Bu durum borę ödeme gücü açısından bir avantaj gibi gözükse de atıl nakit varlıklar nedeniyle aynı zamanda fırsat maliyetine neden olmaktadır. Dikkat ęeken bir diğer Şirket ise BANVT Şirkettir. 2018 yılında sektör ortalamasının oldukęa altında nakit orana sahip olan Şirket kısa vadeli boręlarının 0,20’sini dahi nakit varlıklarıyla ödeyemez durumdayken ilerleyen yıllarda önemli bir toparlanma yaŐamıŐ, 2019 yılında sektör ortalamasına yaklaŐmıŐ, 2020-2021 ve 2022 yıllarında ise sektör ortalamasını geęmiŐtur. KERVT ve KRVD ise nakit oran açısından ortalamaların altında kaldığı tespit edilmiştir. Bu Şirketlerin dönen varlıklarının büyük bir kısmını nakit dıŐı unsurlarda değerlendirdiği görülmektedir.

Grafik 1. Şirketlerin Dönen Varlık Yatırımları ve Kısa Vadeli Borçları

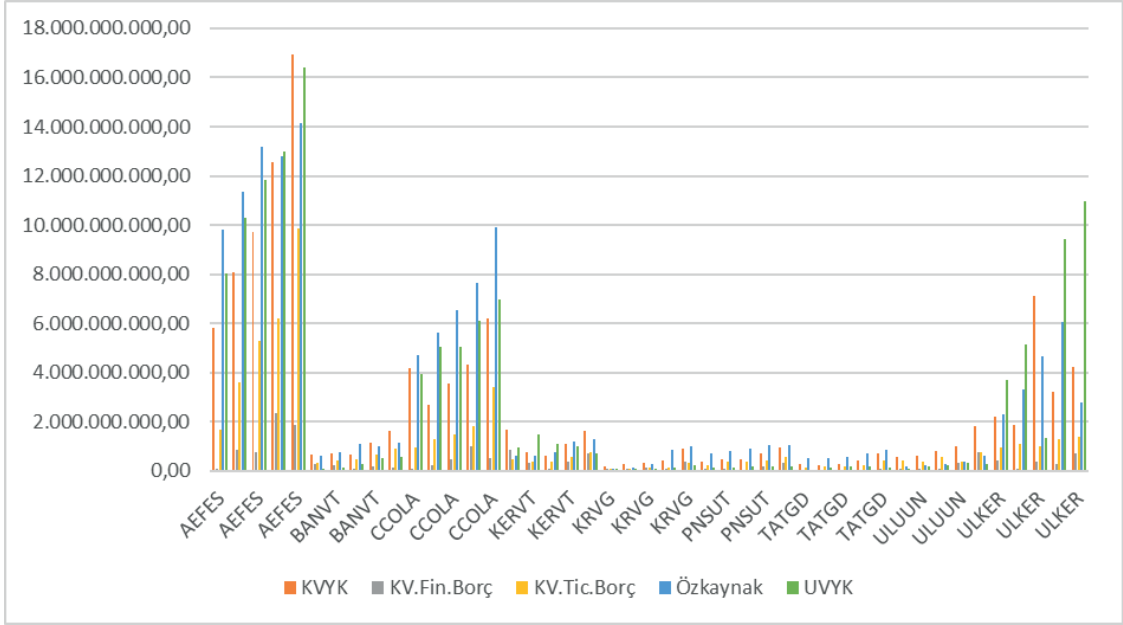


Şirketlerin likidite durumları hakkında daha sağlıklı yorum yapabilmek için dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar kalemlerinin yıllar içerisindeki durumlarını da değerlendirmek yerinde olacaktır. Cari oran açısından değerlendirme yaparken AEFES ve CCOLA şirketlerinin 2018 yılından sonraki yıllarda cari oranlarında yaşanan düşüş vurgulanmıştır. Dönen varlık ve kısa vadeli borçlar kalemleri incelendiğinde bu düşüşün dönen varlık kalemlerinde yaşanan artışlarla birlikte kısa vadeli borçlar kaleminde de yaşanan büyük artışlardan kaynaklandığı görülmektedir. ULKER şirketinin en dikkat çekici özelliği olarak ise nakit oranının sektör ortalamasının çok üzerinde seyretmesi vurgulanmıştır. Grafik 1'de görüldüğü üzere yıllar içerisinde söz konusu şirketin dönen varlıkları hızla artarken kısa vadeli borçları hızlı bir düşüş yaşamıştır. Oluşan bu farkın kısa vadeli borçlardaki düşüşten kaynaklandığı açıktır.

3.2. Finansal Yapı Analizi

Finansal yapı oranları, şirketlerin bilançolarındaki pasif kısmını oluşturan kaynaklara ilişkin yorum yapma imkânı verdiği gibi uzun vadeli borç ödeme gücünü ölçmek amaçlı da kullanılmaktadır. Dolayısıyla başta yatırımcılar ve finans kuruluşları olmak üzere şirkete ilgi duyan tüm kullanıcılara, şirketin finansman tercihinin doğru olup olmadığı, kredi kuruluşlarının güvenlik paylarının yeterli olup olmadığı, şirketin finansal risk seviyesinin ne düzeyde olduğu ile ilgili bilgiler finansal yapı oranları ile sağlanmaktadır (İskenderoğlu vd., 2015: 92). Bu çalışmada da BİST Gıda, İçecek ve Tütün sektöründe yer alan şirketlerin 5 yıllık süreçteki finansal yapıları, Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, Kısa Vadeli Finansal Borçlar, Kısa Vadeli Ticari Borçlar, Uzun Vadeli Borçlar ve Özsermaye açısından değerlendirilmiştir.

Grafik 2. Şirketlerin Finansal Yapıları



Grafik 2’de analiz kapsamına dâhil edilen 9 Şirketin borçlanma tercihlerine yer verilmiŐtir. AEFES Őirketinden baŐlanacak olursa, 2018 yılı itibariyle Şirketin daha çok zsermaye ağrlıklı çalıŐmayı tercih edildiği görülmektedir. Nitekim bu durum Tablo 2’de verilen finansal kaldıraç oranının 0,469 olmasından da görülebilmektedir. Şirket hakkında en dikkat çekici unsur yıllar içerisinde borçlanma yapısında köklü bir deđiŐiklik meydana gelmiş olmasıdır. Şirket yıllar içerisinde giderek daha az zsermaye finansmanını tercih etmiŐ, bunun yerine borçlanma yoluyla kaynak kullanıma daha fazla yođunlaŐmıŐtır. Yabancı kaynak kullanımı esasen belli bir seviyeye kadar Şirkete fayda sağlayabilmektedir. Borçlanmanın getirmiş olduğu maliyetler vergi avantajı sağlamakta aynı zamanda daha az zsermaye kullanımı nedeniyle zsermaye karlılığı artmaktadır (Topal, 2006: 46). Ancak bu olumlu etki sınırsız değildir. Her ne kadar borçlanma Şirkete vergi avantajı sağlasa da aynı zamanda sabit ödeme yükümlülüğü de doğurmaktadır. Bu durumda yüksek borç kullanımı Şirketin riskini arttıracadığından, Şirketin yeni finansman ihtiyacını daha yüksek borçlanma maliyeti ile karŐılamasına neden olacaktır.

Şirketler açısından olumlu sayılabilecek bir unsur da Şirketlerin daha çok ticari iliŐkilerinden dolayı borçlanmıŐ olmasıdır. Tüm Şirketler için de görüldüğü üzere kısa vadeli borçlarının büyük bir çoğunluğu kısa vadeli ticari borçlardan oluŐmaktadır. Yani ana faaliyet konusu kısa vadeli finansal borç kullanımı yok denecek kadar azdır. Yalnızca KERVT Őirketinde 2018 ve 2019 yıllarında kısa vadeli finansal borç kullanımı ticari borçlara göre olduğuca fazla olmuŐ ancak ilerleyen yıllarda bu durum sektördeki diğer Şirketlerle benzer yönde giderek azalmıştır.

Tablo 3. Şirketlerin Finansal Kaldıraç Düzeyleri

Şirketler	2018	2019	2020	2021	2022
AEFES	0,469495759	0,462863193	0,468817162	0,505260063	0,531757279
BANVT	0,541940660	0,526538051	0,465730607	0,623912269	0,660423157
CCOLA	0,599368411	0,546148762	0,538254253	0,543714944	0,531706912
KERVT	0,776221980	0,737358535	0,642520436	0,591086214	0,595075477
KERVG	0,707882780	0,712715493	0,593585628	0,396647655	0,502014910
PNSUT	0,425599185	0,438780504	0,420102278	0,446850147	0,514552583
TATGD	0,372795952	0,420491078	0,453814393	0,461491675	0,501736737
ULUUN	0,771634848	0,764940400	0,786572506	0,770214914	0,776009264
ULKER	0,697387287	0,655128759	0,6194223100	0,650276677	0,803348086

PNSUT ve TATGD şirketlerinin diğer şirketlere göre daha ihtiyatlı olduğu özsermaye ile finansmana ağırlık verdiği görülmektedir. Toplam varlıkların ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösteren finansal kaldıraç oranlarına bakıldığında PNSUT ortalama 0,455, TATGD ise ortalama 0,435 borçlanmayı tercih etmiştir. Analize dahil edilen yılların döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların yaşandığı, enflasyonda hızlı artışların görüldüğü yıllar olduğu göz önünde bulundurulduğunda PNSUT ve TATGD'nin borçlanma tercihlerinin önemli avantajları olduğu söylenebilir. Öncelikle ekonomide durağanlığın yaşandığı bu gibi dönemlerde borçla finansmanı nedeniyle zorunlu sabit faiz ödemeleri şirkete likidite sorunu yaşatabilecektir. Oysa özsermaye ile finansmanda zorunlu temettü ödemesi söz konusu değildir. Ayrıca özsermaye bir güvence gibi görüldüğünden kriz dönemlerinde şirketin olası nakit ihtiyacı yaşamaması durumunda kredibilitesinin yüksek olmasını sağlar. Son olarak özsermaye finansmanı, şirket varlıklarının reel değerini arttıracığı için enflasyonist ortamda yatırımcıyı koruyacaktır.

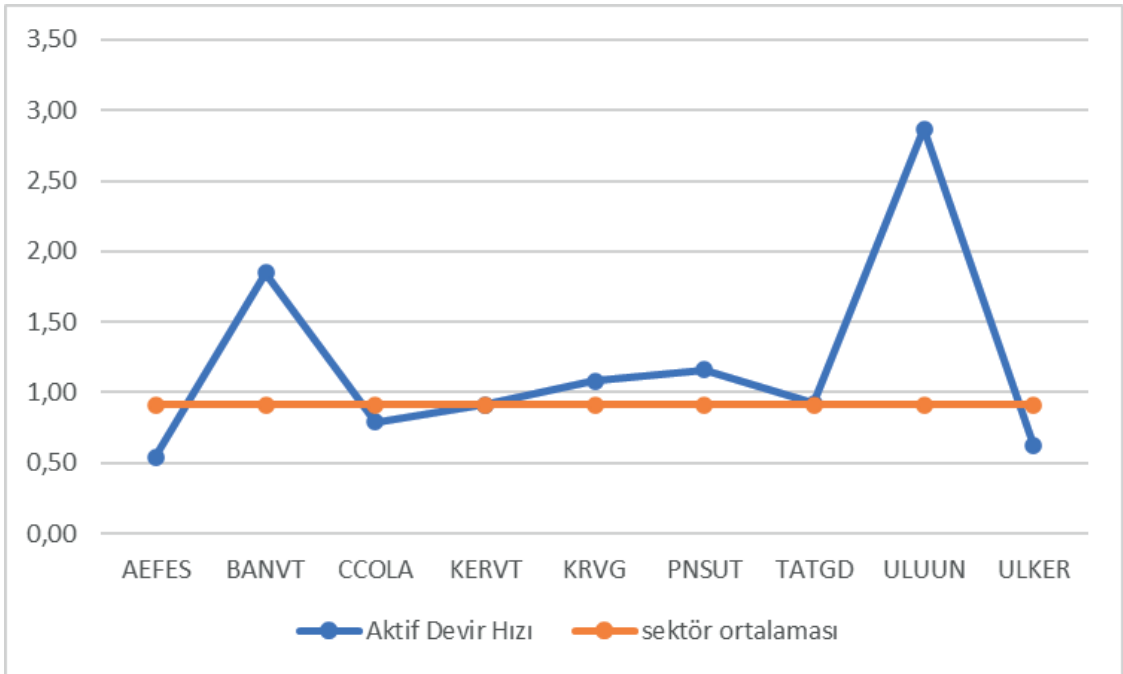
Tablo 3 incelendiğinde AEFES, PNSUT ve TATGD dışındaki tüm şirketlerin finansman için yabancı kaynak kullanımını tercih ettiği görülmektedir. Ancak bu şirketlerden BANVT ve CCOLA borç ve özsermaye dengesini korurken, bir diğer ifade ile dengeli bir finansman stratejisi benimserken, KERVT, ULUUN ve ULKER şirketlerinin ise agresif bir politika benimsediği görülmektedir. Bu şirketlerden KERVT 2018 yılında 0,77 olan borç kullanım oranını giderek düşürerek 2022 yılında 0,59 seviyelerine getirmiş ve riskini azalmıştır. Tam tersine ULKER firması ise 0,69 olan borçlanma oranını 2022 yılında 0,80'lere kadar arttırmıştır. Ancak Grafik 2'den de görüldüğü üzere borçlanma tercihini uzun vadeli borçlardan yana yapmıştır. ULUUN şirketi ise yüksek düzeyde borçlanmayı tercih etse de tüm yıllarda istikrarlı davrandığı görülmektedir. 5 yıllık sürecin tamamında 0,77 seviyesinde borçlandığı görülmektedir. Her ne kadar ULUUN şirketinin borçlanma düzeyi ULKER şirketine göre daha düşük olsa da borçlarının büyük bir kısmını kısa vadeli borçların oluşturması sebebiyle riskinin daha fazla olduğunu söylemek mümkündür. Aynı sektörde yer almalarına rağmen şirketler arasında bu denli farklılıklar olmasının birçok sebebi olabilir. Örneğin, her şirketin krediye ulaşma imkânı birbirinden farklıdır. Büyük şirketler daha kolay kredi temin edebilirken nispeten küçük şirketler daha zor kredi sağlayabilmekte veya daha yüksek maliyetlerle kredi temin edilmektedir. Şirkete özgü nedenler de borçlanma yapısı üzerinde etkili olabilmektedir. Bu nedenle borçlanma düzeyini yorumlarken nakit döngüsü, karlılık, etkinlik gibi şirkete özgü ölçütlerin de dikkate alınması önemlidir.

3.3. Faaliyet Etkinlik Analizi

Şirketler ana faaliyetlerini sahip oldukları varlıkları kullanarak gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla bu varlıkların ne derece etkin ve verimli kullanıldığını değerlendirmek amacıyla da faaliyet etkinlik oranları kullanılmaktadır. Bu nedenle faaliyet ya da etkinlik oranlarının yüksek olması istenmektedir. Ancak etkinlik oranlarının kaç olması gerektiği konusunda genel bir yorum yapmak zordur. Şirketlerin faaliyet etkinlikleri değerlendirilirken öncelikle faaliyet gösterdiği sektör sonrasında da benzer büyüklükteki şirketlerle kıyaslama yapmak daha doğru olacaktır (lker ve Arslan, 2020: 2538). Örneğın imalat sektörü gibi toplam aktif içerisinde duran varlıklarının payı oldukça yüksek olan bir sektörde aktif devir hızı oranının “1” civarında olması uygun kabul edilirken hizmet sektörü gibi duran varlık yatırımları az, buna karşın dönen varlıkları yoğun olan bir sektörde ise aktif devir hızının çok daha yüksek olması beklenmektedir. Bu durum hizmet sektörü şirketlerinin imalat sektörü şirketlerinden çok daha başarılı olduğunu göstermemektedir. Çünkü imalat sanayi şirketlerinin kar marjları hizmet sektörüne göre çok daha fazladır. Aynı sektörde yer alan şirketler arasında kıyaslama yaparken ise aktif devir hızı daha yüksek olan şirketin daha etkin çalıştığını söylemek mümkündür.

Bu çalışmada faaliyet etkinliğinin göstergesi olarak aktif devir hızı, alacak devir hızı ve stok devir hızı oranları kullanılmıştır. Bu doğrultuda öncelikle her bir devir hızı oranı için sektörde yer alan tüm şirketler üzerinden sektör ortalamaları alınmış, ardından aktif büyüklüğüne göre seçilen dokuz şirketin beş yıllık oranlarının ortalamaları hesaplanmış ve şirket bazında hesaplanan oranlar sektör ortalamalarına göre yorumlanmıştır. Her bir şirketin 5 yıllık süreçteki gelişimi ise kendi oranları üzerinden değerlendirilmiştir.

Grafik 3. Şirketlerin Aktif Devir Hızları



Grafik 3'te görüldüğü üzere 29 şirket üzerinden hesaplanan aktif devir hızı sektör ortalaması 0,91'dir. Söz konusu oran teorik olarak yeterli kabul edilen “1” değerine oldukça yakındır. Sektörde yer alan şirketlerden AEFES (0,54), CCOLA (0,79) ve ULKER (0,62) ile sektör ortalamasının oldukça altında aktif devir hızına sahiptir. Ancak her ne kadar sektör

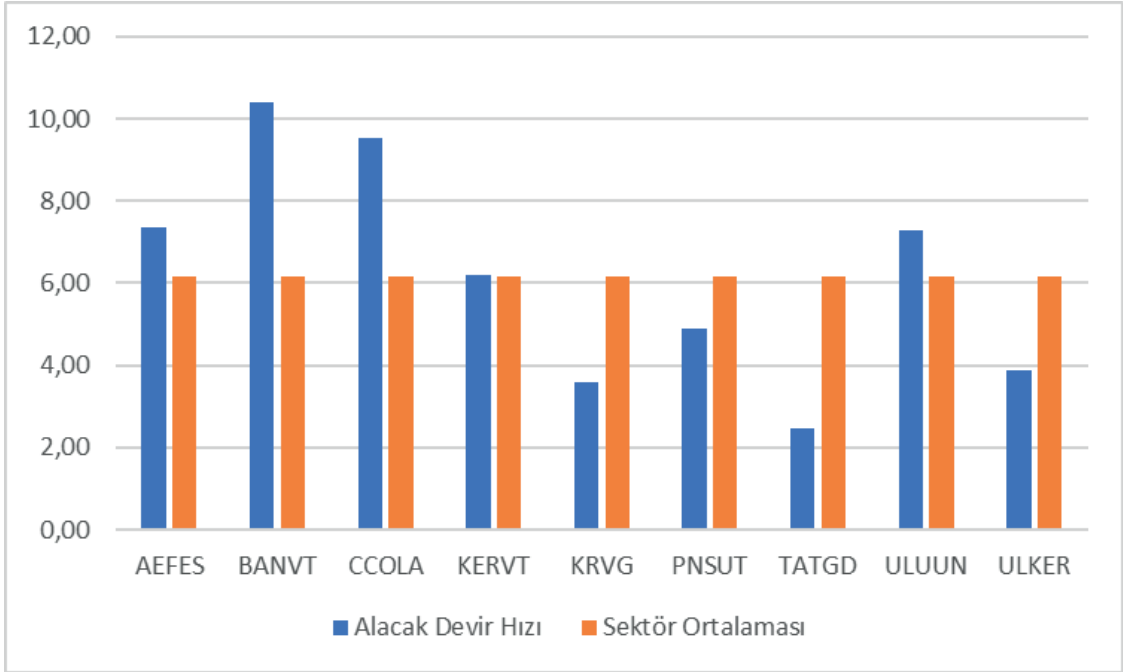
ortalamasının çok altında olsa da bu şirketlerin etkin olmadıklarını doğrudan aktif devir hızlarına göre yorumlamak doğru olmayacaktır. Çünkü bu üç şirket sektör içerisinde maddi duran varlık yatırımları en yüksek olan üç şirkettir (AEFES: 11.514.329.400TL, COLA: 6.889.105.000 TL, ULKER: 2.536.126.400TL)⁴. Bu nedenle şirketlerin aktif devir hızları hakkında değerlendirme yapılırken özsermaye karlılıklarının da muhakkak dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü özsermaye karlılığı ile aktif devir hızı doğrudan ilişkili oranlardır (Demir ve Tuncaç, 2012: 383). Grafik 3'te yüksek aktif devir hızıyla dikkat çeken iki şirket ise BANVT (1,85) ve ULUUN (2,87)'dir. BANVT ve ULUUN şirketlerinin aktiflerine yaptıkları yatırımın çok üzerinde satış gerçekleştirdiği görülmektedir. Yine de bu şirketlerin aktif karlılıklarının da değerlendirilmesi şirketlerin performans değerlendirmesi açısından önemlidir.

Her ne kadar ortalama aktif devir hızı oranlarına göre bazı şirketlerin sektör ortalamasının üzerinde olması sebebiyle verimli olduğu düşünülse de her bir şirketin 5 yıllık zaman dilimindeki oranlarının da ayrı ayrı değerlendirilmesi önemlidir. Örneğin AEFES şirketinin 2018 yılında aktif büyüklüğü 29.529.632.000TL iken aktif devir hızı 0,46, 2022 yılında aktif büyüklüğü 62.645.433.000TL iken aktif büyüklüğü 0,60 olmuştur. Dolayısıyla bu şirketin aktiflerine yaptığı yatırımın satışlarını daha büyük oranda arttırdığı açıktır. Nitekim şirketin 2018 yılında 2.543.775.000TL olan net satışları 2022 yılında 11.787.025.000TL'ye ulaşmıştır. Yüksek aktif devir hızına sahip olan BANVT şirketinin yıllar içerisindeki gelişimini incelediğimizde ise şirketin 2018 yılında toplam aktifi 1.339.689.910TL iken aktif devir hızı 2,08, 2022 yılında toplam aktifi 3.314.306.438TL iken aktif devir hızı 1,64 olmuştur. Dolayısıyla şirketin aktiflerine yaptığı yatırım aynı oranda satışlarına yansımamıştır. TATGD şirketinin ise her yıl aktif devir hızında düzenli bir azalma yaşandığı görülmektedir (2018: 1,45; 2022: 0,63). Şirketin 2018 yılında 1,45 olan aktif devir hızı 2022 yılında 0,63'e gerilemiştir. Şirketin aktif toplamı ve net satışları incelendiğinde aktifleri yaklaşık 3 kat artmasına rağmen net satışlarının hiç değişmediği görülmüştür. Bu bakımdan her ne kadar sektör ortalamasının üzerinde bir aktif devir hızına sahip olsa da son dönemde yapmış olduğu yatırımların başarıya ulaşmadığı söylenebilir.

Faaliyet etkinliğinin analizinde kullanılan bir diğer oran ise alacak devir hızıdır. Alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini gösteren bu oranın artması alacakların tahsil edilmesinde alıcılara uygulanan sürenin kısaldığı anlamına gelmektedir. Şirketin işletme sermayesi gereksiniminin karşılanması açısından oldukça önemli olan bu oran değerlendirilirken de sektör ortalamasına göre kıyaslama yapmak daha güvenilir sonuçlar verecektir. Nitekim şirketin sektör ortalamasına kıyasla daha hızlı tahsilat yapması pazardaki gücünün yüksek olduğunu gösterdiği gibi finansal durumu daha güçlü müşterilerle çalıştığı anlamına da gelmektedir.

4 Söz konusu rakamlar şirketlerin beş yıllık ortalama maddi duran varlık tutarlarıdır.

Grafik 4. Şirketlerin Alacak Devir Hızları

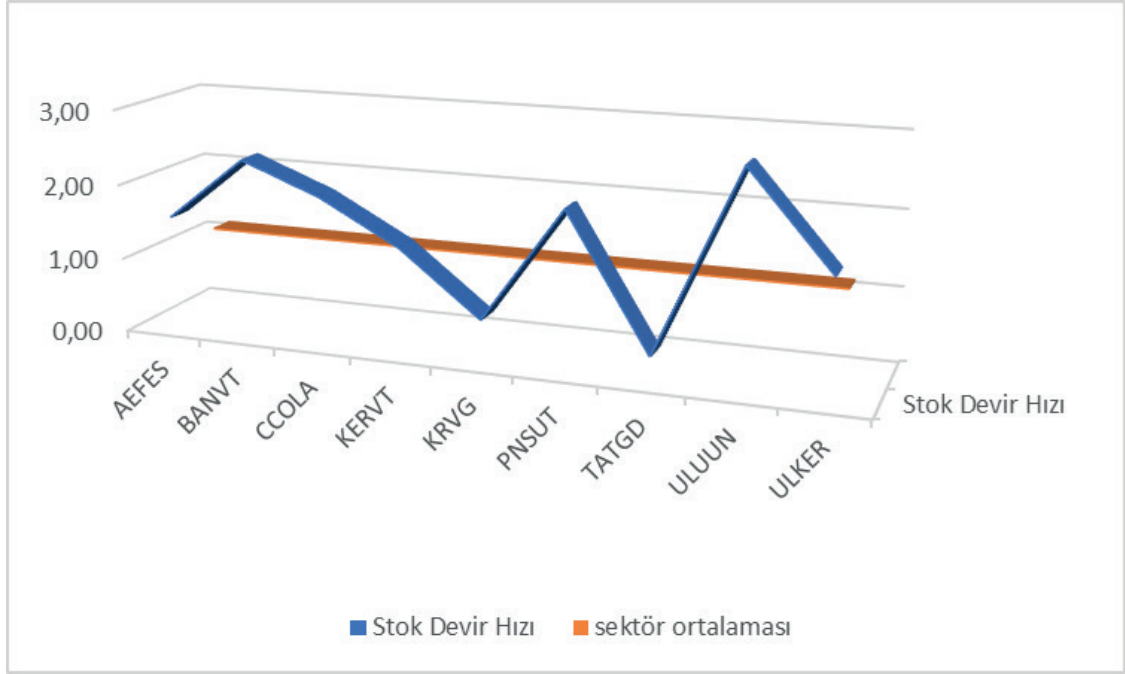


Grafik 4'te grldği üzere sektörde alacak devir hızı ortalaması 6,15'tir. Bir diğer ifade ile sektördeki Şirketler yaklaşık 60 günde bir alacaklarını tahsil etmektedir. 2020 yılında yaşanan Covid-19 pandemisi sürecinde birçok Şirket alacaklarını tahsil etmekte güçlük çekerken analize dahil edilen dokuz Şirket bu süreçten çok da etkilenmemiştir. Pandemi sonrası dönemdeki alacak devir hızları pandemi öncesine çok yakındır. Dolayısıyla Şirketleri sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacaktır. Sektörde yer alan Şirketlerden AEFES (7,36), BANVT (10,42), CCOLA (9,55), KERVT (6,20) ve ULUUN (7,30) Şirketlerinin alacak devir hızları sektör ortalamalarının üzerindedir. Söz konusu Şirketlerin yabancı kaynak kullanımları, likidite oranları ve duran varlıkları da incelendiğinde Şirketlerin borçlarının azalmadığı, sektördeki Şirketlerden daha hızlı tahsilat yapmalarına rağmen cari oranlarının hızla dştği, duran varlıklarının ise hızla arttığı grlmştir. Dolayısıyla bu Şirketlerin alacaklarına güvenerek yeni yatırımlar yapmak suretiyle büyümeyi tercih ettiği söylenebilir. Nitekim alacak devir hızı sektör ortalamasının altında olan TATGD (2,47) ve ULKER (3,89) Şirketlerinin likidite oranları incelendiğinde ise en yüksek cari oran ve nakit orana sahip Şirketlerin bu iki Şirket olduğu görülmektedir. Bu Şirketler, AEFES, BANVT, CCOLA, KERVT ve ULUUN Şirketlerinin aksine duran varlıklar yerine dönen varlıklara yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Bu Şirketlerin kısa vadeli borçları ve duran varlıkları da incelendiğinde yıllar bazında neredeyse sabit olmaları Şirketlerin dönen varlık yatırımlarını tercih ettikleri tezini destekler niteliktedir. Őüphesiz, stok devir hızları incelendiğinde bu Şirketlerin stoklara mı yoksa hazır değerlere mi yatırım yaptıkları konusunda bilgi verecektir.

Şirketin stoklarının yılda kaç kez satıldığını gösteren stok devir hızı ne kadar yüksek olursa bir diğer ifadeyle Şirketin stok tutma süresi ne kadar kısa olursa, Şirketin stoklarını finanse etmek için ihtiyaç duyacağı kaynak da o derece düşük olacak ve stok maliyetleri düşecektir (akır ve Küçükkaplan, 2012: 75). Ancak yüksek stok devir hızının yetersiz stok bulundurmadan

kaynaklanabileceği de göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle stok devir hızında değerlendirme kriteri her zaman sektör ortalamaları olmalıdır. Sektör ortalamasının altında stok devir hızı şirketin satışlarının zayıf olduğuna veya gereğinden fazla stok bulundurduğunun bir göstergesidir.

Grafik 5. Şirketlerin Stok Devir Hızı



2018-2022 yılında sektörde yer alan 29 şirketin ortalama stok devir hızı 1,12 olarak hesaplanmıştır. Analize dâhil edilen 9 şirket incelendiğinde ise yalnızca KRVG (0,58) ve TATGD (0,34) şirketlerinin sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Daha önce de açıklandığı üzere bir şirketin stok devir hızının sektör ortalamasının altında olması satışlarının zayıf olması veya gereğinden fazla stok bulundurmadan kaynaklanmaktadır. KRVG şirketi incelendiğinde net satışlarının bazı dönemlerde çok düşük olduğu görülmektedir. TATGD şirketinin ise alacak devir hızı düşük olmasına rağmen, cari oranı ortalamadan çok üzerinde hesaplanmıştır. Bu şirketin stok devir hızının çok düşük olması cari oran ve alacak devir hızı ile birlikte değerlendirildiğinde şirketin stoklara gereğinden fazla yatırım yaptığı net bir şekilde görülebilmektedir. BNVİT (2,39) ve ULUUN (2,80) şirketleri ise sektör ortalamasının oldukça üzerinde stok devir hızına sahiptir. Bu şirketlerin satılan mamul maliyeti ve stoklar kalemleri incelendiğinde ise stok devir hızının yüksek olma sebebinin düşük düzeyde stokla çalışmalarından kaynaklandığı görülmektedir.

3.4. Karlılık Analizi

Karlılık oranları, şirketlerin inceleme dönemi içerisinde, faaliyetleri sonucunda yeterli düzeyde kar elde edip edemediği konusunda değerlendirme yapma imkânı veren birer performans göstergesidir (Bilici, 2019: 184). Bu oranlar değerlendirilirken aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler karşılaştırılabileceği gibi aynı şirketin geçmiş dönem karlılık verileri cari dönemle de kıyaslanabilmektedir. Bu çalışmada da analize dahil edilen dokuz şirketin karlılık göstergesi olarak aktif karlılık (ROA), brüt esas faaliyet karlılık (BFK) ve vergi öncesi karlılık (VÖK)

oranları hem sektörün ortalama oranlarıyla kıyaslanmış hem de şirketlerin söz konusu karlılık oranlarının ilgili yıllarda gösterdiği trend yorumlanmıştır.

Tablo 4. Karlılık Oranlarına İlişkin Analiz Sonuçları

Şirketler	2018			2019			2020			2021			2022		
	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK
AEFES	0,54	37,90	3,85	-0,03	36,02	4,94	2,42	37,94	3,90	1,69	37,18	3,66	2,19	36,14	3,03
BANVT	20,94	22,82	1,62	5,62	14,13	2,71	6,15	15,33	2,52	-8,47	6,07	-1,90	5,24	12,12	3,73
CCOLA	1,98	33,03	3,17	2,32	33,20	2,78	6,41	34,82	2,76	7,02	35,25	2,37	8,97	35,34	1,99
KERVT	1,83	17,19	3,83	-1,08	23,24	2,25	4,85	24,61	2,02	13,32	24,41	2,06	2,15	20,27	2,57
KERVG	3,04	23,69	0,00	6,81	28,71	0,00	12,79	30,60	1,76	11,69	34,26	1,61	12,41	29,70	1,78
PNSUT	4,41	15,87	3,37	3,79	15,56	2,85	2,36	12,20	3,81	2,32	12,92	4,36	1,42	11,69	3,25
TATGD	8,28	22,22	3,38	4,68	17,00	2,89	7,00	31,03	2,07	14,33	31,59	2,08	12,14	28,12	2,01
ULUUN	2,33	5,01	1,49	2,10	3,65	0,52	2,33	5,24	1,04	2,93	4,67	1,09	1,93	5,22	1,06
ULKER	5,43	25,94	2,03	7,32	26,20	2,00	8,19	27,41	1,85	6,13	28,12	1,77	3,70	28,24	1,83
Sektör	1,36	19,48	-0,25	-1,15	20,76	1,75	4,21	20,98	2,80	3,24	21,20	6,36	1,91	19,21	-0,68

Şirketlerin varlıklarına yaptığı yatırımın etkinliğinin bir göstergesi olan ROA incelendiğinde sektörde yıllar bazında bir istikrar olmadığı görülmektedir. Sektör ortalamasına bakıldığında 2018 ve 2019 yıllarında bir düşüş yaşanmış 2020 de önemli bir yükseliş göstermiş sonraki yıllarda ise düşüş eğilimini sürdürmüştür. Sektör ortalamalarıyla şirketleri aktif karlılığı açısından kıyasladığımızda, AEFES şirketinin 2019 yılı dışındaki tüm yıllarda sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. ROA'nın düşmesinin iki temel sebebi vardır. Bunlardan ilki şirketin net kar değerinin giderek azalması, diğeri ise şirketin aktiflerine yaptığı yatırımın artmasıdır. AEFES şirketinin alacak devir hızları yorumlanırken bu şirketin alacak tahsilatından elde ettiği nakdi maddi duran varlıklarına yatırdığı belirtilmişti. Bu sebeple ROA'nın düşük olmasının temel sebebinin toplam varlıklarının artmasından kaynaklandığını söylemek mümkündür. Nitekim şirketin brüt esas faaliyetlerinden karları ve vergi öncesi karları incelendiğinde tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde kar ettiği görülmektedir. Benzer şekilde alacak devir hızları yorumlanırken BANVT şirketinin de duran varlık yatırımı yapmayı tercih etmediği belirtilmişti. ROA incelendiğinde bu şirketin de 2021 yılı dışındaki tüm yıllarda sektör ortalamasının çok üzerinde özsermaye karlılığına sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca 5 yıl boyunca en istikrarlı ROA'ya sahip şirketin ULUUN olduğu (2,33; 2,10; 2,33; 2,93; 1,93) olduğu görülmektedir. ULUUN şirketi de AEFES şirketi gibi duran varlıklara sektöre oranla daha fazla yatırım yapmasına rağmen en yüksek stok devir hızına sahip şirket olması bakımından aktif dengesini koruduğu söylenebilir. Sektörde özsermaye karlılığı sektör ortalamasının sürekli üzerinde olan ve yıllar boyunca düzenli bir şekilde karlılığını arttıran iki şirket ise TATGD ve KERVG'dir.

Brüt satış karlılığı üzerinden hesaplanan brüt esas faaliyet karı incelendiğinde tüm şirketler sektör ortalamasının üzerinde yer alırken ULUUN şirketinin tıpkı ROA'da olduğu gibi tüm yıllarda sektör ortalamasının altında olduğu (5,01; 3,65; 5,24; 4,67; 5,22) görülmektedir. Dolayısıyla şirketin genel olarak düşük kar marjıyla çalıştığını belirtmek mümkündür. AEFES ortalama 37,09, CCOLA ise 34,32 brüt esas faaliyet kar marjı ile en yüksek orana sahip iki şirkettir. Bu şirketlerin VÖK oranları incelendiğinde ise AEFES 3,87, CCOLA 2,61 vergi

öncesi kar oranına düşmüşlerdir. Nitekim şirketlerin faaliyet giderleri incelendiğinde söz konusu iki şirketin pazarlama satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinin çok yüksek olduğu bu nedenle faaliyet karlarının 2/3 oranında azaldığı belirlenmiştir.

3.5. Bazı Oranlar Açısından Sektörel Kıyaslamalar

Bu başlık altında sektörde oranlar açısından iyi ve kötü durumda olan şirketler alacakların tahsil süresi (ATS), Altmanın Z skoru, Amihud Skoru, Beta değeri, halka açıklık oranı, Piotroski skoru ve Tobin Q oranı açısından değerlendirilmiştir.

Tablo 5. Seçilmiş Oranların Sektörel Kıyaslaması

	ATS	Z Skoru	AMIHU	BETA	HAO	PİOTROSKİ	TOBİNQ
2018	62,46	4,26	0,74	0,61	35.34	4.10	1.75
2019	76,18	5,48	1,26	0.53	38.45	5.00	1.30
2020	72,78	5,84	0,35	0.74	40.52	5.59	1.04
2021	77,46	6,95	0,54	0.35	42.97	5.45	1.89
2022	71,60	6,88	0,28	0.73	45.48	4.10	2.71
Sektör	63,14	4,22	0,76	0.60	33.79	4,21	1.78
FİRMALAR	FRIGO 20,34	PINSU 0,66	FADE 0,04	SELVA 0,16	SELGD 93,40	SELVA 2,00	KRVG 0,80
	SELVA 27,73	MERKO 2,33	KTSKR 0,07	FADE 0,17	AVOD 85,00	KTSKR 2,20	KTSKR 0,83
	KRSTL 152,13	SELGD 10,18	VANGD 2,01	MERKO 1,09	BANVT 8,00	FRIGO 6,80	MERKO 2,16
	TATGD 163,75	VANGD 10,73	OYLUM 2,50	KRSTL 1,05	KERVT 14,80	CCOLA 7,60	TUKAS 2,26

2018-2022 döneminde sektörde alacakların tahsil süresine bakıldığında yaklaşık 63 gün ila 72 gün arasında değiştiği görülmektedir. 2018 yılı hariç sektörel bazda ATS'de bir artış olduğu tespit edilmiştir. 5 yıllık sektör ortalamasına bakıldığında ise alacakların tahsil süresinin yaklaşık 63 gün olduğu belirlenmiştir. Bu açıdan sektöre en yakın değerler Pandemi öncesi dönem olan 2018 yılıdır. Sürecin Pandemi de daha da zorlaştığı açıkça görülmektedir. Firmalar bazında durum analiz edildiğinde en düşük tahsil süresine FRIGO (23,34) ve SELVA (27,73) sahiptir. Buna karşılık alacaklarını en uzun sürede tahsil eden iki firma ise sırasıyla KRSTL (152,13) ve TATGD (163,75)'dir.

Bilindiği üzere Z Skoru, işletmelerin mali başarısızlıklarını tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Model, işletmenin iflas riskini tespit edebilmek amacıyla kullanılmakta olup beş finansal rasyoyu dikkate almaktadır (Civan ve Dayı, 2014: 44-58). Genellikle, Z puanı ne kadar düşükse, bir şirketin iflas etme olasılığı o kadar yüksek olur. 1.8'den düşük bir Z puanı, şirketin finansal sıkıntı içinde olduğu buna karşın 3 ve üzeri bir puan, şirketin güvenli bir bölgede olduğu anlamına gelir. Yapılan değerlendirmelerde hem sektör ortalamasında hem de yıl bazlı ortalama değerlerde hiçbir Z skoru değerinin kritik değerlerin altında olmadığı görülmektedir. Bu kapsamda firma bazında bakıldığında PINSU'nun 2018-2022 yılları arasındaki Z skoru değeri kritik değerlerin altında kalmıştır. Bu değişimin son iki yıldaki düşük (eksi) değerlerden

olduğu anlaşılmaktadır. SELGD ve VANGD Z skorları ise istenen limitleri en üst düzeyde yakalayan firmalar olarak gözümöze çarpmaktadır.

AMIHUĞ, likidite eksikliği, oranına bakıldığında oran bize günlük emir akışının fiyat etkisini göstermektedir (Amihud, 2002: 34). Diğer bir ifadeyle hisse getirisinin hacmine oranıdır. Bir liralık işlem hacminin günlük fiyat tepkisini ölçer. Bu oran ne kadar yüksekse likidite o kadar düşüktür. Aksine oran ne kadar düşükse likidite o kadar yüksek olacaktır. Likiditesi yüksek olan bir pay, yatırımcılar tarafından daha çok tercih edileceği için fiyatı yüksek olacaktır. Bu durumda da likidite eksikliği yüksek olan firmaların risk alma eğiliminin de düşeceği beklenmektedir. Diğer bir deyişle, likiditesi daha düşük olan paylardan gelecekte daha yüksek getiriler elde edilebilmektedir (Günaydın, 2019; Yüksel vd., 2010).

Bu bilgiler ışığında 2018-2022 yılları arasındaki verileri dikkate aldığımızda sektörün 5 yıllık ortalama değerinin 0,76 olduğu, genel olarak 2019 yılında sektör ortalamasının (1,26) yükseldiği, analiz kapsamındaki diğer yıllarda ise ilgili oranın 5 yıllık sektör ortalamasının da altında seyrettiği görölmektedir. Dolayısıyla sektör geneli için likiditedeki beklenen bir azalmanın gelecekteki hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediği söylenebilir. Firma bazında FADE (0,04) ve KTSKR (0,07)'nin AMIHUĞ oranları sektör oranlarının oldukça altında olduğu ve dolayısıyla firma hisse senedi getirilerinin pozitif yönde etkilenebileceği ifade edilebilir. Bununla birlikte başkaca bir değişken olmadığı durumda sektör geneli için yıllar itibariyle likiditedeki azalmanın VANGD ve OYLUM'da hisse senedi getirilerini negatif yönde etkileyebileceği söylenebilir.

Beta katsayısı, belirli bir hisse senedinin, ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir ölçüttür. Sistematik riski düşük olan menkul kıymetin beta değeri < 1 ve sistematik riski yüksek olan menkul kıymetin beta değeri > 1 'dir. Sektörün BETA katsayı ortalamasına bakıldığında yıllar itibariyle 1 değerinin altında olmasına rağmen yıllar bazında dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu anlamda sektörün sistematik riskinin düşük olduğu söylenebilir. Firma bazında FADE ve SELVA'nın riskinin düşük olduğu, buna karşın MERKO ve KRSTL'nin ise riskinin yüksek olduğu söylenebilir. Diğer bir ifadeyle borsada yaşanacak yükseliş veya düşüşte sektörün beta katsayısı 1'den küçük olduğu için, borsaya göre daha az yükseliş ya da düşüş görülecektir. Analiz edilen sektörün borsa ile olan duyarlılığının nispeten düşük olduğu söylenebilir. Sektörün beta katsayısı 1'den düşük olduğu için piyasa koşullarına daha az duyarlılık gösterir yani endeksi bağımlı değildir. Tersisi durumda da analiz yapılabilir.

Halka açıklık oranları açısından sektörün 5 yıllık ortalamasına bakıldığında %34'lük bir değer görölmektedir. Bu oran borsa geneline uygundur. Son yıllarda halka açıklık oranlarında artışlar görölmektedir. 2022 yılında bu oran %45,48 olmuştur. SELGD ve AVOD sektördeki halka açıklık oranı en yüksek iki firma iken BANVT ve KERVT ise sektördeki en az halka açıklık oranına sahip firmalardır.

Piotroski Skoru, bir şirketin mali durumunun gücünü belirlemek için kullanılan dokuz kriteri yansıtan sıfır ile dokuz arasında bir puandır. Piotroski Skorunda, dokuz en iyi ve sıfır en kötü olmak üzere, en iyi değerli hisse senetlerini belirlemek için kullanılır. Buna "F-Skor Filtrelemesi" de denilmektedir. şirketleri temel analiz perspektifinden değerlendiren oran Joseph Piotroski tarafından 2002 yılında oluşturulmuştur. şirketlere veya sektöre yatırım yapmak için kullanılabilecek stratejilerden biri olan orana göre şirketin ROA cari yılda pozitif olmalıdır. Cari yılda pozitif nakit akışı sağlamalıdır. ROA bir önceki yıla göre daha yüksek olmalıdır ve Nakit Akışı net kârdan daha iyi olmalıdır. Uzun vadeli borç gečen yıldan daha düşük olmalı ve

Cari oran bir önceki yıldan daha yüksek olmalıdır. Yıl içinde hisse artırımını yapılmamalı ve Brüt kâr marjı geçen yıldan daha yüksek olmalıdır. Buna ilaveten Aktif devir hızı geçen yıldan daha yüksek olmalıdır.

Piotroski bu stratejiyle, fiyat bir kenara, finansal durumu itibariyle sağlam olan firmaları/ sektörleri belirleyebilmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda sektörün 5 yıllık ortalama Piotroski Skoru 4,21'dir. Analiz döneminin başındaki ve sonundaki yıllar hariç Piotroski Skoru yaklaşık olarak 5-6 arasında değişmiştir. Bu durum bize sektörün hem yıllar bazında hem de 5 yıllık ortalamada fiyattan bağımsız olarak finansal durumunun ne sağlam ne de zayıf olduğunu göstermektedir. Firma bazında baktığımızda SELVA ve KTSKR, istenen değer 8 veya 9'dan küçük olmasından dolayı finansal açıdan durumlarının zayıf olduğunu söyleyebiliriz. FRIGO ve özellikle CCOLA'yı nispeten sektördeki diğer şirketlere göre finansal durumları sağlam veya sağlama yakın olarak nitelendirebiliriz.

Tobin Q oranı; şirketin pazar değerinin varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünmesi ile hesaplanan ve finans literatüründe performans ölçmek için kullanılan bir kriterdir. Sektörün 5 yıllık Tobin Q oranı ortalaması 1,78'dir. Ayrıca yıl bazında bakıldığında 2018 hariç oran düzenli olarak artmaktadır. Dolayısıyla sektörün yatırımcılar tarafından tercih edilmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle sektörde varlıkların iyi yatırım alternatiflerinde kullanıldığı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla yatırımcı için büyüme potansiyeli taşıyan bir sektör olma durumu bulunmaktadır. Firma bazında baktığımızda KRVG ve KTSKR iyi bir yatırım alternatifi olmadığı söylenebilir. Bunun aksine MERKO ve TUKAS gelecekte büyüme fırsatları sunan tercih edilen firma olma özelliklerini taşımaktadırlar.

4. Sonuç ve Öneriler

Gıda, içecek ve tütün sektörüne ilişkin veriler 2018-2022 dönemi baz alınarak incelendiğinde hem likidite yönünden hem finansal yapı yönünden hem de faaliyetlerin etkinliği açısından farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu sonuçlar karlılık ve borsa performans oranları ile de test edilmiştir. Sektörde 39 şirket bulunmasına rağmen analiz dönemi boyunca sabit verisi olan 29 şirket incelemeye alınmıştır. Bunlardan 9'u sektörü temsil edecek büyüklüğe sahip olduğu için şirket bazındaki analizler bu şirketler üzerinden gerçekleştirilmiştir. Sektöre ilişkin veriler tüm şirketlerin bilgileri alınarak ortalamaya dahil edilmiştir.

Likidite oranları açısından sektörü incelediğimizde analiz dönemi boyunca CO sürekli artış göstermiştir. Sektörün her 1 TL'lik kısa vadeli borca karşılık artan oranda dönen varlığa sahip olduğu söylenebilir. Benzer şekilde LO açısından da sektörün her 1 TL'lik borcuna karşılık stoklar hariç artan oranda dönen varlığa sahip olduğu görülmektedir. Stoklar ve kısa vadeli alacaklar hariç sektörün sahip olduğu dönen varlıklarda düzenli olarak artış gözlemlendiği NO'dan anlaşılmaktadır. CO açısından sektörün analiz dönemi ortalaması 1,98'dir. Sektörü temsil eden 9 şirketin hiçbirinin CO değeri sektörden ciddi bir ayrışma göstermemektedir. LO açısından benzer bir yorum yapılabileceği gibi sadece KERVG ciddi oranda değerleri düşük gerçekleşmiştir. Buna karşın ULKER sektör ortalamasının (1,28) oldukça üstünde bir LO değerine sahiptir (2,59). NO açısından ise KERVİ, KERVG ve PNSUT sektör ortalamasının (0,40) oldukça altında kalmaktadır. CCOLA (0,88) ve ULKER (1,59) analiz dönemi ortalamasından oldukça yüksek bir NO değerine sahiptir. Genel olarak sektörün kısa vadeli borçlarını ödeme gücünde olduğu söylenebilir.

Finansal yapı oranları açısından sektörü incelediğimizde 9 şirketi baz alarak yapılan analizlerde sektörün yaklaşık %60 oranında varlıkların finansmanında yabancı kaynaklar kullandığı tespit

edilmiştir. Bununla beraber 201-2022 döneminde %55-%62 aralığında verilerin değiştiği söylenebilir. TATGD ve PNSUT ve AEFES sektöre göre daha az yabancı kaynak finansmanına gittiği buna karşın UULUN KERVT ise daha yüksek bir oranda yabancı kaynak kullandığı grlmştir. BANVT ve CCOLA ve KERVG sektör ortalaması ile benzer yabancı kaynak kullanımına gittiği anlaşılmıştır. Sektörün ideal düzeylerde yabancı kaynak kullandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sektörü varlıklarını etkin kullanma düzeyleri açısından incelediğimizde analiz döneminde ortalama ADH 0,91'dir. Sektör 1 TL'lik aktif varlığı ile 0,91 TL'lik satış hasılatına ulaştığı söylenebilir. Bu anlamda genel olarak sektörün varlıklarını çok etkin kullanamadığı ifade edilebilir. AEFES ve ULKER bu Şekilde varlıklarını etkin kullanamayan Şirketler arasında görülmektedir. Sektörün alacak devir hızı ise 6,15'dir. Buna en büyük katkıyı BANVT (10,42) vermektedir. An az katkı ise 2,47 ile TATGD vermiştir. Dolayısıyla sektörde alacakların yaklaşık 6 katı oranda bir net satış hasılatı yaratılmaktadır. Ortalama SDH ise 0,67'dir. 1 TL'lik stok ile 0,67 TL'lik net satış hasılatı yaratıldığı ifade edilebilir. Bu anlamda sektörün stoklarını satışa yönlendirmede çok başarılı olmadığı söylenebilir.

Sektörün karlılık durumuna bakıldığında ROA açısından ortalama değer 1,91'dir. Diğer bir ifadeyle aktif toplamının 1,91 katı oranında bir net dönem karı elde etmektedir. Şirketlerin varlıklarına yaptığı yatırımın etkinliğinin bir göstergesi olan ROA değerleri sektörde yıllar bazında bir istikrar olmadığı görülmektedir. Sektör ortalamasına bakıldığında 2018 ve 2019 yıllarında bir düşüş, 2020 de önemli bir yükseliş kaydedilmiş ve sonraki yıllarda ise düşüş eğilimi grlmştir. Bununla birlikte brüt esas faaliyet karı açısından bakıldığında ise sektör ortalaması 20,32'dir. Nitekim Şirketin brüt esas faaliyetlerinden karları ve vergi öncesi karları incelendiğinde tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde kar ettiği görülmektedir. Brüt satış karlılığı üzerinden hesaplanan brüt esas faaliyet karı incelendiğinde tüm Şirketler sektör ortalamasının üzerinde yer alırken ULUUN Şirketinin tüm yıllarda sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Vergi borçlarının göz ardı edilerek faiz giderlerinin ve sermaye yapısı gibi değişkenlerin sürece dahil edilerek Şirketin yalnızca faaliyetlerden elde ettiği kazanç kabiliyeti incelendiğinde AEFES ve CCOLA'da düşüşler gözlemlenmektedir. Tüm analiz döneminin ortalama değer 1,99'dur. TATGD ve KERVG dışında ortalamanın altında işletme yoktur. Bu kapsamda Şirketlerin genel olarak borcunu ödemek, kar sağlamak, operasyonlarını finanse etmek için yeterli kazanç elde etme kabiliyetlerinin olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- AKYÜZ, Yılmaz, GENÇ, Erhan ve EREM, Işıl (2013), “Finansal Oranlar Arasındaki İlişkinin Faktör Analizi İle İncelenmesi: Aracı Kurumlar Üzerinde Bir Uygulama”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 37: 85-96.
- AMIHUD, Y. (2002), “Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section And Time-Series Effects”, *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- AYDEMİR, Oğuzhan, ÖGEL, Serdar ve DEMİRTAŞ, Gökhan (2012), “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2): 277-288.
- BİLİCİ, Nilgün (2019), “Turizm Sektörünün Finansal Performansının Oran Analizi ve Topsis Yöntemiyle Değerlendirilmesi”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1): 173-194.
- BÜLÜÇ, Ferda, ÖZKAN, Okan ve AĞIRBAŞ, İsmail (2017), “Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi”, *International Journal of Academic Value Studies*, 9(11): 64-72.
- CİVAN, Mehmet ve DAYI, Faruk (2014), “Altman Z Skoru Ve Yapay Sinir Ağı Modeli İle Sağlık İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Tahmini”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı 41, Mart Nisan, 44-58.
- ÇAKIR, Hafize MEDER ve KÜÇÜKKAPLAN, İlhan (2012), “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000 – 2009 Dönemi İçin Analizi”, *Muhasebe ve Finansman*, 53: 69-86.
- DEMİR, Mehmet ve TUCAY, Merve (2012), “Türk Gıda Sektörünün Faaliyet ve Kârlılık Oranları Açısından Analizi: İMKB Gıda Sektöründe İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma (2000-2008 Dönemi)”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2): 367-392.
- İSKENDEROĞLU, Ömer, KARADENİZ, Erdiñç ve AYYILDIZ, Nazif (2015), “Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması”, *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3): 86-97.
- SANAYİ GENEL MÜDÜRLÜĞÜ (2021), “Gıda ve İçecek Sektörü Raporu 2021”, Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi, T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Ankara.
- TOPAL, Yusuf (2006), “İMKB’YE Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27: 45-70.
- ÜLKER, Yakup ve ARSLAN, Öznur (2020), “Türkiye’de Gıda Perakendeciliği Sektöründe Finansal Analiz ve Bir Uygulama”, *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(4): 2531-2546.
- GÜNAYDIN, A. Doruk (2019), “Borsa İstanbul’da Likidite ve Pay Getirileri”, *CEF-Sabancı Üniversitesi Araştırma Raporu*. <https://cef.sabanciuniv.edu/arastirmalar>.
- YÜKSEL, Aslı, YÜKSEL Aydın ve DOĞANAY, Mete (2010), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Hisse Senetlerinin Fiyatlandırılmasında Likiditenin Rolü”, *İktisat İşletme ve Finans*, 25(293): 69-94.