

DuPont Analizi Yöntemiyle Türk Çimento Sektörü'nün Finansal Performansının Değerlendirilmesi

Evaluation of Turkish Cement Sector's Financial Performance By Using DuPont Analysis

Dr. Arzum ERKEN ÇELİK

Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, aerken@ogu.edu.tr, Eskişehir/Türkiye

Onur DİĞÜN

Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İşletme Yüksek Lisans Programı, onurdigun@gmail.com, Eskişehir/Türkiye

ÖZET

Bu çalışmada çimento sektörünün finansal performansının DuPont Analizi yöntemi ile değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Bunun için Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 16 çimento şirketinin 2012-2017 dönemine ait finansal verileri kullanılmıştır. DuPont Analizi kapsamında kullanılan oranlar ve bu oranların bileşenleri, sistematik bir şekilde hesaplanmış; sektör için ortalama değerleri belirlenmiş ve bulunan değerlerinin zaman içindeki değişimleri birbirleri ile ilişkilendirilerek yorumlanmaya çalışılmıştır. Belli bir dönem için düzenli ve aynı esaslara göre düzenlenmiş finansal tablo verilerine ulaşılabilen, ülke için önemli bir imalat kolu olan çimento sektörü üzerinden yapılacak bir performans değerlendirmesinin iyi bir uygulama örneği olabileceği düşünülmüştür.

Özellikle 2014 yılından itibaren karlılık açısından olumsuz bir gidişin olduğu, 2016-2017 arasında ise hafif bir toparlanma gerçekleştiği anlaşılmıştır. Ancak bu toparlanmanın güç kazanabilmesi için sektörde genel olarak görülen karlılık, varlık ve borç yönetimi problemlerinin, bunlara yol açan mikro ve makro yapısal sorunların net bir şekilde ortaya konmasının ve bunlarla ilgili çözümler geliştirilmesinin gerektiği açıktır.

Anahtar Kelimeler: DuPont Analizi, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı, Finansal Performans, Çimento Sektörü

ABSTRACT

This study aims to evaluate the financial performance of Turkish Cement Sector in 2012-2017 period with the help of DuPont Analysis. Financial data of 16 cement manufacturing firms quoted in Borsa İstanbul has been used for this analysis. The ratios and their components included by the DuPont Analysis have been estimated systematically; their average values have been determined for the sector and the changes of those determined values have been interpreted. Also it has been thought that this kind of application could be a good example for similar analyses as the cement sector of which regular financial statements formed according to the same principles can be reached.

As a result of the study, especially for this sector which is a very important manufacturing branch of the country, a negative state of affairs existed especially dating from 2014. Then a little recovery seems to be generated between 2016-2017. But it is obvious that for strengthening this recovery it is needed to diagnose the profitability, asset and risk management problems that this sector faces generally, and the micro and macro-structural issues that cause these problems and to develop solutions for them.

Key Words: DuPont Analysis, Return of Assets, Return of Equity, Financial Performance, Cement Sector

1. GİRİŞ

Karlılık, bir işletmenin veya bir sektörün zaman içinde sergilediği finansal performansı değerlendirilmek istendiğinde dikkate alınması gereken temel ölçütler içinde vazgeçilmez bir yere sahiptir. Hem işletmelerin, hem de onlara fon sağlayan yatırımcıların ve kredi kuruluşların finansal karar verme süreçleri içinde artık vazgeçilmez hale gelen likidite, mali yapı, finansal risk analizlerinin yanında karlılığın yapısı ve sürdürülebilirliği ile ilgili değerlendirmeler de hala önemini korumaktadır.

Söz konusu değerlendirmeler kapsamında sayısal ve sayısal olmayan yöntemler yardımıyla yapılan modelleme çalışmalarının yanında DuPont Analizi (DPA) de çok önemli ipuçları sunabilmektedir. İşletmelere ait finansal tablo verileri -zaman içinde sağlıklı, düzenli ve tutarlı şekillerde oluşturulmaları şartıyla- kullanılarak kolayca yapılan hesaplama adımlarından oluşan bu analiz

yöntemi, şirketlerin kar marjlarını, varlık döngülerini ve öz sermaye çarpanlarını dikkate alarak karlılığa çok yönlü bir bakış açısı sağlamaktadır.

DPA yöntemini tek bir işletmenin tek bir zaman noktasına ait finansal verileri üzerinden uygulayarak *statik* bir değerlendirme yapılabileceği gibi periyodik finansal tablo verileri üzerinden uygulayarak *dinamik* bir değerlendirme yapılması da mümkündür. İlgili değerlendirmeler ortalama sektörel veriler üzerinden yapıldığında ise ilgili sektörün finansal performansı konusunda önemli bulgular elde edilebilmektedir. Aynı sektör içindeki benzer özellikler gösteren işletmelere ait finansal tablo verileri üzerinde yapılan DPA bulgularının karşılaştırılması da ilgili işletmelerin birbirlerine karşı güçlü ve zayıf yönlerinin ortaya çıkartılmasını sağlamaktadır.

Bu çalışmada da yatırım karlılığı boyutu temel alınarak Türk Çimento Sektörü'nün 2012-2017 dönemine ait finansal performans değerlendirmesinin yapılması amaçlanmıştır. Belli bir dönem için düzenli ve aynı esaslara göre düzenlenmiş finansal tablo verilerine ulaşılabilen, ülke için önemli bir imalat kolu olan çimento sektörü üzerinden yapılacak bir performans değerlendirmesinin iyi bir uygulama örneği olabileceği düşünülmüştür.

1911 yılından itibaren faaliyete başlayan Türk Çimento Sektörü, 2016 yılı verilerine göre toplam 67 fabrikasıyla Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise beşinci büyük üreticisi konumundadır. Hammade konusunda tamamen yerli kaynaklarını kullanmakta olan sektör, ülkenin tüm çimento talebini karşılayabilecek kapasitededir (T.C. Ekonomi Bakanlığı, 2016; s.1).

Mevsimsellik etkilerinin; taşıma, enerji, yakıt ve finansman maliyetlerine duyarlılıkların yüksek olduğu bu sektörde büyüme, özellikle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'daki büyüme ile yakından ilişkili olarak gelişmektedir. Ekonomik büyüme, yeni yatırım kararlarının devreye alınmasına; bu kararların devreye alınması da inşaat sektöründeki kamu ve/veya özel kesim talebinin artmasına zemin hazırlamaktadır. Bu durumda talep edilen çimento miktarı da artmaktadır. Bu değerlerde beklenen artış gerçekleştiğinde kapasite daha çok iç talebi karşılamaya yönlendirilirken beklenen artışlar sağlanamadığında mevcut kapasitenin bir kısmı başta komşu ülkeler olmak üzere çeşitli ülkelere ihracata yönlendirilmektedir. Ancak son yıllarda özellikle önceki yıllarda ihracatta ilk sırada yer alan Suriye'de oluşan belirsiz durum; Irak'ın savaş sonrasındaki imarının önemli bir kısmının tamamlanması ve İran'ın da bu ülkeye önemli miktarlarda ihracat yapmaya başlaması; Rusya'nın yaşadığı olumsuz ekonomik değişimler ve Türkiye ile ilişkilerinde zaman zaman yaşanan gerilimler bu stratejinin uygulanmasını zorlaştırmıştır.

Gene de nüfus yapısı ve yaşam alışkanlıkları gereğince devam etmesi beklenen konut talebi, ortaya konan kentsel dönüşüm hedefleri, planlanan büyük kamu projeleri dikkate alındığında, orta vadede çimento sektörü için olumlu gelişmeler yaşanabileceğine işaret etmektedir. Ayrıca sektörün kapsadığı fabrika ve işyerlerinde istihdam sağladığı çalışanlar ve aileleri; talep ettiği ürün ve hizmetleri sağlayan diğer sektörlerin çalışanları ve aileleri düşünüldüğünde önemli bir etki alanı olduğu da anlaşılmaktadır.

Böylesi bir sektörün finansal performansının ortaya konması, hem mevcut ve potansiyel yatırımcıları, hem de çalışanları için aydınlatıcı olacaktır.

Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan çimento şirketlerinin DPA yönteminin kullanıldığı bu çalışmanın başka bir amacı da bu yöntemin diğer imalat sektörleri için dinamik olarak nasıl uygulanabileceğine ve sonuçlarının nasıl yorumlanabileceğine yönelik de bir örnek oluşturulmasıdır.

2. DU PONT ANALİZİ

Adını Du-Pont de Nemours & Co Şirketi'nden alan DPA yöntemi, 1918 yılında bu şirketin oranlarına dayanılarak geliştirilen ve işletmelerde yatırımların karlılığının artırılmasına yardımcı olmayı amaçlayan bir analiz sistemidir (Almarazi, 2012; Berk, 2010). DPA, bir işletmenin finansal olarak yatırım performansını ölçen iki temel ölçüt (Aktif Karlılığı ve Özkaynak Karlılığı) ve bir tane de yan ölçüt (Satış Karlılığı) üzerinde durmakta ve temel ölçütleri unsurlarına ayırarak yatırım karlılığının

performansını analiz edebilmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010; Herciu, Ogrea ve Belascu, 2010).

DPA, ilk adımında Aktif Devir Hızı (Net Satışlar/Aktif Toplamı) ile satışlar üzerinden Net Kar Marjı'nı (Net Kar/Net Satışlar) bir araya getirmekte ve bu oranlar arasındaki karşılıklı etkinin bir işletmenin karlılığını nasıl etkilediğini ortaya koymaktadır. Bu süreçte ortaya çıkan ilk temel ölçüt Aktif Karlılığı'dır (Net Kar/Aktif Toplamı) (Bakır ve Şahin, 2009). Aktiflerin işletmede ne ölçüde karlı kullanıldığını gösteren bir ölçüt olan Aktif Karlılığı (Return on Assets-ROA) Oranı'nın bileşimi, aşağıdaki gibi gösterilebilir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010:129):

$$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}} * \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

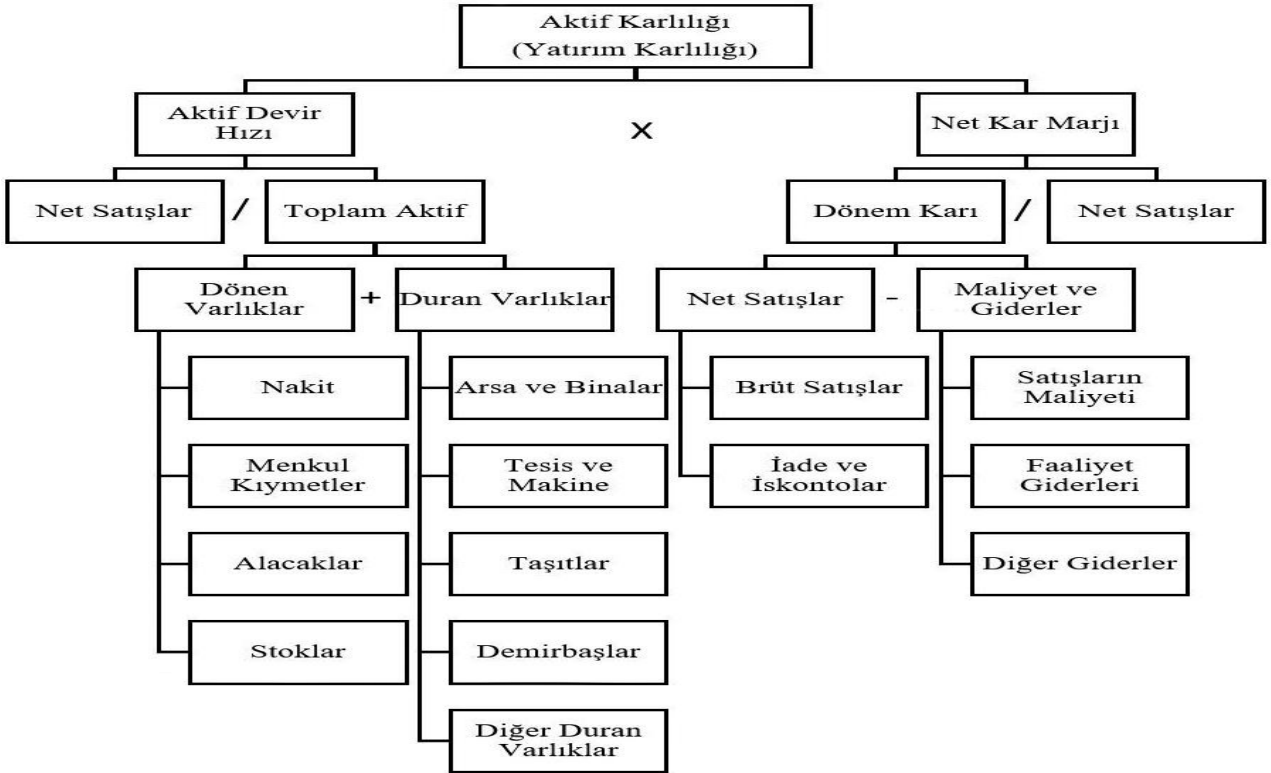
Eşitliğin sağ tarafında bulunan Aktif Devir Hızı ve Net Kar Marjı oranlarının çarpım işleminde Net Satışlar değerlerinin sadeleştirilmesi, Aktif Karlılığı Oranı'nı vermektedir.

Bir işletmenin aktif karlılığını etkileyen unsurlar aşağıda verilen DuPont Analiz Şeması'nda oluşum sırası ile görülmektedir (Çabuk ve Lazol, 2011).

Şemadan da anlaşılacağı üzere bir işletmenin Aktif Karlılığı'nı yükseltebilmesi için Net Kar Marjı'nı artırması veya aktiflerinin paraya dönüşümünü hızlandırması ya da bu iki unsuru ortak sonuçları olumlu olacak şekilde değiştirmesi gerekmektedir (Akgüç, 2011).

Net kâr marjını yükseltmenin temel yolu, maliyet ve giderleri satışlara göre mümkün olduğunca düşük tutmaktır. Net satışların artırılması ise doğru ürün karmasının oluşturulmasına ve uygun fiyatlandırma stratejilerinin zamanında devreye alınabilmesine bağlıdır. Böylelikle brüt satışların artırılması, iade ve satış iskontosu miktarlarının düşürülmesi mümkün olacaktır.

Şekil 1: Dupont Şeması (Aktif Karlılığı-ROA)



Kaynak: Berk (2010:492); Çabuk ve Lazol (2011:233).

Diğer yandan Aktif Devir Hızı'nın yükseltilebilmesi için net satışların, aktif toplamından daha fazla oranda artması veya daha düşük oranda azalması gerekmektedir. Böylelikle yapılan aktif yatırımı, dönen ve duran varlıklar yönüyle dengelenecek ve işletmede atıl varlık kalmayacaktır (Çabuk ve Lazol, 2011; Koşan ve Karadeniz, 2013: s.47).

DPA'nin ikinci adımında Özkaynak Karlılığı (Return on Equity-ROE) ve bileşenleri ortaya konmaktadır. Söz konusu karlılık durumu, Net Kar Marjı (Net Kar/Net Satışlar), Aktif Devir Hızı (Net Satışlar/Aktif Toplamı) ve Özkaynak Çarpanı (Aktif Toplamı/Özkaynak Toplamı) olmak üzere üç bileşen üzerinden hesaplanmakta ve irdelenmektedir. DPA kapsamında Özkaynak Karlılık Oranı aşağıdaki gibi formülize edilmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010: s.129):

$$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Özkaynak Toplamı}} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} * \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}} * \frac{\text{Aktif Toplamı}}{\text{Özkaynak Toplamı}}$$

Eşitliğin sağ tarafındaki Net Satışlar ve Aktif Toplamı değerleri sadeleştirildiğinde Özkaynak Karlılık Oranı'na (Net Kar/Özkaynak Toplamı) ulaşılmaktadır.

Özellikle işletme ortakları ve diğer yatırımcılar, yatırılan sermaye karşılığında elde edilen karın yeterliliğinin bir ölçütü olarak kabul edilen bu oranın mümkün olduğunca yüksek olmasını istemektedirler (Karapınar ve Zaif, 2012).

Eşitliğin ilk iki çarpanı işletmenin aktif karlılığını verirken en sağındaki terim ise (Aktif Toplamı/Özkaynak Toplamı), "Özkaynak Çarpanı" olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla bir işletmenin Özkaynak Karlılığı, Net Kar Marjı ile ölçülen satış karlılığına; Aktif Devir Hızı ile ölçülen aktiflerin kullanım etkinliğine ve Özkaynak Çarpanı ile ölçülen kaldıraç durumuna bağlıdır.

Yukarıda verilen DuPont eşitliklerine ve DuPont Şeması'na göre Özkaynak Karlılığı'nın artırılabilmesi için aktiflerin kullanım etkinliğinin artırılması gerekmektedir. Ayrıca bir işletmenin diğer koşullar sabitken daha fazla borçlanarak -diğer bir ifadeyle finansal kaldıraçtan daha fazla yararlanarak- da Özkaynak Karlılığı'nı artırması mümkündür. Ancak bunun sağlanabilmesi için ilgili işletmeye ait Aktif Karlılığı'nın borçlanma maliyetinden daha yüksek olması gerekmektedir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010).

3. LİTERATÜR

Çalışma kapsamında yapılan literatür taramasında işletme boyutunda ve sektörel boyutta finansal performans değerlendirmelerinde DuPont Analizi yönteminin nasıl kullanılabileceğini, sonuçlarının nasıl yorumlanabileceğini araştıran çalışmalar mevcut olsa da bunların sınırlı sayıda oldukları görülmüştür. Böylelikle bu çalışmanın da bu konudaki literatüre katkı sağlayabileceği düşüncesi de kuvvetlenmiştir.

Colin (1999), geleneksel DPA kapsamında yapılan hesaplamalarda birtakım değişikliklere giderek özellikle uluslararası uygulamalarda işletmelerin finansal performansının ölçümlenmesinde kullanılabilir bir model geliştirmeye çalışmıştır.

Liesz (2002) ise DPA tekniğinde özellikle Özkaynak Karlılığı'nın analizinde kullanılan eşitlikte birtakım değişikliklere giderek bu kavramı Faaliyet Kar Marjı, Sermaye Devir Hızı, Finansal Maliyet Oranı, Finansal Yapı Oranı ve Vergi Etkisi Oranı olmak üzere beş ana gruba ayırmıştır. Oluşturduğu modelin özellikle küçük ölçekli işletmelerde stratejik yönetim aracı olarak nasıl kullanılması gerektiğini açıklamaya çalışmıştır. Yazar 2008'de yayınlanan Maranville ile birlikte yaptığı çalışmada da bu yöntemin uygulamasını bir örnek olay üzerinden açıklamıştır.

Herciu, Ogrea ve Belascu (2011), Fortune Dergisi'nin 2009 yılı için belirlemiş olduğu dünyanın en karlı 20 işletmesinin Net Kar tutarlarını, Özkaynak Karlılıklarını, Aktif Karlılıklarını ve Satış Karlılıklarını incelenmişlerdir. Çalışmada genelde inanıldığı gibi en karlı işletmenin en yüksek Özkaynak Karlılığı'na sahip olan işletme olmadığı sonucuna varılmıştır. Çalışmada ayrıca Aktif Karlılığı ve Satış Karlılığı oranlarının da işletmeler arasında önemli farklılıklar gösterdiğini ortaya koymuştur.

Little, Mortimer, Keene ve Henderson (2011) 2008 yılında yaşanmaya başlanan küresel resesyona perakende sektörünün izlediği yönetim stratejileri üzerindeki etkilerini DPA yöntemiyle belirlemeye çalışmışlardır. Yazarlar, işletmelerin, resesyona dönemlerinde net varlıkları üzerinden elde ettikleri getirilerini yükseltmek için farklılaştırma stratejisinden daha çok maliyet liderliği stratejisine yöneldikleri sonucuna varmışlardır.

Ürdün Arap Bankası'nın 2000-2009 yılları arasındaki finansal performansını Özkaynak Karlılığı açısından incelemeye çalışan Almazari (2012) de DPA yöntemini kullanmıştır. Örnek olay çalışmasının sonucunda söz konusu bankanın Özkaynak Karlılığı açısından istikrarlı ve minimum oynaklığa sahip olduğunu belirlemiştir.

Sheela ve Karthikeyan ise Hindistan İlaç Sektörü'nün finansal performansını değerlendirdikleri çalışmalarında (2012) DPA yöntemini uygulamışlardır. Yazarlar bu uygulamalı çalışmada Özkaynak Karlılığı ve Yatırım Karlılığı oranlarının işletmelerin karlılıklarının ölçümünde kullanılabilecek en kapsamlı ölçütler olduğu fikrini savunmuşlardır.

Koşan ve Karadeniz (2013) de Türk İmalat Sektörü'nde faaliyet gösteren küçük, orta ve büyük ölçekli işletmelerin finansal performanslarını DPA ile ölçerek aralarında ölçek temelinde finansal performans açısından farklılıkları olup olmadığını incelemiştir. İnceleme kapsamında ilgili işletme gruplarının Aktif Devir Hızı, Satış Karlılığı, Varlık Karlılığı ve Özkaynak Karlılığı oranlarını karşılaştırmışlardır. Çalışmada büyük ölçekli imalat işletmeleri en yüksek finansal performansa sahip olduğu, bu grubu orta ölçekli işletmeler grubunun izlediği, küçük işletmeler grubunun ise en düşük finansal performansı sergilediği ortaya konmuştur. Küçük işletmelerde özellikle aktif kullanımı verimlilik düzeylerinin belirgin şekilde düşük olduğu belirlenmiştir.

4. METODOLOJİ VE BULGULAR

Yatırım karlılığı boyutu temel alınarak Türk Çimento Sektörü'nün 2012-2017 dönemine ait finansal performans değerlendirmesinin yapılması amaçlanan bu çalışmada, DuPont Analizi'nin kapsadığı temel oranlar ve bu oranların bileşenleri sistematik bir şekilde hesaplanmış ve bulunan değerlerinin zaman içindeki değişimleri birbirleri ile ilişkilendirilerek yorumlanmaya çalışılmıştır.

DPA sürecinin uygulanmasında hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 16 çimento şirketine ait finansal tablo verileri temel alınmıştır. Bu şirketlerin yıllık Net Satışlar, Vergi Öncesi Kar veya Zarar, Toplam Varlıklar ve Toplam Özkaynak (Özsermaye) kalemleri ile ilgili Türk Lirası cinsinden verileri, Kamu Aydınlatma Platformu'nun İnternet Sitesi'nden sağlanmıştır. DPA kapsamında değerlendirmesi yapılacak olan oranlarda kullanılan bu finansal verilerin sektörel ortalamaları Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1. Çimento Sektörüne Ait DuPont Analizi Finansal Verileri

	NET	NET DÖNEM	TOPLAM	TOPLAM
	SATIŞLAR	KARI/ZARARI	VARLIKLAR	ÖZKAYNAK
2012	351,432,519	41,712,738	556,362,704	397,433,809
2013	401,247,884	61,641,979	574,207,062	420,231,929
2014	459,317,326	87,236,441	629,495,422	468,574,241
2015	472,768,823	85,804,367	739,973,752	505,650,392
2016	473,075,494	79,809,763	853,968,021	516,755,759
2017	559,534,236	71,827,628	1,063,219,843	568,119,733

Daha sonra söz konusu finansal kalemlerin ortalama değerleri kullanılarak Çimento Sektörü'nün 2012-2017 dönemine ait yıllık Kar Marjı, Aktif Devir Hızı, Özkaynak Çarpanı ve Özkaynak Getiri Oranları hesaplanmıştır. Tablo 2'de sunulmuş olan bu oran değerleri yorumlanarak Çimento Sektörü'nün finansal performansı DPA kapsamında değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Ayrıca ilgili veriler kullanılarak çalışma örneği kapsamındaki her bir işletme için hesaplanan Kar Marjı, Aktif Devir Hızı, Özkaynak Çarpanı, Aktif Karlılığı ve Özkaynak Getiri Oranları da EK'te sunulmuştur.

Tablo 2. Çimento Sektörü'ne Ait DuPont Analizi Temel Oranları

	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
2012	0.11	0.70	0.07	1.34	0.08
2013	0.14	0.71	0.11	1.36	0.13
2014	0.20	0.71	0.14	1.36	0.19
2015	0.18	0.60	0.12	1.51	0.15
2016	0.15	0.56	0.09	1.73	0.12
2017	0.12	0.57	0.07	1.84	0.13

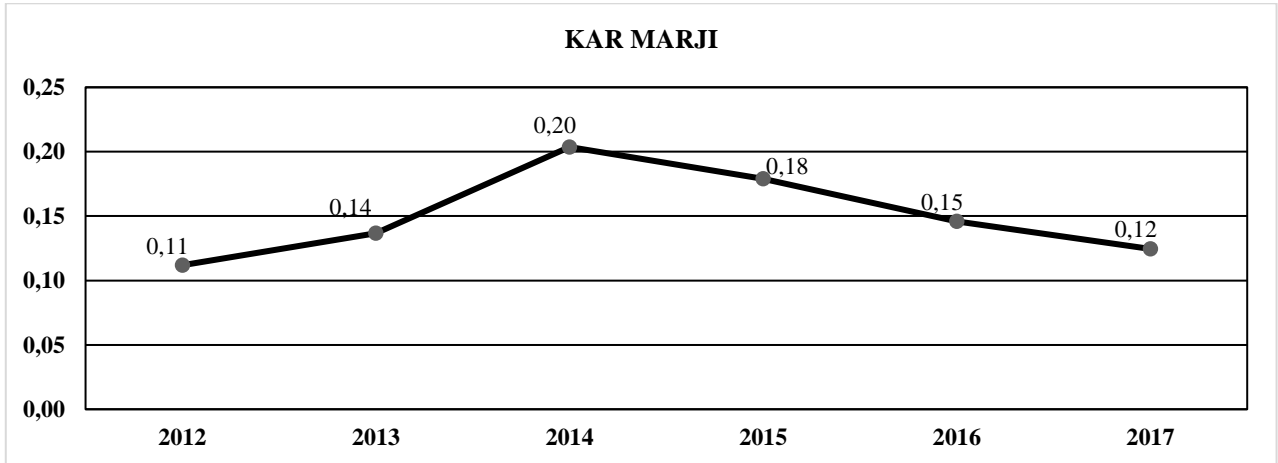
4.1. Kar Marjı ile İlgili Bulgular

Net Dönem Karı veya Zararı tutarının Net Satışlar tutarına oranlanması ile hesaplanan Kar Marjı değeri, bir işletmenin faaliyet, yatırım ve finansman politikalarının başarı dereceleri konusunda fikir verebilecek bir göstergedir. Ayrıca işletmelerin ödeyebilecekleri kar payı (temettü) tutarlarının Net Dönem Karı üzerinden hesaplandığı düşünülecek olursa, Net Kar Marjı'nın zaman içinde gösterdiği gelişmenin işletme ortakları ve diğer yatırımcılar için ne kadar önemli olduğu anlaşılacaktır.

Bir işletmeye ait Kar Marjı değerinin aynı iş kolunda faaliyet göstermekte olan kendisine benzer işletmelerin Kar Marjı değerleri ile karşılaştırılması veya sektöre ait ortalama Kar Marjı değeri ile karşılaştırılması o işletmenin finansal performansının değerlendirilmesi için önemli ipuçları sunabilmektedir. İlgili işletmenin birbiriyle eşdeğer geçmiş dönemlerine ait Kar Marjı değerlerinin zaman içindeki değişiminin incelenmesi de işletme faaliyetlerinin ve politikalarının finansal sonuçları konusunda anlamlı sonuçlara ulaşılmasını sağlayabilmektedir. Aynı şekilde bir sektöre ait ortalama Kar Marjı değerlerinin zaman içindeki değişiminin incelenmesi de o sektörün finansal performansının değerlendirilmesine ve gelecekte sağlayabileceği kazanç potansiyelinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır.

Çimento Sektörü'nün 2012-2017 yılları arasındaki Kar Marjı değerleri incelendiğinde -Şekil 2'de de görülebileceği gibi- 2012 ve 2014 yılları arasında devamlı yükselme göstermiş 2014 yılından itibaren ise devamlı bir düşüş eğilimine girmiştir.

Ortalama Kar Marjı değerlerindeki bu düşüşte özellikle 2015 yılından itibaren Ortalama Net Kar (veya Zarar) tutarlarındaki devamlı meydana gelen azalmaların payının olduğu açıktır.



Şekil 2. Çimento Sektörü 2012-2017 Kar Marjı Oranları

Genel olarak Kar Marjı ile ilgili olarak özellikle 2014 yılından itibaren Çimento Sektörü'nde yer alan işletmelerin genel olarak uygulamış oldukları faaliyet, yatırım ve finansman politikalarının yeterli başarıyı sağlayamamış olduğunu; bu durumun yapısal nedenlerinin ortaya konmasının gerektiğini ifade etmek mümkündür. Sektörel değerler üzerinde Kar Marjı değerlerine sahip olan işletmelerin nispeten daha başarılı finansal performans sergiledikleri kabul edilse de bu genel düşüşün nedenlerinin ortaya konması, tüm sektörün geleceği için önem arz etmektedir.

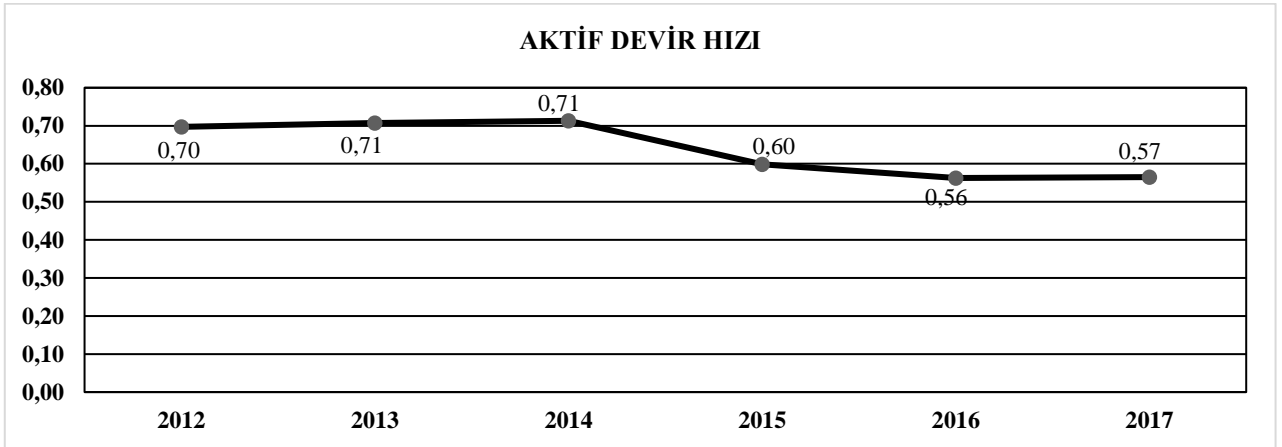
4.2. Aktif Devir Hızı ile İlgili Bulgular

Net Satışlar tutarının Toplam Varlıklar tutarına oranlanması ile hesaplanan Aktif Devir Hızı, bir işletmenin edindiği varlıklar (Toplam Aktifler) ile yarattığı satış hacmi başarısını ortaya koyan bir göstergedir. Böylelikle işletmelerin varlıklarına ne derecede yatırım yaptıkları, varlık portföyünün gereksiz yere büyütülüp büyütülmediği konusunda fikir verebilmektedir.

Aktif Devir Hızı, bir işletmede teknoloji kullanımının veya eldeki varlık bileşiminin de bir ölçüsü olabilmektedir. Şöyle ki işletmenin elindeki varlıkların toplamı içerisinde Duran Varlıklar önemli bir paya sahip ise, Aktif Devir Hızı düşük çıkacaktır. Bu durum ilgili işletmenin büyük bir olasılıkla sermaye-yoğun bir işletme olduğuna işaret etmektedir. Aksi durumda ise ilgili işletmenin büyük bir olasılıkla emek-yoğun bir işletme olduğuna işaret etmektedir.

Aktif Devir Hızı değeri düşmekte olan işletmelerin karlılık durumu gelecekteki talebin yapısına ve miktarına karşı daha duyarlı hale geleceği için bu oran, aynı zamanda önemli bir risk göstergesi olarak da kabul edilmektedir. Aktif Devir Hızı zaman içinde düşme eğilimi gösteren bir işletmede/ sektörde kullanılmayan kapasitenin arttığı ve çeşitli kazanç fırsatlarının da kaçırılmış olabileceği düşünülmelidir.

Çimento Sektörü'nün 2012-2017 yılları arasındaki Aktif Devir Hızı değerleri incelendiğinde -Şekil 3'te de görülebileceği gibi- 2012 ve 2014 yılları arasında hemen hemen sabit bir düzeyde seyretmiş; 2014 ve 2016 yılları arasında önemli düşüşler yaşamış, 2017 yılında ise çok az bir yükseliş göstermiştir.



Şekil 3. Çimento Sektörü 2012-2017 Aktif Devir Hızı Oranları

Aktif Devir Hızı'ndaki düşüşlerin olası nedenlerine genel olarak değinmek gerekirse; kapasite kullanım oranlarındaki düşüşler, işletme faaliyetlerinde varlıkların kullanım verimliliğinin düşmesi, çeşitli nedenlerle (örneğin iade ve/veya iskontolarda artışlar, pazarlama ve satış politikalarında yapılan değişiklikler) satışların azalması, duran varlık yatırımlarındaki önemli artışlar veya bunların çeşitli kombinasyonları buna yol açabilmektedir. İncelenen dönemdeki düşüşlerde bu tür değişimlerin ayrıntılı olarak irdelenmesi mevcut durumun daha gerçekçi bir şekilde analiz edilmesine katkıda bulunacaktır.

Çimento Sektörü, özellikle ilk kuruluş maliyetleri ve daha sonra da faaliyetler sırasında oluşan eldeki varlıkların yönetim maliyetleri açısından değerlendirildiğinde sermaye-yoğun sektörler arasında yer almaktadır. Buna göre Aktif Devir Hızı'nın sabit tutulabilmesi, yerine göre başarı olarak kabul edilebilir. Ancak önceden sağlanabilmiş olan değerlerin artık sağlanamaması, bunun devamlılık kazanması, sektörde genel olarak varlık yönetiminde veya satışlarda bir başarısızlık olduğunu işaret etmektedir. Bu da özellikle Çimento Sektörü'ne finansal kaynak sağlayan yatırımcı ve kredi kuruluşları tarafından finansal ve faaliyet risklerinin artmakta olduğu şeklinde bir değerlendirme yapılmasına yol açabilecektir.

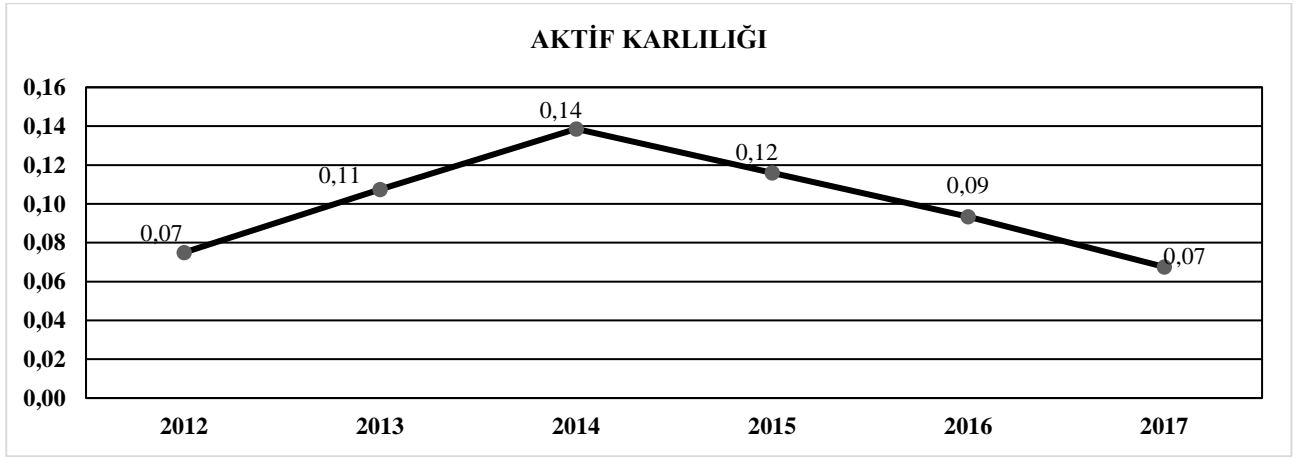
4.3. Aktif Karlılığı ile ilgili Bulgular

Dönem Net Karı veya Zararı tutarının Toplam Varlıklar tutarına oranlanması ile hesaplanan Aktif Karlılığı, bir işletmenin edindiği varlıkların kar yaratmada ne kadar etkin olduğunu ortaya koyan bir göstergedir. Bu oranın değeri ne kadar büyükse işletme varlıklarının kar yaratma potansiyelinin de o kadar yüksek olduğu kabul edilmektedir.

İşletmelerin varlık yapıları ve yönetim şekilleri içinde yer aldıkları sektöre göre farklılıklar gösterebilmektedir. Bazı sektörlerde ilk kuruluşta önemli miktarda duran varlık yatırımı gerekirken bazılarında ise çok daha düşük oranda duran varlık yatırımları ile faaliyete geçilebilmektedir. Buna karşılık özellikle yapılan faaliyetler ve içinde bulunulan finansman döngüleri gereğince bazı sektörlerde çok daha yüksek oranda likit varlıklar ile çalışılması gerekebilmektedir.

Sonuçta ilk yatırım maliyetinin yüksek olması gereken bir sektörde kurulan bir işletmenin Aktif Karlılığı Oranı'nın bu tür özellik göstermeyen sektörlerdeki işletmelerin Aktif Karlılığı Oranı değerlerine göre daha düşük olması olağan kabul edilmektedir.

Çimento Sektörü'nün 2012-2017 yılları arasındaki Aktif Karlılığı değerleri incelendiğinde -Şekil 4'te de görülebileceği gibi- 2012 ve 2014 yılları arasında düzenli bir şekilde arttıktan sonra bu yıldan itibaren devamlı bir düşüş eğilimine geçtiği belirlenmiştir.



Şekil 4. Çimento Sektörü 2012-2017 Aktif Karlılığı Oranları

Temel olarak incelenen dönem süresince varlık yatırımları artarken 2014 sonrasında ortalama Dönem Karı değerleri belirgin bir şekilde azalmış olması, bu durumu açıklamaktadır. Ancak bu olumsuz gidişin olumluya çevrilebilmesi, gerekli önlemlerin alınabilmesi için sektörel kar değerlerinin neden düşüşe geçtiğinin, buna karşılık varlık tutarlarındaki artışların sağlıklı miktar ve dağılımda olup olmadığının araştırılması gerekmektedir. Bunun için ilgili dönemlere ait kar tutarlarının düşmesine neden olmuş olabilecek satış ve üretim maliyeti artışlarının, talep miktar ve yapısı değişimlerinin, finansal maliyet artışlarının etkilerinin değerlendirilmesi ayrıca önemlidir.

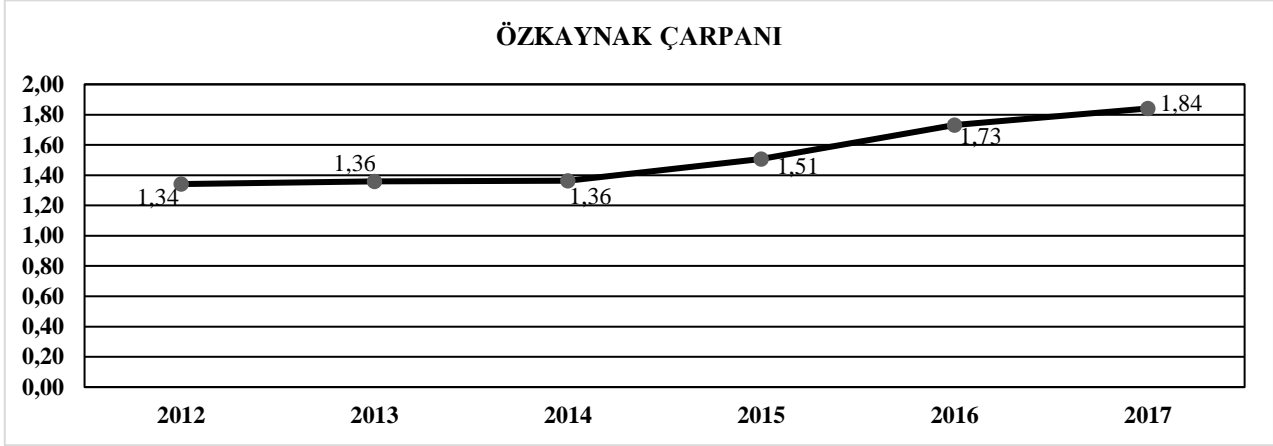
4.4. Özkaynak Çarpanı ile İlgili Bulgular

Toplam Varlıklar tutarının Toplam Özkaynak tutarına oranlanması ile hesaplanan Özkaynak Çarpanı, bir işletmenin sahip olduğu özkaynağın, varlıkların (aktiflerin) finansmanındaki ağırlığını göstermektedir. Özkaynak Çarpanı ne kadar yüksek ise ilgili işletmenin varlık finansmanını o kadar yoğunlukta özkaynak (özsermaye) ile finanse ettiği anlaşılmaktadır. Buna karşılık Özkaynak Çarpanı ne kadar düşük ise ilgili işletmenin varlık finansmanını daha çok yabancı kaynak kullanımı ile - borçlanarak- finanse ettiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu çarpan, aynı zamanda Finansal Kaldıraç derecesinin anlaşılması için de kullanılan anlamlı bir ölçüttür.

İşletmelere kredi verenler, Özkaynak Çarpanı'nın yüksek olmasını "düşük risk" durumu olarak değerlendirmekte ve tercih etmektedirler. Buna karşılık Kar Marjı yüksek olan işletmeler, Yabancı Kaynak Oranı'nı artırırken Özkaynak Karlılığı'nı da belli bir dereceye kadar yükseltebilmektedirler.

Ancak ortakların işletmeye koydukları birim kaynağa karşılık daha fazla kar payı elde etmesini sağlayabilen bu strateji, işletmenin finansal riskini de yükseltmektedir.

Çimento Sektörü'nün 2012-2017 yılları arasındaki Özkaynak Çarpanı değerleri incelendiğinde -Şekil 5'te de görülebileceği gibi- 2012 ve 2014 yılları arasında hemen hemen sabit kaldığı, 2014 yılından itibaren devamlı bir artış eğilimine girdiği belirlenmiştir.



Şekil 5. Çimento Sektörü 2012-2017 Özkaynak Çarpanı Oranları

Özellikle 2014 yılından itibaren artan Toplam Varlık (Aktif) tutarlarının bu çarpan değerinin artışına önemli katkısı olduğu açıktır. Çarpan değerlerinin artması özellikle işletme riski açısından olumlu olarak değerlendirilse de varlık yatırımlarının dağılımlarının da incelenmesi daha sağlıklı bir değerlendirme yapılmasını sağlayacaktır.

4.5. Özkaynak Getiri Oranı ile İlgili Bulgular

Net Dönem Karı veya Zararı tutarının Özkaynak tutarına oranlanması ile hesaplanan Özkaynak Getiri Oranı (ROE), bir işletmenin, ortaklarının koydukları her bir birim sermayeye karşılık kaç birim kar oluşturulabildiğini ortaya koyan bir göstergedir.

Özkaynak Getiri Oranı, aynı zamanda işletme yönetiminin performansının değerlendirilmesinde dikkate alınan önemli bir ölçüttür. Bu oran ne kadar yüksek olursa işletme kaynaklarının o ölçüde verimli kullanıldığı kabul edilmektedir. Genel olarak işletme sermayesine katılarak elde edilen/edilmesi beklenen getiri oranı diğer yatırım araçlarının getiri oranları ile karşılaştırılarak yatırım performans değerlendirilmesi yapılmaktadır.

Çimento Sektörü'nün 2012-2017 yılları arasındaki Özkaynak Getiri Oranı değerleri incelendiğinde -Şekil 6'da da görülebileceği gibi- 2012 ve 2014 yılları arasında devamlı artmış; 2014 ve 2016 yılları arasında ciddi düşüş yaşamış, 2017 yılında ise çok az bir yükseliş göstermiştir.



Şekil 6. Çimento Sektörü 2012-2017 Özkaynak Getiri Oranları

Özellikle 2014 yılından sonraki bu düşüşün doğru bir şekilde analiz edilebilmesi için öncelikle -Kar Marjı ve Aktif Karlılığı oranlarının analizinde olduğu gibi- kar tutarlarındaki düşüşlerin hangi etkenlerden dolayı olduğunun ortaya konması gerekmektedir. Bunun yanında sektörün özkaynak-yabancı kaynak oranındaki değişimlerin, bir genel bir tercih mi, koşulların getirdiği bir zorunluluk mu olduğunun da ortaya konması önemlidir.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 16 çimento şirketinin 2012-2017 dönemine ait finansal verileri kullanarak DuPont Analizi'nin kapsadığı temel oranlar ve bu oranların bileşenleri sistematik bir şekilde hesaplanmış, sektör için ortalama değerleri belirlenmiş ve bulunan değerlerinin zaman içindeki değişimleri birbirleri ile ilişkilendirilerek yorumlanmaya çalışılmıştır.

DPA kapsamında öncelikle ortalama Kar Marjı değerleri hesaplanmıştır. 2012 ve 2014 yılları arasında devamlı yükselme gösteren Kar Marjı değerlerinin 2014 yılından itibaren devamlı bir düşüş eğilimine girdiği belirlenmiştir. Bu düşüşte özellikle 2015 yılından itibaren Ortalama Net Kar (veya Zarar) tutarlarında devamlı şekilde yaşanan azalmaların önemli payının olduğu açıktır.

Bir işletme ve içinde bulunduğu sektör için faaliyet, yatırım ve finansman politikalarının başarı dereceleri konusunda fikir verebilecek bir gösterge olarak kabul gören Kar Marjı, dikkate alındığında özellikle 2014 yılından itibaren bu politikalarda istenen başarı düzeyinin sağlanamadığı anlaşılmaktadır. Bu konuda özellikle maliyet ve gider artışlarının, talep farklılaşmalarının olası paylarının araştırılması ve buna göre gelecek hareket planlarının geliştirilmesi gerekmektedir.

Bir işletmede ve içinde bulunduğu sektörde edinilen varlıklar ile yaratılan satış hacminin başarısını ortaya koyan Aktif Devir Hızı değerlerinin, 2012 ve 2014 yılları arasında hemen hemen sabit bir düzeyde seyrettiği; 2014 ve 2016 yılları arasında önemli düşüşler gösterdiği; 2017 yılında ise az da olsa bir yükseliş gösterdiği belirlenmiştir. Önceden sağlanabilmiş olan Aktif Devir Hızı değerlerinin artık sağlanamaması, bunun devamlılık kazanması, sektörde genel olarak varlık yönetiminde veya satışlarda bir başarısızlık olduğuna işaret etmektedir. Özellikle finansal yatırımcılar ve kredi kuruluşları bu durumu ilgili sektörün yatırım riskinin yükselmesi şeklinde değerlendireceklerdir.

Bir işletmede ve içinde bulunduğu sektörde edinilen varlıkların kar yaratmada ne kadar etkin olduğunu ortaya koyan Aktif Karlılığı değerlerinin de 2012 ve 2014 yılları arasında düzenli bir şekilde arttığı, sonrasında devamlı bir düşüş eğilimine geçtiği belirlenmiştir. 2014 sonrasında ortalama Dönem Karı değerlerinin belirgin bir şekilde azalmış olması, bu durumu açıklamaktadır. Ancak bu olumsuz gidişin olumluya çevrilebilmesi, gerekli önlemlerin alınabilmesi için sektörel kar değerlerinin neden düşüşe geçtiğinin, buna karşılık varlık tutarlarındaki artışların sağlıklı miktar ve dağılımda olup olmadığının araştırılması da önemlidir.

Bir işletmede ve içinde bulunduğu sektörde sahip olduğu özkaynağın, varlıkların finansmanındaki ağırlığını gösteren Özkaynak Çarpanı değerlerinin 2012 ve 2014 yılları arasında hemen hemen sabit kaldığı, 2014 yılından itibaren devamlı bir artış eğilimine girdiği belirlenmiştir. Özellikle 2014 yılından itibaren artan Toplam Varlık tutarlarının bu çarpan değerinin artışına önemli katkısı olduğu açıktır. Çarpan değerlerinin artması, işletme riski açısından olumlu olarak değerlendirilse de varlık yatırımlarının dağılımlarının da incelenmesi daha sağlıklı bir değerlendirme yapılmasına yardımcı olabilecektir.

Bir işletmede ve içinde bulunduğu sektörde ortaya konan sermayeye karşılık ne kadar kar oluşturulabildiğini ortaya koyan Özkaynak Getiri Oranı değerlerinin 2012 ve 2014 yılları arasında devamlı arttığı; 2014 ve 2016 yılları arasında ciddi bir düşüş yaşadığı; 2017 yılında ise çok az bir yükseliş gösterdiği anlaşılmıştır. Özellikle 2014 yılından sonraki bu düşüşün doğru bir şekilde analiz edilebilmesi için kar tutarlarındaki düşüşlerin hangi etkenlerden dolayı olduğunun ortaya konması gerekmektedir. Bunun yanında sektörün özkaynak-yabancı kaynak oranındaki değişimlerin, bir genel bir tercih mi, koşulların getirdiği bir zorunluluk mu olduğunun da ortaya konması önemlidir.

Karlılık boyutu esas alınarak performans değerlendirmesi yapılacak olursa; özellikle 2014 yılından itibaren olumsuz bir gidişin oluştuğunun, 2016-2017 arasında ise hafif bir toparlanma gerçekleştiğinin ifade edilmesi mümkündür. Bu toparlanmanın güç kazanabilmesi için sektörde genel olarak görülen karlılık, varlık ve borç yönetimi problemlerinin, bunlara yol açan mikro ve makro yapısal sorunların net bir şekilde ortaya konması gerekmektedir.

Uygulanan ekonomik politikaların, yatırımlara, dolayısıyla inşaat talebine ve finansman olanaklarına yapmış olabileceği olumsuz etkiler; vergi boyutunda ve çevre koruma gibi çeşitli normlara uyum için oluşturulan uygulamaların getirmiş olabileceği ek yükler; sık sık değişen genel politik koşulların neden olduğu belirsizlikler, çimento sektörünü en çok etkileyen enerji, taşıma ve finansman maliyetlerini önemli derecelerde olumsuz yönde etkileyebilmektedirler.

Sektörün dikkat çekici özelliklerinden birisi de başta devlet ve özel kesim olarak ayrılabilir olan çok farklı talep birimleri ile çok farklı anlaşma koşulları çerçevesinde çalışıyor olmasıdır. Büyük altyapı yatırımlarının yanı sıra, konutların, konut dışı binaların, yolların yapımı için çok farklı miktar ve çeşitlerde, çok farklı takvimler çerçevesinde alım-satım, dolayısıyla ödeme anlaşmaları yapılmaktadır. Bu da aynı ürünlerin bile farklı talep birimlerine farklı fiyatlarla satılmasına, dolayısıyla maliyet ve kar yönetiminin karmaşıklaşmasına ve başarı derecesinin düşmesine yol açmaktadır.

Sektörün oligopolistik bir yapıda olması da fiyat oluşumlarının her zaman rasyonel olamayabileceğine işaret etmektedir (Arıöz ve Yıldırım, 2012; s. 184).

Bunların yanında ihracat yapılan ülkelerdeki belirsizlikler de o ülkelerin talep miktar ve yapılarının değişmesine yol açmaktadır. Özellikle 2014 yılından itibaren en çok ihracat yapılabilecek ülkelerde (Suriye, Irak, Rusya gibi) yaşanan bu tür durumların da ihracata bağlı kapasite kullanım ve kazanç oranlarında ciddi düşüslere neden olduğu anlaşılmaktadır.

Tüm bu olumsuzluklara rağmen Türkiye'deki kentsel dönüşüm faaliyetlerinin devam edeceği; devletin altyapı ve diğer inşaat projelerine yapacağı yatırımlara ciddi miktarda kaynak ayıracağı; beton yol yapımının artacağı beklentisi yaygındır. İhracat anlaşmaları yapılabilecek yeni ülke seçenekleri ve ürün çeşitleri ortaya konarak ihracat potansiyelinin genişletilmesi için gerekli olabilecek bilgi, tesis ve donanım altyapısı da bulunmaktadır. Bunlara ek olarak eldeki hammadde potansiyelinin düzgün bir şekilde değerlendirilmesi, Ar-Ge, pazarlama ve dağıtım ağlarının daha verimli çalışabilmesi için sektörel bazda işbirliklerine gidilmesi de mümkündür.

Tüm bu değerlendirmeler ışığında çimento sektörünün, kendisi ile ilgilenen finansal yatırımcılar, analistler için dikkat çekici bir yatırım seçeneği/sektör olma konumunu koruduğu; ancak sektörde yer alan işletmelerin varlık, karlılık ve risk yönetimlerini etkileyebilecek iç ve dış gelişmelerin yakından izlenmesi gerektiği not edilebilir. Genel olarak da düzenli finansal tablo verilerinden elde edilen veriler yardımıyla hesaplanabilen birbirleri ile ilişkili finansal oranların yorumlanması ile uygulanan DuPont Analizi'nin, Çimento Sektörü'nün finansal performansı konusunda önemli ipuçları sunmuş olduğunu da ifade etmek mümkündür.

KAYNAKÇA

Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.

Almazari, A. A. (2012). "Financial Performance Analysis of The Jordanian Arab Bank by Using The DuPont System of Financial Analysis", International Journal of Economics and Finance, 4(4): 86-94.

Arditti, F. (1967). "Risk and The Required Return on Equity", The Journal of Finance, 22(1): 19-36.

Arıöz, Ö. & Yıldırım, K. (2012). "Türkiye'de Çimento Sektörü'ndeki Belirsizlikler ve Türk Çimento Sektörü'nün SWOT Analizi", DPUJSS, No. 32, V.II: 173-190.

Arnold, G. (1998). Corporate Financial Management, Financial Times Prentice Hall, England.

- Aydın, N.; Başar, M. & Coşkun, M. (2010). Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Bakır, H. & Şahin, C. (2009). Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Berk, N. (2010). Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Colin, F. (1999). “Driving Financial Performance through The DuPont Identity: A Strategic Use of Financial Analysis and Planning” Financial Practice and Education, Spring/Summer: 34-45.
- Çabuk, A. & Lazol, İ. (2011). Mali Tablolar Analizi, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Herciu, M.; Olgrean, C. & Belascu, L. (2011). “A DuPont Analysis of the 20 Most Profitable Companies in The World”, International Conference on Business and Economics Research, IACSIT Press, 1: 45-48.
- Kocaman, N. G. (2006). “Performans Ölçümüne Geleneksel Olmayan Bir Yaklaşım: Kurumsal Karne Yöntemi”, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme A.B.D., Ankara.
- Koşan, L. & Karadeniz, E. (2013). “Türk İmalat Sektöründe Küçük, Orta ve Büyük Ölçekli İşletmelerin Finansal Performansının DuPont Analiz Tekniğiyle İncelenmesi”, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2): 45-62.
- Liesz, T. (2002). “Really Modified DuPont Analysis: Five Ways To Improve Return on Equity”, Proceedings of SBIDA Conference, <http://www.sbaer.uca.edu/research/sbida/2002/Papers/19.pdf> (Erişim Tarihi: 22.07.2018)
- Liesz, T. & Maranville, S. (2008). “Ratio Analysis Featuring The DuPont Method: An Overlooked Topic in The Finance Module of Small Business Management and Entrepreneurship Courses”, Small Business Journal, 1: 17-34.
- Little, P.; Mortimer, J.; Keene, M. & Henderson, L. (2011). “Evaluating The Effect of Recession on Retail Firms’ Strategy Using DuPont Method: 2006-2009”, Journal of Finance and Accountancy, 7: 1-7.
- Ross, S.; Westerfield, R.; Jaffe, J. & Jordan, B. (2008). Modern Financial Management, McGraw Hill, New York.
- Sheela, C. & Karthikeyan, K. (2012). “Financial Performance of Pharmaceutical Industry in India Using DuPont Analysis”, European Journal of Business and Management, 4(14): 84-91.
- T.C. Ekonomi Bakanlığı (2016). Sektör Raporları: Çimento Sektörü, Ankara.
- www.kap.org.tr

EK: Çimento Şirketlerine Ait Kar Marjı, Aktif Devir Hızı, Özkaynak Çarpanı, Aktif Karlılığı ve Özkaynak Getiri Oranları

2012	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
ADANA	0.3	0.4	1.18	0.12	0.14
AFYON	-0.18	0.87	1.24	-0.15	-0.19
AKÇANSA	0.11	0.77	1.48	0.09	0.13
ASLAN	0.27	0.45	1.25	0.12	0.15
BAŞTAŞ	0.13	0.62	1.23	0.08	0.1
BATIÇİM	0.05	0.54	1.53	0.03	0.04
BATISÖKE	0.06	0.35	1.19	0.02	0.03
BOLU	0.12	0.83	1.18	0.10	0.12
BURSA	0.03	1.02	1.47	0.03	0.05
ÇİMENTAŞ	0.03	0.47	1.38	0.01	0.02
ÇİMSA	0.13	0.55	1.52	0.07	0.11
GÖLTAŞ	0.09	0.61	1.55	0.06	0.09
KONYA	0.16	0.57	1.16	0.09	0.1
MARDİN	0.18	1.67	1.35	0.12	0.16
NUH	0.07	0.66	1.59	0.05	0.08
ÜNYE	0.24	0.77	1.16	0.19	0.21

2013	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
ADANA	0.17	0.55	1.10	0.09	0.10
AFYON	0.04	1.08	1.28	0.04	0.05
AKÇANSA	0.13	0.81	1.48	0.11	0.16
ASLAN	0.19	0.54	1.17	0.10	0.12
BAŞTAŞ	0.13	0.66	1.21	0.09	0.1
BATIÇİM	0.08	0.58	1.70	0.05	0.08
BATISÖKE	0.08	0.38	1.42	0.03	0.05
BOLU	0.17	0.88	1.27	0.15	0.19
BURSA	0.07	1.07	1.48	0.07	0.11
ÇİMENTAŞ	0.05	0.48	1.36	0.03	0.04
ÇİMSA	0.32	0.66	1.28	0.21	0.27
GÖLTAŞ	0.08	0.61	1.63	0.05	0.08
KONYA	0.12	0.75	1.22	0.09	0.11
MARDİN	0.26	0.65	1.25	0.17	0.22
NUH	0.09	0.71	1.52	0.06	0.1
ÜNYE	0.24	0.74	1.13	0.18	0.2

2014	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
ADANA	0.33	0.5	1.15	0.16	0.19
AFYON	0.17	1.09	1.33	0.18	0.24
AKÇANSA	0.18	0.88	1.39	0.17	0.22
ASLAN	0.27	0.59	1.6	0.16	0.25
BAŞTAŞ	0.17	0.66	1.21	0.11	0.14
BATIÇİM	0.15	0.63	1.61	0.09	0.15
BATISÖKE	0.21	0.48	1.38	0.10	0.14
BOLU	0.3	0.67	1.5	0.20	0.3
BURSA	0.11	1.16	1.37	0.12	0.17
ÇİMENTAŞ	0.15	0.53	1.3	0.08	0.1
ÇİMSA	0.18	0.73	1.29	0.13	0.17
GÖLTAŞ	0.13	0.61	1.74	0.08	0.14
KONYA	0.18	0.78	1.18	0.14	0.17
MARDİN	0.31	0.64	1.22	0.20	0.24
NUH	0.17	0.72	1.39	0.12	0.17
ÜNYE	0.25	0.74	1.14	0.19	0.21

2015	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
ADANA	0.34	0.48	1.11	0.16	0.18
AFYON	0.22	0.17	2.26	0.04	0.09
AKÇANSA	0.19	0.86	1.42	0.17	0.24
ASLAN	0.19	0.63	1.57	0.12	0.19
BAŞTAŞ	0.14	0.65	1.26	0.09	0.12
BATIÇİM	0.12	0.53	1.83	0.06	0.11
BATISÖKE	0.15	0.29	1.85	0.05	0.08
BOLU	0.26	0.66	1.50	0.17	0.26
BURSA	0.09	0.99	1.47	0.09	0.13
ÇİMENTAŞ	0.08	0.49	1.28	0.04	0.05
ÇİMSA	0.21	0.59	1.53	0.12	0.19
GÖLTAŞ	0.05	0.55	2.14	0.03	0.06
KONYA	0.14	0.77	1.19	0.11	0.13
MARDİN	0.29	0.53	1.22	0.15	0.18
NUH	0.18	0.70	1.34	0.12	0.16
ÜNYE	0.22	0.69	1.15	0.15	0.17

2016	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
ADANA	0.34	0.41	1.20	0.14	0.17
AFYON	0.16	0.10	3.37	0.02	0.05
AKÇANSA	0.20	0.79	1.50	0.16	0.23
ASLAN	0.18	0.69	1.54	0.10	0.19
BAŞTAŞ	0.13	0.73	1.30	0.09	0.12
BATIÇİM	0.01	0.39	2.48	0.00	0.01
BATISÖKE	-0.14	0.18	3.02	-0.03	-0.08
BOLU	0.24	0.71	1.50	0.17	0.25
BURSA	0.12	1.00	1.44	0.12	0.18
ÇİMENTAŞ	0.03	0.52	1.28	-0.02	0.02
ÇİMSA	0.21	0.46	1.87	0.10	0.18
GÖLTAŞ	0.02	0.46	2.34	0.01	0.02
KONYA	0.15	0.67	1.22	0.10	0.12
MARDİN	0.27	0.50	1.16	0.14	0.16
NUH	0.19	0.64	1.30	0.12	0.16
ÜNYE	0.23	0.75	1.17	0.17	0.21

2017	KAR MARJİ	AKTİF DEVİR HIZI	ÖZKAYNAK ÇARPANI	AKTİF KARLILIĞI	ÖZKAYNAK GETİRİ ORANI
ADANA	0.27	0.40	1.53	0.11	0.17
AFYON	0.32	0.21	3.45	0.07	0.24
AKÇANSA	0.10	0.79	1.73	0.08	0.13
ASLAN	0.13	0.57	1.85	0.07	0.13
BAŞTAŞ	0.08	0.78	1.44	0.06	0.09
BATIÇİM	-0.03	0.31	2.27	-0.01	-0.02
BATISÖKE	-0.24	0.12	2.47	-0.03	-0.07
BOLU	0.22	0.69	1.73	0.15	0.26
BURSA	0.10	1.06	1.56	0.10	0.16
ÇİMENTAŞ	0.01	0.55	1.33	0.00	0.01
ÇİMSA	0.17	0.46	2.28	0.08	0.17
GÖLTAŞ	0.02	0.49	2.52	0.01	0.03
KONYA	0.12	0.78	1.25	0.10	0.12
MARDİN	0.27	0.59	1.23	0.16	0.19
NUH	0.15	0.57	1.56	0.09	0.13
ÜNYE	0.31	0.66	1.26	0.20	0.25