

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Sektörü Finansal Analizi

İlhan Çam¹

Özet

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları (GSYO), girişimcilik ekosistemlerinin büyümesine ve inovasyon odaklı işletmelerin gelişimine önemli katkılarda bulunurlar. Yatırımlarıyla finansman sağlamakla kalmazlar, aynı zamanda danışmanlık, ilişki ağı oluşturma ve risk paylaşımı gibi faktörlerle işletmelerin başarılı olma şansını artırırılar. Bu çalışma ile Türkiye'deki GSYO sektöründe yer alan şirketlerin mali analizleri gerçekleştirilmiş ve hem sektör geneli hem de sektördeki şirketler ile ilgili yorumlamalar yapılmıştır. Yürütülen mali analiz, GSYO sektörünün finansal sağlığını önemli ölçüde iyileştirdiğini ortaya koymaktadır. Bu iyileştirmeler, sektörün geçmiş yıllara kıyasla daha güçlü bir konumda olduğunu göstermektedir. Likidite oranları incelendiğinde, GSYO'ların kısa vadeli borçlarına karşı ödeme gücünün arttığı görülmektedir. Bu, şirketlerin operasyonel risklerini azalttığını ve yatırımcılar ile ortaklar için daha güvenilir bir ortam sağladığına işaret eder. Kârlılık oranları açısından, GSYO sektörü yatırımlardan elde edilen getirileri artırarak büyümüş ve işletme kârlılığını artırmıştır. Bu, GSYO'ların girişimcilere yönelik yatırımlarını daha dikkatli bir şekilde seçtiklerini ve başarılı projelere daha fazla kaynak tahsis ettiklerini gösterir. Bununla birlikte, GSYO sektörü toplam yükümlülük oranlarını azaltarak finansal istikrarını güçlendirmiştir. Bu durum yatırımcılar için daha az riskli bir ortam yaratır ve GSYO'ların güvenilirliğini artırır. Devir hızı oranlarında ise bir iyileşme görülmekle birlikte, sektörün bu oranları daha hızlı artırması gerekmektedir. Böylelikle, sektörün gelecekteki büyüme ve genç girişimcilere daha fazla destek sağlama kapasitesi artacaktır. Diğer taraftan sektör, değişim oranları bakımından da iyi bir performans göstermiş olsa da enflasyon etkisine en çok duyarlı olan bu mali analiz sonuçlarının dikkatli bir şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir. Sonuç olarak, GSYO'lar finansal sağlıklarını iyileştirme çabalarıyla girişimcilik ekosistemine daha fazla fırsat sunma kapasitelerini önemli ölçüde artırmıştır. Bu iyileştirmeler, genç ve inovatif işletmelere destek sağlama misyonlarını daha etkili bir şekilde yerine getirmelerini sağlar. Finansal sağlıklarını güçlendiren GSYO'lar, daha fazla sermayeyi çekebilir ve bu kaynakları girişimcilere aktararak teknolojik inovasyonu ve işletmelerin büyümesini teşvik edebilirler.

1. Giriş

Risk sermayesi (*venture capital*), genellikle yeni kurulan ve büyüme potansiyeli taşıyan girişimlere veya şirketlere yapılan yatırımları ifade eder. Bu tür yatırımlar, genellikle teknoloji, yenilikçilik ve büyüme odaklı sektörlerdeki şirketlere yönelik olduğu için yüksek risk taşır çünkü yeni kurulan şirketlerin başarısız olma olasılığı oldukça yüksektir. Girişim sermayesi (*private equity*) ise genellikle daha olgun ve kurumsallaşmış şirketlere yapılan yatırımları ifade eder. Bu yüzden risk sermayesine göre daha az risk içerir. Girişim sermayesi yatırımcıları, yatırım yaptıkları

1 Dr. Öğretim Üyesi, Gebze Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü, icam@gtu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-3076-0639

şirketlerin değerini arttırdıktan sonra genellikle çıkış stratejileri düşünürler. Bu çıkışlar, şirketin bir başka firma tarafından satın alınması, halka arz edilmesi veya başka bir özel sermaye firmasına satılması gibi yöntemlerle gerçekleşebilir. Bu tür yatırımlar genellikle girişim sermayesi firmaları veya bireysel yatırımcılar tarafından yapılır ve yeni fikirlerin ve teknolojilerin geliştirilmesine katkıda bulunurlar.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırımcı bilgilendirme kitapçığına göre, girişim sermayesi kavramı, risk sermayesi kavramını da içeren geniş bir tanımlamadır (SPK, 2022: 5). Buna göre, girişim sermayesi terimi, yatırımcıların sermaye fazlasını kullanarak, büyüme potansiyeli taşıyan küçük ve orta ölçekli işletmelerin kuruluşunu ve faaliyete geçmesini teşvik etmek amacıyla uzun vadeli yatırım yapmalarını ifade eder. Bu bağlamda, girişim sermayesi fikir aşamasından başlayarak girişimlere ve daha olgun şirketlere kadar uzanan geniş bir yatırım yelpazesini kapsar. Girişim sermayesi yatırım ortaklığı (*venture capital investment trust*) ise sermaye piyasası mevzuatına tabi bir tür finansal kuruluştur. Bu tür ortaklıklar, genellikle kayıtlı sermayeli olarak kurulurlar ve amacı girişim sermayesi yatırımlarına odaklanmaktır. Yani, girişim sermayesi yatırımları yaparak büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere sermaye sağlamayı hedeflerler (SPK, 2022: 6).

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO) işletmeleri, genellikle teknoloji ve büyüme odaklı sektörlerde yatırım yaparlar. Bu, yeni teknolojilerin ve yenilikçi fikirlerin geliştirilmesini teşvik ederek ülkenin rekabetçiliğini artırabilir. Yatırım yapılan girişimler büyüdükçe, yeni iş fırsatları ve istihdam imkânları oluşur, ülkedeki işsizlik azalır ve ekonominin büyümesi olanaklı hâle gelir (Bender ve Lutz, 2009: 4). GSYO'lar, girişimcilerin sahip oldukları kolektif kaynakları harekete geçirerek bilgi, uzmanlık ve deneyimlerinden en uygun şekilde faydalanmalarını sağlar. GSYO sektöründeki firmaların finansal performansı, desteklenen şirketlerin başarısıyla iç içedir. Ayrıca bu şirketler, etkin portföy yönetimi ve örnek kurumsal yapısıyla hissedarlarına diğer alternatif yatırımlardan daha yüksek kazanç sağlamayı amaçlamaktadır (Gün ve Karadağ, 2016: 64). Bu sebeple GSYO sektöründe yer alan firmaların finansal analizi, yatırımcılar, girişimciler, düzenleyiciler ve GSYO sektöründeki işletmelerin kendileri dâhil birçok paydaş için kritik bir öneme sahiptir. Bu, geçmiş performansı değerlendirmek, riskleri yönetmek, bilinçli yatırım kararları almak ve sektör içinde şeffaflığı sürdürmek için önemli bir araç olarak hizmet eder.

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da halka açık olarak faaliyetlerini yürüten GSYO sektöründeki firmaların kapsamlı bir oran analizi yöntemi ile finansal analizlerinin yapılması amaçlanmıştır. GSYO sektörü büyüdükçe, yatırımcılar ve tüm paydaşlar, sektörde yer alan firmaların finansal sağlığını ve performansını anlama zorunluluğuyla karşı karşıyadır. Çalışmada, bu şirketlerin finansal metrikleri ve ana performans göstergeleri detaylı bir şekilde incelenerek, bilinçli karar alabilmek için gerekli temel bilgiler ve verilere ulaşılması hedeflenmektedir. Bunun için sektördeki firmalar birbirleriyle ve kendi geçmiş verileriyle kıyaslanarak finansal olarak ne durumda oldukları anlaşılmasına çalışılacaktır.

2. Türkiye'de ve Dünyada Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Sektörü

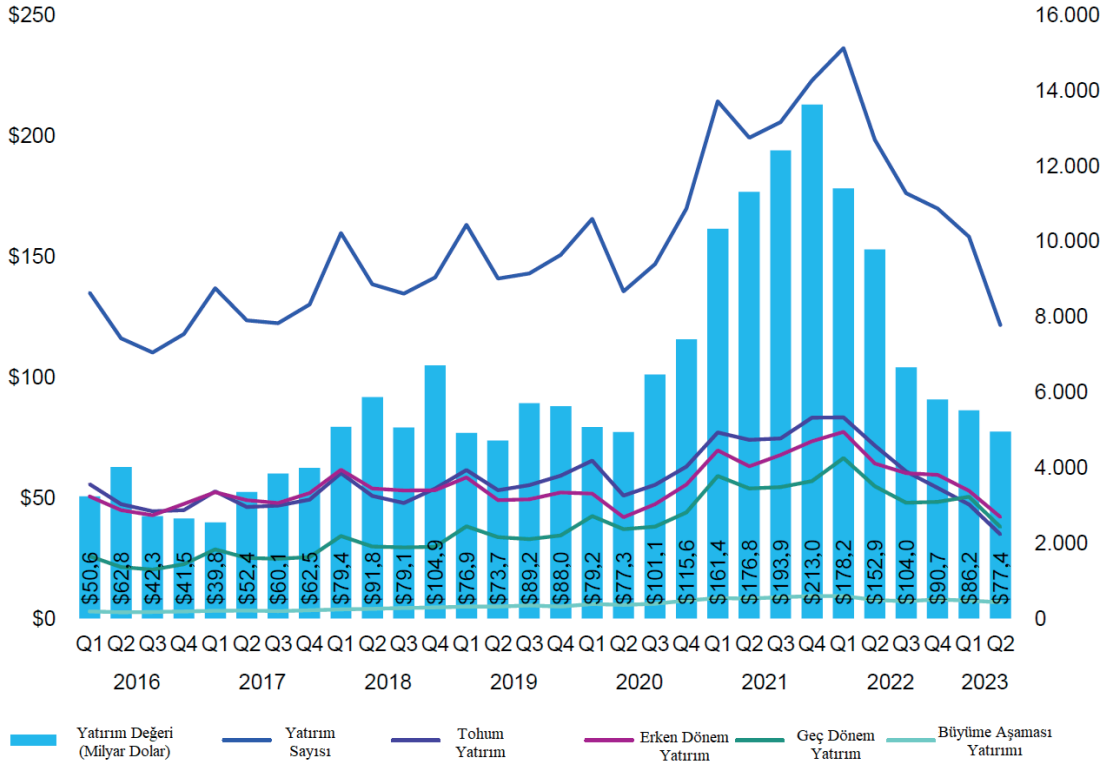
GSYO sektöründeki firmalar anonim şirket yapılarında kurulmaktadır ve sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmemiş her konuda, Türk Ticaret Kanunu'ndaki anonim şirketlere ait hükümlere uymakla yükümlüdürler. SPK mevzuatına göre GSYO işletmelerinin kuruluş şartları şunlardır (SPK, 2020: 8):

- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmak,
- Kuruluşta başlangıç sermayesinin 20.000.000 TL'den az olmaması,

- Kuruluşta nakit karşılığı olan pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi,
- Ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresinin olması,
- Ortakların ve yönetim kademesinin Tebliğ’de öngörülen şartları taşıması,
- Esas sözleşmesinin mevzuat hükümlerine uygun olması,
- Sermayenin %25’i oranındaki paylarının, Tebliğ’deki kurallara göre halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağına taahhüt edilmesi,
- Ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması.

Girişim ve risk sermayesi terimleri son yıllarda, özellikle de dot-com balonu sonrasında, önemli bir popülerlik kazanmıştır (Jafri ve Wu, 2023: 1). Bununla birlikte sektörün gelişimi 1950’li yıllardan itibaren American Research and Development Corporation işletmesinin kurulmasıyla gelişmeye başlamıştır. Firma 1946 yılında MIT’nin başkanı olarak görev yapan Karl Compton ve Harvard Business School’da profesör olan General Georges Doriot tarafından kurulmuş ve firmanın yatırımlarında gösterdiği başarılarından sonra girişim sermayesi sektörü hızlı bir şekilde gelişmeye başlamıştır (Hsu ve Kenney, 2005). Sonrasında GSYO’lar hem Türkiye’de hem de dünya genelinde ekonomik büyümeyi ve inovasyonu teşvik eden önemli oyuncular haline gelmiştir. Bu sektörün gelecekte de büyümeye devam etmesi ve girişimciler için finansman ve destek sağlamaya devam etmesi beklenmektedir.

GSYO’lar, genellikle genç, yenilikçi ve hızla büyüme potansiyeli olan şirketlere yatırım yaparlar. Bu şirketler, yeni teknolojileri geliştiren, pazarda yenilikçi ürünler veya hizmetler sunan veya büyüme potansiyeli taşıyan firmalardır (Gompers, 1995: 1462). Gompers vd. (2008)’ne göre, risk sermayesi sektörü son derece değişkendir ve bu değişkenliğin çoğu sermaye piyasalarındaki değişen değerlemeler ve faaliyetlerle ilişkili olarak ortaya çıkmaktadır. Araştırmacıların elde ettikleri bulgulara göre, sektör deneyimine sahip risk sermayedarları, sermaye piyasası sinyalleri daha olumlu hale geldiğinde yatırımlarını artırmaktadırlar. Benzer şekilde Bellucci vd. (2023) COVID-19 salgınının dünyaya yayılması sırasında risk ve girişim sermayesi yatırımlarının izlediği seyir üzerinden salgının finansal kaynakların yeniden tahsisine neden olup olmadığını inceledikleri çalışmalarında, sosyal mesafe ve sağlık krizi endişeleri ile uyumlu teknolojiler geliştiren firmalara bir yönelim meydana geldiğini ortaya koymuşlardır. Sonuç olarak, GSYO’lar, değişen piyasa koşullarına hızlı bir şekilde uyum sağlayabilme yetenekleri ile büyük bir rol oynamakta ve gelecekte inovasyonun ve büyümenin vazgeçilmez bir kaynağı olarak önemlerini sürdürmektedirler. Aynı zamanda, bu şirketler, genç, yenilikçi ve büyük büyüme potansiyeline sahip işletmeleri destekleyip faaliyetlerine devam ederek ekonomik ilerlemeyi ve teknolojik gelişmeyi teşvik etmektedirler.



Şekil 1. Küresel Girişim Sermayesi Finansmanı

Kaynak: Lavender vd. (2023: 7).

Uluslararası denetim ve danışmanlık firması olan KPMG çalışanları tarafından hazırlanan rapora göre 2023'ün 2. çeyreğinde küresel ölçekte toplam 7,783 adet yatırım için 77 milyar dolarlık girişim sermayesi yatırımı yapılmıştır (Lavender vd., 2023: 4). Bu yatırımların toplam 40 milyar doları ABD'de gerçekleşmiştir. Şekil 1'de 2016-2023 yılları arasında küresel ölçekte girişim sermayesi finansmanı ile ilgili bilgiler sunulmaktadır. Şekilde de görüleceği üzere, özellikle ABD Merkez Bankası FED'in 2021'in dördüncü çeyreğinde başlattığı faiz artırımını ve parasal sıkılaştırma politikalarının ardından, girişim sermayesi yatırımlarında hem sayısal hem de değer bazında azalma yaşanmıştır. Bu azalma 2023'ün 2. çeyreğinde de devam etmektedir. Rapora göre, bunun sebebi dünya genelindeki çeşitli merkez bankaları tarafından faiz oranlarında yapılan artışların, girişim sermayesi yatırımcılarını, düşük riskli yatırım seçenekleri olan tahvillere ve banka mevcutatlarına yönlendirmiş olmasıdır. Ayrıca rapora göre, yapay zekâ ve üretken yapay zekâya yapılan yatırımlar, güçlü seyrini artırmaya devam ederek birincil yatırım alanı olma özelliğini güçlendirmiştir. Bunun en güncel ve önemli örneği Microsoft'un 2023 yılının ilk çeyreğinde OpenAI'ye yaptığı 10 milyar dolarlık yatırımdır.

Girişim sermayesi yatırımlarının Türkiye'de nasıl şekillendiği incelendiğinde de küresel gelişmelere paralel bir seyir görülmektedir. Örneğin 2023 yılının temmuz ayında faaliyete geçen 2 yeni kurumsal girişim sermayesi (KGS) ile birlikte ülkemizdeki KGS sayısı toplam 79'a ulaşmıştır. Bu KGS'lerin dağılımına bakıldığında, %39'u finans sektörüne, %22'si holdinglere ve %8'i teknoparklara aittir. Geriye kalan sektörlerin toplamı ise %31 olarak kaydedilmiştir. Ayrıca 2023 yılında, temmuz ayına kadar geçen sürede 45 farklı yatırım için toplamda 41 milyon dolar değerinde yatırım yapılmıştır. Bu yatırımların başında,

sırasıyla finansal teknolojiler, otomobil teknolojileri, nesnelerin interneti ve e-ticaret alanları gelmektedir (Elgin, 2023).

Tablo 1. Yıllar İtibariyle Türkiye'deki GSYO'ların Konsolide Bilgileri

Yıllar	Firma Sayısı	Piyasa Değeri (TL)	Piyasa Değeri (\$)
2022	7	15,576,914,780	832,990,095
2021	6	6,469,141,658	490,830,171
2020	6	7,619,090,496	1,024,071,303
2019	7	3,043,983,924	512,455,206
2018	7	1,494,484,059	282,511,164

Kaynak: <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri>

Benzer şekilde, halka açık olarak Borsa İstanbul'da işlem gören GSYO'lar da başarılı yatırımlar yapmaya devam ederek değerlerini günden güne artırmaya devam etmektedirler. Tablo 1'de yıllar itibariyle Türkiye'deki GSYO'ların konsolide bilgileri paylaşılmıştır. Buna göre GSYO'ların piyasa değerinde hem TL hem de dolar bazlı olarak bir artış söz konusudur.

Bu çalışmanın örneklemini de oluşturan borsada listeli 7 adet GSYO'nun şirket unvanları ve Borsa kodları ise Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Kod	Şirket Unvanı
GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HDFGS	HEDEF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HUBVC	HUB GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ICUGS	ICU GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ISGSY	İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
PRDGS	PARDUS GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
VERTU	VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Şirketlerle ilgili 2023 yılı 1. çeyrek itibariyle genel finansal bilgilere ise Tablo 3'te yer verilmiştir. Tabloda görülebileceği üzere bu şirketler arasından piyasa değeri itibariyle en büyük olan şirket 5 milyar TL'lik piyasa değeri ile GOZDE'dir. Bu şirketi 1.5 milyar TL'lik piyasa değeri ile VERTU takip etmektedir. Son olarak ilgili tarih itibariyle piyasa değeri bakımından en küçük şirket ise 283 milyon TL'lik piyasa değeri ile ICUGS'dir.

Tablo 3. Şirketlerle ilgili Genel Finansal Bilgiler (2023 / 1. Çeyrek)

Kod	Kayıtlı Sermaye Tavanı (TRY)	Çıkarılmış Sermaye (TRY)	Hisse Sayısı	Hisse Fiyatı (TL)	Piyasa Değeri (TL)
GOZDE	2,000,000,000	385,000,000	385,000,000	13.97	5,378,450,000
HDFGS	2,000,000,000	565,000,000	565,000,000	2.50	1,412,500,000
HUBVC	300,000,000	70,000,000	70,000,000	4.93	345,100,000
ICUGS	207,750,000	41,550,000	41,550,000	6.82	283,371,000
ISGSY	250,000,000	74,652,480	74,652,480	12.80	955,551,744
PRDGS	600,000,000	196,000,000	196,000,000	5.89	1,154,440,000
VERTU	250,000,000	52,000,000	52,000,000	30.10	1,565,200,000

Kaynak: <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri>

3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Sektörü Mali Analizi

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde Borsa İstanbul'da listeli 7 adet GSYO ile ilgili mali analiz bulguları raporlanacaktır. Şirketlerin finansal tablo verilerine İş Yatırım'ın internet sitesinden ulaşılmıştır.² Oran analizi yöntemi Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun Veri Analiz Platformu'nda yer alan finansal oranların hesaplanmasına ilişkin kurallar ve formülasyonlar takip edilerek gerçekleştirilmiştir.³ Sonraki bölümlerde yer alan oranların formülasyonları ile ilgili bilgilere finansal oranların hesaplanmasına ilişkin kurallar kitapçığından ulaşılabilir.

Aşağıdaki bölümlerde yer alan tablolar için ortak bir açıklama yapmak gerekirse; tablolarda öncelikli olarak her bir firma için yıllar itibarıyla ilgili oran analizi değerleri hesaplanmıştır. Tablonun hangi oran ile ilgili olduğu tablonun başlığında yazmaktadır. Tablolarda yer alan "SEKTÖR ORT." ifadesi, uç değerlerin ortalamalara dâhil edilmeden hesaplanmış olan ilgili yılın GSYO sektörünün ortalamasını temsil etmektedir. Bu ortalama değerlerine, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun Veri Analiz Platformu'nda yer alan Dönemsel Finansal Oranlar analiz aracından ulaşılmıştır. Uç değerlerin hangi metodoloji ile giderildiği finansal oranların hesaplanmasına ilişkin kurallar kitapçığında anlatılmaktadır.

3.1. Likidite Oranları

Mali analize ilk olarak likidite oranları ile başlanmıştır. GSYO'lar faaliyet alanları gereği dönen varlıkları içerisinde ağırlıklı olarak hazır değerler buldukları için likidite oranları birbirlerine çok yakın değerler almıştır. Tablo 4'de şirketlerin cari oran değerleri verilmiştir. Tabloda da görüleceği üzere likidite bakımından en zayıf işletme GOZDE ve ICUGS olarak durmaktadır. Çünkü bu şirketler her 5 yılda da sektör ortalamasının altında bir cari orana sahip olmuşlardır. Özellikle bu firmalardan GOZDE'nin cari oranı neredeyse sıfırdır ve bütün yıllarda cari oran için kritik eşik olarak kabul edilen 2'nin (Okka, 2021) altında bir değere sahip olmuştur. Diğer taraftan cari oran bakımından en iyi performans gösteren şirket ise VERTU'dur. Şirket bütün yıllarda sektör ortalamasının üstünde bir performans göstermiştir. Son analiz yılı olan 2022'de kritik eşik olan 2'nin üzerinde bir cari orana sahip olan işletmeler HDFGS, HUBVC,

2 <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>

3 <https://www.vap.org.tr/donemsel-finansal-oranlar>

ISGSY ve VERTU olmuştur. Bu işletmelerin vadesi gelen cari borçlarını ödeme güçlerinin yerinde olduğu yorumu yapılabilir. Diğer dikkat çekici bulgu ise özellikle son üç yılda cari oran değerini artıran tek şirket ISGSY'dir.

Tablo 4. Cari Oran

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	0,11	0,10	0,00	0,00	0,00
HDFGS	232,2	118,4	213,0	271,2	229,4
HUBVC	620,1	1,22	10,20	7,16	18,81
ICUGS	3,74	4,52	3,74	1,33	1,16
ISGSY	35,66	31,33	26,72	27,38	39,35
PRDGS	-	-	-	6,82	0,11
VERTU	1336,8	1942,7	31,04	10940,6	514,4
SEKTÖR ORT.	318,45	25,98	14,34	61,43	114,7

Tablo 5'de şirketlerin likidite oranı değerleri verilmiştir. Likidite oranları bakımından da en zayıf işletme GOZDE iken en güçlü işletme VERTU'dur. Son 3 yılda likidite oranını artıran tek işletme ISGSY'dir. Son analiz yılı olan 2022'de likidite oranı için kritik eşik olan 1'in (Okka, 2021) üzerinde bir orana sahip olan işletmeler HDFGS, HUBVC, ICUGS, ISGSY ve VERTU olmuştur. Bu işletmelerin düşük likiditeye sahip varlıkları çıkartıldıktan sonra vadesi gelen cari borçlarını ödeme güçlerinin yerinde olduğu yorumu yapılabilir. Genel olarak, Tablo 5'teki trend, sektörün likidite sorunları yaşadığı bir dönemden sonra likidite durumunu iyileştirdiğini göstermektedir. Bu, sektörün finansal sağlığını ve kısa vadeli borçlarını daha iyi yönetmeye başladığına işaret edebilir. Özellikle son 3 yılda sektörün likidite oranlarında artış eğilimi hâkimdir.

Tablo 5. Likidite Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	0,11	0,10	0,00	0,00	0,00
HDFGS	230,2	116,9	211,9	264,2	222,1
HUBVC	528,6	0,96	9,90	7,02	18,79
ICUGS	3,71	4,50	3,74	1,29	1,16
ISGSY	35,12	30,63	26,10	26,42	38,03
PRDGS	-	-	-	6,78	0,11
VERTU	1333,5	1936,4	30,99	10936,6	514,1
SEKTÖR ORT.	304,5	25,55	14,14	59,8	113,4

Tablo 6'da şirketlerin nakit oranı değerleri verilmiştir. Diğer likidite oranlarına benzer şekilde nakit oranı bakımından da en zayıf işletme GOZDE iken en güçlü işletme VERTU'dur. Son analiz yılı olan 2022'de nakit oranı için kritik eşik olan 0,20'nin altında bir orana sahip olan

işletmelerin sadece GOZDE ve PRDGS olduğu görülmüştür. Genel olarak, sektörün nakit oranı trendi, nakit akışının dalgalı olduğunu ancak son üç yılda iyileştiğini göstermektedir. Bu, sektördeki şirketlerin finansal sağlığını ve kısa vadeli likiditesini daha iyi yönetmeye başladığına işaret edebilir.

Tablo 6. Nakit Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	0,003	0,002	0,000	0,000	0,000
HDFGS	226,7	116,9	206,6	245,2	216,8
HUBVC	213,9	0,24	9,89	5,94	17,36
ICUGS	1,05	0,76	3,28	1,16	1,08
ISGSY	35,12	30,63	25,36	26,42	27,75
PRDGS	-	-	-	6,54	0,09
VERTU	1044,4	1814,6	30,97	10934,7	514,1
SEKTÖR ORT.	79,47	24,75	13,9	55,75	129,5

3.2. Borçlanma Oranları

Tablo 7, toplam yükümlülükler / varlıklar borçlanma oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. GOZDE şirketi, sektör ortalamasının oldukça üzerinde bir toplam yükümlülük oranına sahiptir. Ancak, bu oranın yıllar içinde düşüş eğiliminde olması dikkat çekicidir. Şirket, 2018'den 2022'ye kadar toplam yükümlülüklerini varlıklarına göre hızla azaltmıştır. Bu, şirketin mali sağlığının önemli ölçüde iyileştiğini gösterebilir. HDFGS, HUBVC ve ISGSY şirketleri, genelde düşük toplam yükümlülüklerle istikrarlı bir seyir izlemişlerdir. Şirketler, sektör ortalamasının oldukça altında toplam yükümlülük oranlarına sahiptir. ICUGS şirketi, 2019'dan 2022'ye kadar toplam yükümlülüklerini varlıklarına göre artırmıştır, bu da riskin arttığını gösterebilir. Şirket, sektör ortalamasının üzerinde bir toplam yükümlülük oranına sahiptir ve bu oran 2021 ve 2022'de daha da artmıştır. PRDGS son yıl, bir önceki yıla göre toplam yükümlülükler oranını artırmış olsa da yine de sektör ortalamasının altında kalmıştır. VERTU toplam yükümlülüklerini son yıllarda artırmış olsa da yine sektör ortalamasının altında bir performans göstermiştir. Sektörün toplam yükümlülük oranı 2018'den 2022'ye doğru genel olarak azalmıştır. Bu azalma eğilimi 2021 ve 2022'de daha da hızlanmış gibi görünmektedir, bu da sektördeki şirketlerin daha az toplam yükümlülüğe sahip olduğuna ve sektörün finansal sağlığının iyileştiğine veya şirketlerin daha az risk taşıdığına işaret etmektedir.

Tablo 7. Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%) Borçlanma Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	40,18	45,57	34,30	11,36	9,61
HDFGS	0,23	1,07	0,40	0,29	0,20
HUBVC	0,04	3,45	0,68	0,35	0,43
ICUGS	26,04	21,53	25,87	46,86	56,13
ISGSY	0,86	1,52	1,50	1,25	0,37
PRDGS	-	-	-	0,03	1,19
VERTU	0,11	0,11	3,25	1,61	1,52
SEKTÖR ORT.	15,20	16,69	11,00	2,97	2,22

Tablo 8 kısa vadeli yükümlülükler / varlıklar borçlanma oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tablo 7'deki seyre benzer bir durum söz konusudur. Sektör ortalamalarına göre, HDFGS, HUBVC, ISGSY, PRDGS ve VERTU kısa vadeli borçlanma oranları açısından sektör ortalamalarının altındadır ve bu finansal olarak olumlu bir işarettir. Ancak GOZDE ve ICUGS gibi firmaların yüksek kısa vadeli borçlanma oranlarına sahip olduğu görülmektedir. Bu durum bu firmalar açısından olumsuzdur, çünkü borçlarının ödeme vadelerinin yakın olduğu görülmektedir bu da finansal risk anlamına gelmektedir.

Tablo 8. Kısa Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar (%) Borçlanma Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	24,34	23,57	17,98	9,42	8,41
HDFGS	0,13	0,34	0,17	0,14	0,15
HUBVC	0,04	3,45	0,60	0,31	0,38
ICUGS	26,03	21,45	25,74	46,65	55,77
ISGSY	0,75	0,87	0,97	0,90	0,16
PRDGS	-	-	-	0,03	1,18
VERTU	0,07	0,05	3,22	0,01	0,19
SEKTÖR ORT.	12,86	13,4	8,11	2,16	1,75

Tablo 9 uzun vadeli yükümlülükler / varlıklar borçlanma oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tablo 7 ve 8'deki seyre benzer bir durum söz konusudur. Tablodaki önemli hususlardan ilki firmaların uzun vadeli yükümlülükleri kısa vadeli yükümlülüklerine göre daha düşüktür. Ancak kısa vadeli yükümlülüklerin aksine sektör ortalamasının az da olsa artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Ayrıca GOZDE şirketinin uzun vadeli yükümlülüklerinin diğerlerine göre daha yüksek olduğuna dikkat çekmek önemlidir. Diğer taraftan şirket, 2018'den 2022'ye kadar uzun vadeli yükümlülüklerini, kısa vadeli yükümlülüklerinde olduğu gibi, varlıklarına göre hızla azaltmıştır. Bu, şirketin mali sağlığının sektöre göre zayıf durumda olsa da önemli ölçüde iyileştğini gösterebilir.

Tablo 9. Uzun Vadeli Yükümlülükler / Varlıklar (%) Borçlanma Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	15,84	22,00	16,32	1,94	1,20
HDFGS	0,09	0,73	0,23	0,16	0,05
HUBVC	0,00	0,00	0,08	0,04	0,05
ICUGS	0,01	0,08	0,13	0,21	0,36
ISGSY	0,11	0,64	0,54	0,35	0,21
PRDGS	-	-	-	0,00	0,01
VERTU	0,04	0,06	0,03	1,60	1,32
SEKTÖR ORT.	0,11	0,30	0,20	0,72	0,46

Tablo 10 özkaynaklar / varlıklar oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2018'den 2022'ye kadar özkaynaklarını varlıklarına göre sürekli olarak artırmıştır. Bu, şirketin mali sağlığının önemli ölçüde güçlendiğini ve daha fazla özkaynağa sahip olduğunu göstermektedir. HDFGS, HUBVC, ISGSY, PRDGS ve VERTU şirketleri, yıllar içinde özkaynaklarını varlıklarına

göre oldukça yüksek bir oranda sürdürmüşlerdir. Bununla birlikte, HUBVC şirketi, 2018'den 2022'ye kadar özkaynaklarını varlıklarına göre az da olsa azaltmıştır. Sektörün özkaynak oranı, 2018'den 2022'ye doğru genel olarak artmıştır. Bu, sektörün finansal sağlığının iyileştiğini ve şirketlerin daha fazla özkaynağa sahip olduğunu gösterebilir. Ancak, bu artış eğilimi 2021 ve 2022'de daha da hızlanmış gibi görünmektedir, bu da sektördeki şirketlerin daha fazla özkaynağa sahip olduğuna işaret edebilir. Son olarak, özellikle ICUGS şirketinin özkaynak açısından zayıf bir pozisyondayken GOZDE şirketinin hızla iyileştiğine dikkat çekmek önemlidir.

Tablo 10. Özkaynaklar / Varlıklar (%) Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	59,82	54,43	65,70	88,64	90,39
HDFGS	99,77	98,93	99,60	99,71	99,80
HUBVC	99,96	96,55	99,32	99,65	99,57
ICUGS	73,96	78,47	74,13	53,14	43,87
ISGSY	99,14	98,48	98,50	98,75	99,63
PRDGS	-	-	-	99,97	98,81
VERTU	99,89	99,89	96,75	98,39	98,48
SEKTÖR ORT.	84,80	83,31	89,00	97,03	97,78

3.3. Devir Hızı Oranları

Tablo 11 aktif devir hızı oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2021'de aktif devir hızı oranında önemli bir değişim göstermiştir. Ancak bu oran 2022'de tekrar düşmüştür. HDFGS şirketi, 2018 ve 2020 yıllarında aktif devir hızı oranlarında yüksek dalgalanmalar yaşamış, ancak 2021'de bu oran önemli ölçüde düşmüş ve 2022'de yükselmiştir. HUBVC, ICUGS ve VERTU şirketleri için tüm yıllarda aktif devir hızı oranları çok düşük veya sıfırdır, bu da varlıklarını hızlı bir şekilde döndürmediklerini veya düşük ticaret aktivitesine sahip olduklarını gösterebilir. ISGSY şirketi, 2022'de aktif devir hızı oranlarında büyük bir artış yaşamıştır, bu da varlıklarını daha verimli kullandığını göstermektedir. PRDGS şirketi için eksik veri olduğu için tam bir trend değerlendirmesi yapmak mümkün değildir. HDFGS sektör ortalamasının üzerinde aktif devir hızı oranına sahiptir. Sektörün aktif devir hızı oranı 2018'den 2022'ye doğru genel olarak dalgalanma gösterse de artmıştır. Bu, sektördeki şirketlerin varlıklarını daha verimli kullandıklarını veya daha fazla ticaret aktivitesi yaptıklarını gösterebilir. Ancak, bu artış eğilimi özellikle 2022'de daha da hızlanmış gibi görünmektedir.

Tablo 11. Aktif Devir Hızı Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	0,01	0,01	0,01	0,18	0,00
HDFGS	0,29	0,25	0,99	0,04	0,74
HUBVC	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00
ICUGS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ISGSY	0,04	0,04	0,14	0,08	1,16
PRDGS	-	-	-	-	0,44
VERTU	0,24	0,18	0,00	0,00	0,00
SEKTÖR ORT.	0,28	0,09	0,30	0,08	0,56

Tablo 12 özkaynak devir hızı oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2021’de özkaynak devir hızı oranında önemli bir değişim göstermiştir. Ancak bu oran 2022’de tekrar düşmüştür. Bu, şirketin özkaynaklarını etkili bir şekilde kullanıldığını gösterirken, 2022’de bu hızın azaldığı görülmektedir. HDFGS şirketi, 2018 ve 2020 yıllarında özkaynak devir hızı oranlarında yüksek dalgalanmalar yaşamış, ancak 2021’de bu oran önemli ölçüde düşmüş ve 2022’de tekrar yükselmiştir. HUBVC, ICUGS ve VERTU şirketleri için tüm yıllarda özkaynak devir hızı oranları çok düşük veya sıfırdır, bu da düşük özkaynak devir hızına sahip olduklarını göstermektedir. ISGSY şirketi, 2022’de özkaynak devir hızı oranlarında büyük bir artış yaşamıştır. PRDGS şirketi için eksik veri olduğu için tam bir trend değerlendirmesi yapmak mümkün değildir. Ancak 2022 yılında sektör ortalamasının altında bir özkaynak devir hızı oranına sahip olmuştur. HDFGS şirketi, 2021 yılı haricinde bütün yıllarda sektör ortalamasının üzerinde özkaynak devir hızı oranlarına sahiptir. GOZDE, HUBVC, ICUGS, ISGSY ve VERTU şirketleri ise sektör ortalamasının altında bir özkaynak devir hızı oranlarına sahiptir. Sektörün özkaynak devir hızı oranı 2018’den 2022’ye doğru genel olarak artmıştır. Bu, sektördeki şirketlerin yıllar itibariyle özkaynakların daha etkili bir şekilde kullanmaya başladıklarını göstermektedir. Özellikle HDFGS’nin özkaynak devir hızı açısından güçlü olduğuna dikkat çekmek gerekmektedir.

Tablo 12. Özkaynak Devir Hızı Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	0,01	0,02	0,02	0,22	0,00
HDFGS	0,29	0,25	1,00	0,04	0,74
HUBVC	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00
ICUGS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ISGSY	0,04	0,04	0,14	0,09	1,16
PRDGS	-	-	-	-	0,44
VERTU	0,25	0,18	0,00	0,00	0,00
SEKTÖR ORT.	0,28	0,10	0,30	0,09	0,56

3.4. Kârlılık Oranları

Tablo 13 aktif kârlılığı oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2018’den 2022’ye kadar aktif kârlılığında büyük bir dalgalanma yaşamış olsa da özellikle son 3 yılda kârlılığını büyük orada artırabilme başarısı göstermiştir. HDFGS şirketi, bütün yıllarında kârlılığını artırmıştır. Ancak, 2018 ve 2021 yıllarında düşük kârlılık göstermiştir. HUBVC şirketi, bütün yıllarında yüksek kârlılık göstermiştir, ancak 2019’da düşük kârlılığa sahiptir. ICUGS şirketi, 2018 ve 2019 yıllarında pozitif kârlılık gösterirken, 2020 ve sonraki yıllarda negatif kârlılığa sahiptir. ISGSY şirketi yıllar itibariyle aktif kârlılığını artırabilmiştir. PRDGS şirketi için eksik veri olduğu için tam bir trend değerlendirmesi yapmak mümkün değildir. Ancak şirket 2022 yılında sektör ortalamasının altında bir aktif kârlılığına sahip olmuştur. VERTU şirketi ise 2018’den 2022’ye kadar kârlılığını artırmıştır. Sektörün aktif kârlılık oranı 2018’den 2022’ye doğru genel olarak artmıştır. Bu, sektördeki şirketlerin kârlılığını artırdığını göstermektedir. 2022 yılı özellikle sektörde yüksek kârlılık dönemi olarak öne çıkmaktadır. Özellikle ISGSY ve VERTU gibi şirketlerin yüksek kârlılık oranlarına sahip olduğuna dikkat çekmek gerekmektedir.

Tablo 13. Aktif Kârlılığı (%) Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	-17,34	-0,23	33,73	78,82	44,23
HDFGS	1,95	25,55	97,80	4,34	73,62
HUBVC	78,94	14,44	38,06	75,02	38,43
ICUGS	2,45	1,51	-2,65	-7,99	-3,36
ISGSY	1,18	0,66	0,77	4,38	113,48
PRDGS	-	-	-	-	40,57
VERTU	9,84	18,09	65,13	120,38	82,42
SEKTÖR ORT.	-4,93	9,03	38,81	45,82	54,19

Tablo 14 özkaynak kârlılığı oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2018'den 2022'ye kadar özkaynak kârlılığı açısından büyük dalgalanmalar yaşamış olsa da son yıllarda kârlılığını önemli ölçüde artırabilmiştir. HDFGS şirketi, 2021 yılı haricinde her zaman sektör ortalamasının üzerinde bir özkaynak kârlılığına sahip olmuştur. HUBVC şirketi, 2018 ve 2021 yıllarında yüksek özkaynak kârlılığı göstermiştir, ancak 2020 ve 2022 yıllarında sektör ortalamasının altında düşük kârlılığa sahip olmuştur. ICUGS şirketi, 2018 ve 2019 yıllarında pozitif özkaynak kârlılığı gösterirken, 2020 ve sonraki yıllarda negatif kârlılığa sahip olmuş ve özellikle son 4 yılın hepsinde sektör ortalamasının çok altında kalmıştır. ISGSY şirketi, 2022 yılında çok yüksek bir özkaynak kârlılığına sahip olmuştur, ancak önceki yıllarda daha düşük kârlılık yaşanmıştır. PRDGS şirketi için eksik veri olduğu için tam bir trend değerlendirmesi yapmak mümkün değildir. Ancak şirket 2022 yılında sektör ortalamasının altında bir özkaynak kârlılığına sahip olmuştur. VERTU şirketi, 2018'den 2022'ye kadar hem özkaynak kârlılığını artırmış hem de bütün yıllarda sektör ortalamasının üzerinde bir özkaynak kârlılığına sahip olmuştur. Sektörün özkaynak kârlılık oranı 2018'den 2022'ye doğru genel olarak artmıştır. Bu, sektördeki şirketlerin özkaynaklarından daha fazla kâr elde ettiklerini göstermektedir. Özellikle 2022 yılı, sektörün yüksek özkaynak kârlılığı dönemi olarak öne çıkmaktadır. Özellikle HDFGS, HUBVC ve VERTU gibi şirketlerin bütün dönemlerde yüksek özkaynak kârlılığına sahip olduğuna dikkat çekmek gerekmektedir.

Tablo 14. Özkaynak Kârlılığı (%) Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	-26,27	-0,40	55,18	96,92	49,30
HDFGS	1,95	25,73	98,36	4,35	73,79
HUBVC	79,01	14,72	38,73	75,36	38,58
ICUGS	4,14	1,99	-3,48	-12,77	-6,98
ISGSY	1,19	0,67	0,78	4,44	114,12
PRDGS	-	-	-	-	40,90
VERTU	9,99	18,11	66,62	122,75	83,71
SEKTÖR ORT.	-8,7	9,46	42,70	48,51	54,77

Tablo 15 net kâr marjı oranı ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2018'den 2022'ye kadar büyük dalgalanmalar yaşamıştır. 2020 ve 2021 yıllarında net kâr

marjı büyük ölçüde artmış, ancak 2022’de rekor düzeyde yüksek bir net kâr marjı göstermiştir. HDFGS şirketi, 2018’den 2022’ye kadar genel olarak pozitif bir net kâr marjına sahiptir. 2019’da bir önceki yıla göre büyük bir artış yaşanmıştır. HUBVC şirketi, hem 2018’den 2021’e kadar net kârını büyük ölçüde artırmayı başarmış hem de bu yıllarda en yüksek kâr marjına sahip işletme olmayı başarmıştır. ISGSY şirketi, 2018’den 2022’ye kadar kârlılığını artırmıştır. 2022’de özellikle yüksek bir net kâr marjı göstermiştir. PRDGS ve VERTU şirketleri için eksik veri olduğu için tam bir trend değerlendirmesi yapmak mümkün değildir. Sektörün net kâr marjı, 2018’den 2022’ye doğru genel olarak artmıştır. Özellikle 2022 yılı, sektördeki şirketlerin büyük kârlar elde ettiği bir yıl olarak öne çıkmaktadır.

Tablo 15. Net Kâr Marjı (%) Oranı

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	-3391,79	-25,64	2297,49	439,59	1604068,07
HDFGS	6,77	101,51	98,64	103,86	99,26
HUBVC	20063,92	7034,07	988,09	16567,51	-
ICUGS	-	-	-	-	-
ISGSY	30,36	15,94	5,67	51,90	98,13
PRDGS	-	-	-	100,01	92,85
VERTU	40,78	98,66	-	-	-
SEKTÖR ORT.	43,44	47,63	847,4	4290,7	401089,5

3.5. Değişim Oranları

Tablo 16 toplam varlıklardaki bir önceki yıla göre değişim oranları ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, şirketler genel olarak 2018’den 2022’ye kadar toplam varlıklarını artırma eğilimindedirler. Özellikle 2021 ve 2022’de büyük bir artış yaşanmıştır. Bu artış, sektördeki şirketlerin toplam varlıklarını genişlettiğini veya büyüdüklerini göstermektedir. HDFGS, ISGSY ve VERTU şirketleri, 2022 yılında sektör ortalamasının üzerinde toplam varlıklarında büyüme yaşayan şirketler olmuşlardır.

Tablo 16. Toplam Varlıklar Değişim Oranı (%)

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	-7,97	9,47	45,98	113,52	62,21
HDFGS	47,53	30,63	191,58	29,88	129,63
HUBVC	130,24	24,66	63,89	135,25	68,27
ICUGS	-30,99	-3,86	2,24	22,75	12,96
ISGSY	1,10	1,36	0,77	4,18	262,38
PRDGS	-	-	-	-	98,41
VERTU	7,15	11,65	106,89	308,98	143,17
SEKTÖR ORT.	19,67	12,71	68,56	102,4	113,1

Tablo 17 toplam yükümlülüklerdeki bir önceki yıla göre değişim oranları ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2021’de yükümlülüklerini azaltmış olsa da genel olarak şirketin yükümlülüklerinde her yıl artış vardır. HDFGS şirketi, 2018’de ve 2019’da

yükümlülüklerinde çok büyük bir artış yaşamış, ancak 2021’de yükümlülüklerini azaltmıştır. 2022’de ise şirketin yükümlülükleri tekrar artırmıştır. HUBVC şirketinin yükümlülükleri, 2019’da büyük bir artış göstermiştir. 2021 ve 2022’de de yükümlülükleri artmaya devam etmiştir. ICUGS şirketi, 2020’den 2022’ye kadar dalgalı bir şekilde yükümlülüklerini artırmıştır, özellikle 2021’de büyük bir artış yaşanmıştır. ISGSY şirketinin yükümlülükleri genel olarak azalma yaşamış ancak sadece 2019 yılında büyük bir artış yaşanmıştır. PRDGS ile ilgili çok fazla veri olmasa da şirketin yükümlülüklerindeki artış örneklem dönemindeki en büyük artış olarak gözükmektedir. VERTU şirketinin yükümlülükleri 2018’de büyük bir azalma yaşamıştır. Ancak 2020 yılında muazzam bir artış yaşanmış ve yükümlülüklerini önemli ölçüde artırmıştır. 2021 ve 2022 yıllarında da artış devam etmiştir. HUBVC, PRDGS ve VERTU şirketleri, 2022 yılında sektör ortalamasının üzerinde yükümlülüklerini artırmıştır. Sektörün toplam yükümlülükler değişim oranı, 2018’den 2022’ye doğru genel olarak artmıştır. Özellikle 2019 ve 2022 yılında büyük bir artış yaşanmıştır. Bu artış, sektördeki şirketlerin yükümlülüklerini 2018 yılı hariç her yıl artırdıklarını göstermektedir.

Tablo 17. Toplam Yükümlülükler Değişim Oranı (%)

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	30,67	24,16	9,87	-29,26	37,15
HDFGS	104,04	516,30	7,65	-3,15	57,81
HUBVC	-56,50	11372,41	-67,78	21,22	108,37
ICUGS	-64,78	-20,53	22,87	122,35	35,30
ISGSY	-7,96	78,15	-0,01	-13,22	7,86
PRDGS	-	-	-	-	6794,66
VERTU	-96,19	8,42	6068,22	102,24	129,41
SEKTÖR ORT.	-5,84	105,89	10,10	33,36	62,65

Tablo 18 özsermayedeki bir önceki yıla göre değişim oranları ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2020’den 2022’ye kadar özsermayesini artırmıştır. Özellikle 2021 yılında büyük bir artış yaşanmıştır. HDFGS şirketi, 2018’den 2022’ye kadar her yıl özsermayesini artırmıştır. En büyük artış 2020 yılında gerçekleşmiştir. HUBVC şirketi, 2018’den 2022’ye kadar özsermayesini artırmıştır. En büyük artış 2021 yılında gerçekleşmiştir. ICUGS şirketi, 2018’den 2022’ye kadar dalgalı bir şekilde özsermayesini azaltmıştır, ancak bu oranı düşüktür. ISGSY şirketi, 2018’den 2022’ye kadar özsermayesini artırmıştır. Özellikle 2022’de büyük bir artış yaşanmıştır. PRDGS ile ilgili çok fazla veri olmasa da şirket özsermayesini 2022 yılında bir önceki yıla göre sektör ortalamasına yakın bir oranda artırmıştır. VERTU şirketi, 2018’den 2022’ye kadar özsermayesini artırmıştır. En büyük artış 2021 yılında gerçekleşmiştir. HDFGS, ISGSY ve VERTU şirketleri, 2022 yılında sektör ortalamasının üzerinde özsermaye değişim oranına sahiptir. Sektörün özsermaye değişim oranı, 2018’den 2022’ye doğru genel olarak artmıştır. Özellikle 2021 ve 2022 yıllarında büyük bir artış yaşanmıştır.

Tablo 18. Özsermaye Değişim Oranı (%)

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	-23,22	-0,39	76,21	188,05	65,43
HDFGS	47,44	29,53	193,57	30,01	129,84
HUBVC	130,61	20,40	68,60	136,03	68,13
ICUGS	4,22	2,01	-3,42	-12,00	-6,74
ISGSY	1,18	0,70	0,78	4,44	265,61
PRDGS	-	-	-	-	96,11
VERTU	10,52	11,66	100,39	315,92	143,39
SEKTÖR ORT.	20,45	10,02	72,6	110,4	110,9

Tablo 19 satış hasılatlarındaki bir önceki yıla göre değişim oranları ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2018'den 2021'e kadar sürekli bir hasılat artışı yaşamıştır. Ancak 2022'de büyük bir düşüş yaşanmıştır. HDFGS şirketinin hasılatı 2018 ve 2021'de bir önceki yıla göre büyük bir düşüş yaşamış, ancak diğer yıllarda büyük bir artış görülmüştür. HUBVC şirketinin hasılatı, 2018 ve 2020'de bir önceki yıla göre büyük bir artış yaşamış, ancak diğer yıllarda büyük düşüşler yaşanmıştır. ISGSY şirketinin hasılatı 2018 ve 2021'de bir önceki yıla göre bir düşüş yaşamış, ancak diğer yıllarda büyük bir artış görülmüştür. PRDGS ile ilgili çok fazla veri olmasa da şirket hasılatını 2022 yılında bir önceki yıla göre artırmayı başarmıştır. VERTU şirketi ise 2019 ve 2020 yıllarında büyük bir hasılat düşüşü yaşamıştır. GOZDE ve HUBVC şirketleri, 2022 yılında büyük hasılat düşüşleri yaşamış ve sektör ortalamasının altında performans sergilemişlerdir. Sektörün hasılat değişim oranı, 2018'den 2022'ye doğru genel olarak dalgalıdır. Ancak, 2020'den sonra büyük artışlar yaşanmıştır.

Tablo 19. Hasılat Değişim Oranı (%)

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	28,56	72,48	114,86	2172,54	-99,97
HDFGS	-69,09	20,16	773,64	-92,79	3205,69
HUBVC	123,99	-18,29	2648,01	-75,53	-100,00
ICUGS	-	-	-	-	-
ISGSY	-10,79	7,62	232,11	-36,21	3132,44
PRDGS	-	-	-	-	30,38
VERTU	-	-16,75	-100,00	-	-
SEKTÖR ORT.	-139,97	-3,22	733,7	492,0	1534,5

Tablo 20 dönem kârındaki bir önceki yıla göre değişim oranları ile ilgili bilgileri sunmaktadır. Tabloya göre, GOZDE şirketi, 2018'de dönem kârında büyük bir düşüş yaşamış, ancak 2019 ve sonrasında kârlılığını her yıl artırmayı başarmıştır. Şirketin 2020'deki kâr artışı özellikle dikkat çekicidir. HDFGS şirketi, 2019'da büyük bir kâr artışı yaşamış, ancak 2021'de kârlılığında büyük azalış olmuştur. 2022'de ise büyük bir kar artışı yaşanmıştır. HUBVC şirketi, 2019 ve 2022 yılları haricinde dönem kârını bir önceki yıla göre artırmayı hep başarmıştır. ICUGS şirketinin kârları 2018'den 2022'ye kadar dalgalı seyir izlese de genel olarak kârları bir önceki döneme göre azalış kaydetmiştir. ISGSY şirketi, genelde kârlarını artırmış ve özellikle 2021 ve 2022'de büyük

artışlar yaşamıştır. Şirketin 2022'deki kârlılık artışı özellikle dikkat çekicidir. PRDGS ile ilgili çok fazla veri olmasa da şirket kârlılığını 2022 yılında bir önceki yıla göre artırmayı başarmıştır. VERTU şirketi, genelde kârlarını artırmış ve özellikle 2020 ve 2021'de büyük artışlar yaşamıştır. HDFGS ve ISGSY şirketleri, 2022 yılında sektör ortalamasının üzerinde kârlılık büyümesi elde etmişlerdir. HUBVC şirketi ise 2022 yılında kârlılığını bir önceki yıla göre düşüren tek şirkettir. Sektörün dönem karı değişim oranı, 2018'den 2022'ye doğru genel olarak dalgalıdır. Ancak, 2022 yılında büyük bir artış yaşanmıştır.

Tablo 20. Dönem Karı Değişim Oranı (%)

Kod	2018	2019	2020	2021	2022
GOZDE	-134,32	98,70	19349,00	334,82	0,22
HDFGS	-95,53	1702,78	748,94	-92,40	3059,22
HUBVC	516,31	-71,35	286,02	310,37	-3,56
ICUGS	-87,74	-50,43	-273,72	-238,96	50,58
ISGSY	224,89	-43,52	18,10	484,12	6012,06
PRDGS	-	-	-	-	21,04
VERTU	-25,69	101,39	482,83	534,17	88,80
SEKTÖR ORT.	-79,50	-45,72	252,4	301,6	1517,6

4. Sonuç ve Öneriler

GSYO'lar, girişimcilik ekosistemlerinin ve yeni işletmelerin büyümesinin önemli bir parçasıdır. Bu nedenle, birçok ülke ve bölge, GSYO'ların oluşumunu ve gelişimini teşvik etmek için politika ve düzenlemeler geliştirmektedir. Çünkü bu işletmeler, genç ve inovasyon odaklı işletmelere sermaye sağlama ve ekonomik büyümeyi teşvik etme rolünü üstlenmişlerdir. İş dünyasının sürekli değiştiği bir ortamda, GSYO'lar esnek bir şekilde hareket ederek, yenilik, sermaye katkısı ve ekonomik büyüme için önemli birer katalizör olarak görevlerini sürdürmektedirler.

GSYO sektörü, teknolojik ilerlemeler, küresel pazar dinamikleri ve girişimcilik ekosisteminin evrimi gibi faktörlere hızla adapte olma gerekliliği taşımaktadır. Bu adaptasyon yeteneği, GSYO'ların girişimcilik çabalarını destekleme misyonlarını sürdürmelerini sağlamaktadır. Bu hızlı adaptasyonun yanı sıra şirketlerin yaptıkları yatırımlarda başarılı olmaları sürdürülebilirlikleri açısından çok önemlidir. Örneğin güncel bir çalışmada Bissoto (2023), 1995-2019 döneminde toplam 10.000'e yakın finansman turunun yer aldığı örneklem üzerinde yaptığı analizlerde, kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının geçmiş faaliyetlerle güçlü bir şekilde ilişkili olduğu, dolayısıyla girişim sermayesi yatırımlarında iyi performans gösteren firmaların bu alandaki yatırımlarına devam ederken başarısız olan firmaların ise yatırım yapmayı bıraktıkları bulgusuna ulaşmıştır. Buna göre, girişim sermayesi yatırımları, geçmiş faaliyetlerle güçlü bir şekilde ilişkilidir ve başarılı geçmiş yatırımları olan GSYO'lar, bu alanda büyümeye devam ederek yeni fırsatlar arayabilirler.

GSYO sektörünün mali analizi hem yatırımcılar hem de sektör yöneticileri için kritik bir öneme sahiptir. Mali analiz yardımıyla, şirketlerin geçmiş performanslarının değerlendirilmesi ve böylelikle gelecekle ilgili çıkarımların yapılabilmesi mümkündür. Ayrıca mali analiz ile daha iyi yatırım kararları alma, riskleri azaltma ve sektörün güçlü ve zayıf yönlerinin değerlendirilmesi mümkün olacaktır. Bu noktada bu çalışma ile Türkiye'deki GSYO sektöründe yer alan şirketlerin

mali analizleri gerçekleştirilmiş ve sektör geneli ve sektördeki şirketler ile ilgili yorumlamalar yapılmıştır.

Yürütülen mali analiz sonucunda GSYO sektörünün, yıllar itibariyle finansal sağlığını önemli ölçüde iyileştirdiği görülmüştür. İlk olarak, likidite oranları incelendiğinde, GSYO'ların kısa vadeli borçlarına karşı ödeme gücünün arttığı görülmektedir. Bu durum şirketlerin, daha fazla nakit rezerv biriktirerek operasyonel risklerini azalttığını ve yatırımcılar ve ortaklar için daha güvenilir bir ortam sağladığını gösterir. Kârlılık oranları açısından, GSYO sektörü, yatırımlardan elde edilen getirileri artırarak büyümüş ve işletme kârlılığını artırmıştır. Bu durum şirketlerin girişimcilere yönelik yatırımlarını daha dikkatli bir şekilde seçtiklerini ve başarılı projelere daha fazla kaynak tahsis ettiklerini göstermektedir. Sektör devir hızı oranlarında az da olsa bir iyileşme olduğu görülmektedir. Sektörün devir hızı oranlarındaki trendi daha hızlı arttırmasına gereksinim vardır. Çünkü devir hızı oranlarındaki artışlar sektörün daha hızlı, daha etkili ve daha verimli bir şekilde çalıştığını gösterecektir. Böylelikle, genç girişimcilere daha fazla fırsat sunmanın yanı sıra yatırımcılara daha tatmin edici getirilerin sunulması da olanaklı hâle gelecektir. GSYO'ların portföylerini yönetme yeteneklerinin artması, girişimcilik ekosistemlerinin gelişimine olumlu bir katkı sağlayacaktır. Bununla birlikte, GSYO sektörü toplam yükümlülük oranlarını azaltarak finansal sürdürülebilirliklerini güçlendirmiştir. Bu, daha düşük finansman maliyetleri ve daha az finansal risk anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, GSYO'lar, finansal dengeyi korurken girişimcilere daha fazla destek sağlama kapasitelerini artırmışlardır. Tüm bu finansal iyileştirmeler, GSYO sektörünün büyümesini ve genç girişimcilere daha fazla fırsat sunmasını destekleyecektir. Bu organizasyonlar, finansal kararlarını daha akıllıca alarak, girişimcilik ekosistemlerinin gelişimine önemli bir katkıda bulunma potansiyeline sahiptirler.

Son olarak, mali oran analizinde elde edilen rakamların yorumlanmasında dikkat edilmesi gereken önemli hususlardan birisi enflasyon faktörüdür. Enflasyon, para biriminin değer kaybetmesi nedeniyle fiyatların arttığı bir ekonomik durumu ifade eder ve bu durum finansal oranları etkileyebilir. Türkiye son yıllarda yoğun bir enflasyon baskısı altında kalmıştır. Tüketici fiyat endeksi 2022 yılının Ekim ayında %85,51 ile rekor düzeylere ulaşmıştır.⁴ Özellikle değişim oranları enflasyona en duyarlı mali oran analizlerinin başında gelmektedir. Bu sebeple, enflasyon ortamında değişim oranları üzerinden mali oran analizi yapılırken nominal ve reel değerler arasındaki farkları, varlık değerlemelerini, fiyat değişkenliğini ve diğer enflasyon etkilerini dikkate almak gerekmektedir.

4 <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Enflasyon+Verileri/Tuketici+Fiyatlari>

KAYNAKLAR

- Bellucci, A., Borisov, A., Gucciardi, G. & Zazzaro, A. (2023). The reallocation effects of COVID-19: Evidence from venture capital investments around the world. *Journal of Banking & Finance*, 147, 106443.
- Bender, M. & Lutz, E. (2010). Patterns in spatial proximity between venture capital investors and investees in Germany. CEFS Working Paper No. 2009-06, Erişim: <https://ssrn.com/abstract=1386702>.
- Bissoto, L. (2023). Why is corporate venture capital activity among US public firms sticky?. Erişim: <https://ssrn.com/abstract=4471427>.
- Elgin, İ. (2023). *Kurumsal Girişim Sermayesi Temmuz 2023 Raporu*. Girişimci Kurumlar Platformu. Erişim adresi: <https://girisimcikurumlarplatformu.org/yayinlar/#kgs>.
- Gompers, P. (1995). Optimal Investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, 50(5), 1461-89.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 1-23.
- Gün, M. & Karadağ, H. (2016). A study on venture capital: Performance analysis of venture capital investment trust incorporations in Turkey. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(1), 57-74.
- Hsu, D. H. & Kenney, M. (2005). Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973. *Industrial and Corporate Change*, 14(4), 579-616.
- Jafri, M. & Wu, A. (2023). Distributed VC firms: The next iteration of venture capital. arXiv preprint, arXiv:2304.03525, Erişim: <https://arxiv.org/pdf/2304.03525.pdf>.
- Lavender, J., Moore, C. & Hull, L. (2023). *Venture Pulse Q2 2023: Global Analysis of Venture Funding*. KPMG Private Enterprise. Erişim: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights.html>.
- Okka, O. (2021). *Finansal Yönetim: Teori ve Çözümlü Problemler*. 8. baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- SPK (2022). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları.