

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL FİRMALARININ RASYOLAR ARACILIĞIYLA FİNANSAL ANALİZİ VE SEKTÖRÜN GENEL OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ

FINANCIAL ANALYSIS OF REAL ESTATE COMPANIES TRADED ON BORSA İSTANBUL THROUGH RATIOS AND GENERAL EVALUATION OF THE SECTOR

Ş. Sertaç ÇAKI

Dr. Öğr. Üyesi, Ege Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, ORCID:0000-0003-1354-9628, sscaki@gmail.com

Kabul Tarihi /

Accepted: 29.06.2022

İletişim /

Correspondence:

Ş. Sertaç ÇAKI

Benzerlik Oranı/

Plagiasim: %6

Makale Türü/Article

Type: Araştırma

Makalesi/ Research

Article

ÖZET

Ekonominin itici kuvveti olarak görülen gayrimenkul sektörünün içinde bulunduğumuz yıllarda hem pandemi hem de ekonomik kriz dönemi açısından ne durumda olduğunun incelenmesi amacıyla BIST de işlem gören gayrimenkul firmalarının mali tablolarına göre rasyo analizine tabi tutularak kısa vadeli finansal risk, finansal yapı, verimlilik ve karlılık açısından değerlendirilmiştir ve bu konuda araştırmacılara bir fikir vermesi amaçlanmıştır.

Sonuç olarak EDİP gayrimenkul ve Yeşil Yapı' nın kısa vadeli likidite riskleri yüksek olduğu ama genelde gayrimenkul sektörünün kısa vadeli finansal riskinin az olduğu ifade edilebilir. Gayrimenkul firmalarının finansal yapıları DAP gayrimenkul ve EDİP Gayrimenkul firmaları haricinde tüm gayrimenkul firmalarının toplam borçlar karşısında özsermayeleri ve toplam aktifler içinde özsermaye paylarının oldukça iyi olduğu söylenebilir. Firmaların verimliliği analizinde en önemli rasyolardan biri de aktif devir hızıdır. Aktif devir hızına bakıldığında İHLAS Gayrimenkul, Yeşil Yapı, KUYAŞ Yatırım ve ENKA İnşaat'a 2019/2021 yılları arasında özellikle 2021 yılına yaklaşırken net satışların %100'ler ve üstünde artışların aktif artışların üstünde olması nedeniyle aktif devir hızını arttırdığını ancak yeterli düzeyde olmadığını görmektedir. Karlılık rasyoları bakımından incelenen gayrimenkul firmalarının ortalamalarına bakılırsa net satış karlılığının 2019 ve 2020'de negatif olduğunu ancak 2021'de 0,31'lere çıktığı görülmektedir. Özsermaye karlılığının ise negatif olduğu ancak 2021 yılında 0,46'ya geldiği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Sektörü, Finansal Analiz, Rasyo Analizi

JEL Kodları: M20, M40, R10

ABSTRACT

To examine the situation of the real estate sector, which is seen as the driving force of the economy, in terms of both pandemic and economic crisis in the current years, it was evaluated in terms of short-term financial risk, financial structure, efficiency and profitability by subjecting the ratio analysis to the financial statements of the real estate companies traded in BIST. and it is aimed to give an idea to the researchers on this subject. As a result, it can be stated that the short-term liquidity risks of EDİP Gayrimenkul and Yeşil Yapı are high, but the short-term financial risk of the real estate sector in general is low. Financial structures of real estate companies It can be said that all real estate companies, except for DAP Gayrimenkul and EDİP Gayrimenkul, have a very good share of equity in total assets and equity against total debts. One of the most important ratios in the efficiency analysis of companies is the asset turnover rate. Looking at the asset turnover rate, İHLAS Gayrimenkul, Yeşil Yapı, KUYAŞ Investment and ENKA İnşaat sees that the asset turnover rate increased, but not at a sufficient level, since the increases in net sales of 100% and above between 2019/2021, especially as they approach 2021. Looking at the averages of real estate companies examined in terms of profitability ratios, it is seen that net sales profitability was negative in 2019 and 2020 but increased to 0.31 in 2021. It is seen that the return on equity is negative, but it came to 0.46 in 2021.

Keywords: Real Estate Industry, Financial Analysis, Ratio Analysis

JEL Codes: M20, M40, R10

1. GİRİŞ

Gayrimenkul piyasası toplum refahı üzerine etkisi büyüktür. Gayrimenkul piyasası sadece inşaat değil daha pek çok sektörü tetiklemektedir. Bu nedenle gayrimenkul piyasası aslında reel ve finansal piyasalara derinlik sağlayan ve bu sayede büyümeyi tetikleyen bir piyasadır. Bu nedenle ülke politikacılarının değişik gayrimenkul, özellikle de konut üzerinde değişik politik kazançlar için modeller geliştirmişlerdir. Örneğin, Türkiye’de TOKİ modeli gibi. Ayrıca birçok finansman türleri hükümet kararları ile finansal piyasalar kullanılarak toplumun gerçek kişileri yani aileleri konut edindirilmeye çalışılmaktadır. Konut edindirmek için özellikle düşük faiz oranları ve uzun vadeler kullanılmış ama bu durum yatırım amacıyla konuta yatırımı da artırmış, bunun sonucunda konut fiyatlarında artış olmuştur.

Düşük faiz ve uzun vade şeklinde krediler yaratılması talebin artmasına ve arzın düşük kalmasına yol açarak gayrimenkul fiyatlarında balonlar oluşmasına yol açmaktadır. 2006’nın ikinci yarısında ABD’de yaşanan durgunluk nedeniyle artan faiz oranları, değişken faizli kredilerin geri ödemesinde yaşanan olumsuzluklar, 2007 yılında riskli konut kredilerine yatırım yapan fonların batmasına yol açmış ve Mortgage krizi olmuş ve pek çok ülkeyi etkilemiştir (Mutluer, 2008: 241).

Dolayısıyla ekonomik büyüme, ekonomik krizler, hanehalkının servet ve yatırım aracı olması ve pek çok sektörü de gayrimenkul sektörünün etkilemesi kısaca itici güç olması gibi faktörler gayrimenkul değerlemesini ve finansmanını önemli hale getirmektedir.

Bu nedenle ilk olarak gayrimenkul ve piyasası ele alınacak, sonrasında da ülke ekonomileri içindeki büyüklükleri kısaca irdelenecektir.

2. GAYRİMENKUL, GAYRİMENKUL PİYASASI VE ÜLKE EKONOMİLERİ İÇİNDEKİ YERİ

Konuyu etraflıca incelemeden önce gayrimenkul kavramı ve kapsamını ortaya koymak son derece önemlidir.

2.1. Gayrimenkul Tanımı:

Gayrimenkul kavramının pek çok kavramdan farkı dünyada yasalarla tanımlanmış ve düzenlenmiş olmasıdır. Türkiye’de Türk Medeni Kanun, Vergi Usul Kanunu, Türk Ticaret Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu ve Katma Değer Vergisi Kanunu gayrimenkule ilişkin düzenlemeler içeren kanunlardır (Akpınar, 2019: 3).

Gayrimenkul 1471 sayılı Medeni Kanun’un 704 no.’lu maddesine göre taşınmaz mülkiyeti olarak yer almaktadır. Taşınmaz mülkiyetinin medeni kanunda belirtilmiş olan içerik konusu ise sırasıyla; 1- arazi, 2- tapu kütüğünde ayrı sayfalara kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar, 3- kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümlerdir (mevzuat.gov.tr, 14-01-2022).

Türk Ticaret Kanunu madde 128’e göre, tapu siciline kayıt ile ticarete konu olabilir. Örneğin, sermaye olarak işletmelere dahil olabilir.

Gayrimenkulün alım veya satımında vergi hususu ise Gelir Vergisi Kanunu’nda düzenlenmiştir.

Gayrimenkule ilişkin kurumların gelir edinimi ise Kurumlar Vergisi Kanunu dahilinde ele alınmaktadır. Gayrimenkullerin alım ve satımında oluşan katma değer vergisi Katma Değer Kanunu dahilinde belirlenmiştir (Akpınar, 2019: 4-5).

Türk Dil Kurumu sözlüğünde Arapça kökenli olan gayrimenkul kelime anlamı taşınmaz olarak ifade edilmektedir. Emlak ve taşınmaz sözlük anlamı olarak aynı anlamda kullanılmaktadır. Gayrimenkul olarak Google da direkt arama yapıldığında çıkan tanım şu olmuştur; “Gayrimenkul, arazi ve arazi üzerinde su kaynakları, ağaç, mineral, bina, ev, çit,

köprü gibi insan eliyle yapılmış ve/veya doğada kendisi var olan arazi üzerinde yer alan daimî eklentilerini kapsamaktadır. Gayrimenkul mali değere sahip varlıklardan olsa da diğer mali varlıklardan ayrılmakta ve araziye bağlılık söz konusudur”. (tr.wikipedia.org, 14-01-2022).

2.2. Gayrimenkul Türleri:

Gayrimenkul sektörü pek çok türe ayırmak mümkündür. Temelde gayrimenkul, arazi ve arazi üstüne inşa edilmiş her türlü yapı gayrimenkul kapsamına girer (Demirdöven, 2009, s:13). Sözkonusu yapılar içinde insanlar tarafından içinde çalışmaya ve barınmaya müsait türlerine emlak denir. Emlak da kendi içinde bireylerin barınma ihtiyacını karşılamak üzere konut ve ticari emlak olarak ikiye ayrılır.

Konutlar tek bir aile için konutlar ve pek çok ailenin barındığı apartmanlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Tek bir ailenin oturduğu konutlar tapusu aile bireyelerine ait olup müstakil evlerdir. Müstakil tek aile konutlarının genelde bahçesi olan tek katlı, dubleks, tripleks veya 3-4-5 katlı villalar şeklinde olabilir.

Pek çok ailenin oturduğu emlaklar ise genelde apartman olarak adlandırılan ve kat mülkiyeti esasına göre sahiplenilen yapılardır. Apartmanlar yüksekliklerine göre 4 kata kadar düşük katlı, 4’den 10 kata kadar normal katlı ve 10 kat üstü yüksek katlı olarak ABD’de ayrılırken (Glickman, 2014: 1), Türkiye’de 4 kata kadar düşük kat ve 4 kat üstü ise yüksek katlı olarak düşünülmüş olmakla birlikte yıllara göre katlar yükselmiş ve gökdelen konutlar yapılmıştır (Demirdöven, 2009: 13). Ayrıca düşük gelir gruplarının kaçak yapılaşması olan Gecekondu da mevcuttur ama bu çalışmada yer verilmeyecektir. Apartmanların yükselmesi dışında ayrıca bireylerin konforları da düşünülerek oyun alanları, spor alanları, yüzme alanları ve bir takım cazibe alanları olan AVM, Bar, Restoran, yüzme havuzu ve oto parklar gibi yerlere de yer ayrılmıştır.

Ticari Emlak ise ofis, perakendeci, sanayi, hotel ve diğerleri olarak ayrımlaşırlar. Ofisler daha çok lokasyon, kullanım konforu ve kira sözleşmesine göre A, B ve C gibi derecelerde türlelenebilir. Perakendecilerde format ve büyüklüklerine göre A, B ve C gibi derecelerde olup, süpermarketler, hipermarketler, AVM’ler, sokak dükkânları gibi ayrımlaşılabilmektedirler.

Sanayi yapıları da depo, imalat ve montaj gibi türlere ayrılabilir. Hatta depo, imalat, lojistik ve ofis alanları ile tek firma için sanayi yapısı veya pek çok işletmeyi barındıran endüstri parkları gibi türleri vardır.

Oteller de lokasyonları, tasarlanmış kullanımları ve hizmet kalitesi düzeylerine göre derecelendirilmektedirler. Kış turizmi, yaz turizmi, sağlık turizmi, kongre turizmi yapması, sundukları hizmetler, pansiyon, apart, otel ve alınan yıldız sayıları gibi ayrımları vardır.

Diğer gayrimenkul türleri ise; hükümet binaları ve onun yan kurum binaları, data ve telekom hizmetleri binaları, hastane, sağlık ocağı, sağlık laboratuvarı gibi çeşitli sağlık kurumları binaları, doğal kaynak ocakları, orman işletmeleri ve tarım alanları gibi sayılabilir (Glickman, 2014: 1-5).

2.3. Gayrimenkul Sektörünün Ekonomi İçindeki Yeri ve Önemi:

Gayrimenkul Sektörünün ekonomi içindeki yerini tam olarak ortaya koyabilmek için sektörün GSYH içindeki payına, yarattığı istihdama, sabit sermaye içindeki payına ve inşaat kredilerinin verilerine bakmakta fayda vardır.

2.3.1. Gayrimenkul Sektörünün GSYH İçindeki Payı:

Ülke ekonomileri içinde bulunan tüm sektörlerde arazi kaynaklarının edinim ve yönetimi gayrimenkulün bir parçasıdır. Bu nedenle, gayrimenkul (hatta inşaat sektörü de demek gerekir, çünkü gayrimenkul ve inşaat, sektörel kodlamalarda ve istatistiksel verilerde

ayrı ele alınmıştır) sektörü direkt veya dolaylı olarak ekonomide önemli bir rol oynar (Tanrıvermiş, 2019: 37).

Bu nedenle, gayrimenkul ve inşaat sektörünün genel ekonomi içindeki yapısı açısından GSYH içindeki payı ile değerlendirmekte fayda vardır. TÜİK'ten alınan verilere göre hesaplanmış aşağıdaki tablo-1 sektörlerin GSYH içindeki paylarını göstermektedir.

Tablo 1: Sektörlerin GSYH İçindeki Payları (Cari Fiyatlarla*)

Gayrisafi yurt içi hasıla, iktisadi faaliyet kollarına göre A10 düzeyinde cari fiyatlarla, pay, 2021													
	Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık	Sanayi	İnşaat	İnşaat	Hizmetler	Bilgi ve İletişim	Finans ve Sigorta Faaliyetleri	Gayrimenkul Faaliyetleri	Mesleki, İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri	Kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri	Diğer Hizmet Faaliyetleri	Ürün üzerindeki vergiler eksi sübvansiyonlar	İnşaat Sektörü + Gayrimenkul Faaliyetleri
2000	10%	22%	19%	5%	24%	2%	5%	8%	3%	10%	1%	10%	14%
2001	9%	21%	18%	5%	24%	2%	6%	8%	3%	10%	1%	11%	13%
2002	10%	20%	17%	5%	25%	3%	3%	8%	3%	10%	2%	12%	12%
2003	10%	20%	17%	5%	24%	2%	3%	8%	3%	11%	2%	12%	13%
2004	9%	20%	17%	5%	25%	2%	2%	8%	3%	10%	1%	12%	13%
2005	9%	20%	17%	6%	24%	3%	2%	8%	4%	10%	1%	13%	14%
2006	8%	20%	17%	6%	24%	3%	2%	9%	4%	10%	2%	12%	15%
2007	7%	20%	17%	7%	24%	3%	2%	10%	4%	11%	2%	11%	16%
2008	7%	19%	16%	7%	24%	3%	2%	10%	4%	11%	2%	11%	16%
2009	8%	18%	15%	6%	22%	3%	4%	10%	4%	12%	2%	11%	16%
2010	9%	18%	15%	6%	22%	2%	3%	10%	4%	11%	2%	12%	16%
2011	8%	20%	16%	7%	22%	2%	3%	9%	4%	11%	2%	12%	16%
2012	8%	19%	16%	7%	22%	2%	3%	9%	4%	11%	2%	12%	16%
2013	7%	20%	16%	8%	22%	2%	3%	8%	5%	11%	2%	12%	16%
2014	7%	20%	17%	8%	23%	2%	3%	8%	5%	11%	2%	11%	16%
2015	7%	20%	17%	8%	22%	2%	3%	8%	5%	11%	2%	12%	16%
2016	6%	20%	17%	8%	22%	2%	3%	8%	5%	11%	2%	12%	16%
2017	6%	21%	18%	8%	23%	3%	3%	7%	5%	11%	2%	11%	16%
2018	6%	22%	19%	7%	24%	2%	3%	7%	5%	11%	2%	10%	14%
2019	6%	22%	18%	5%	24%	3%	3%	7%	5%	12%	2%	10%	12%
2020	7%	23%	19%	5%	22%	3%	4%	6%	5%	12%	2%	11%	12%
2021	6%	26%	22%	5%	25%	3%	3%	5%	5%	11%	2%	11%	10%
21 yılın ortalaması													
	8%	20%	17%	6%	23%	3%	3%	8%	4%	11%	2%	11%	14%
21 yılın ortalamasına göre sektör sıralaması													
	6	2	3	7	1	9	9	6	8	5	10	5	4

*Gayrisafi yurtiçi hasıla, iktisadi faaliyet kollarına (A10) göre cari fiyatlarla

Kaynak: TÜİK, Ulusal-Hesaplar, 10-03-2022.

Tablo 1’de Türkiye’de son 21 yılda GSYH içinde sektörlerin payı görülmektedir. Görüldüğü üzere 2000 yılında inşaat sektörü %5,3, gayrimenkul faaliyetleri %8,4 ve iki sektörün toplamı %13,6 iken, 2021 yılında inşaat sektörü %5, gayrimenkul faaliyetleri %4,9 ve iki sektörün toplamı %10 olmuştur. Tablo 1’de gösterilen 21 yılın ortaları olan 2006-2016 yıllarında sektör GSYH içindeki payını bir hayli yükseltmiş ve inşaat sektörü %6-8 arasında, gayrimenkul faaliyetleri %7-10 arasında seyrederken, iki sektörün toplamı %15-16 arasında gidip gelmiştir.

Tablo 1’de 21 yılın ortalamalarına bakılacak olursa inşaat ve gayrimenkul faaliyetleri toplam GSYH içindeki payının diğer sektörler içinde 4 sırada olduğu görülmektedir.

Kısaca özetlersek, inşaat sektörü ve gayrimenkul faaliyetleri 2016’dan sonra GSYH içinde alınan payda düşüş içine girmiştir. Fakat yine de tarımda yaşanan düşüş ile tarımı geçtiği ve sanayi ve hizmetler sektörlerinden sonra geldiği görülmektedir.

Sektörel istatistik verilerinde inşaat ve gayrimenkul faaliyetleri iki ayrı sektör gibi gösterilmekte fakat bu iki sektörün faaliyetlerini aynı şirketler yapmakta olduğu gerçeği bu sektörlerin birleştirilmesini gerekli kılmaktadır. Aslında inşaat sektörü 100’e yakın alt sektörü beslemekte olup, GSYH içinde payının daha da yüksek olması gerekmektedir.

2.3.2. Gayrimenkul Sektörünün Yarattığı İstihdam:

Gayrimenkul sektörünün ekonomi içindeki yeri anlamında yarattığı istihdam ve işgücü de değerlendirilmelidir.

Bu nedenle, Tablo 2’de istihdam edilen kişi sayısına ve yüzdelerine bakılmıştır. Tabloya göre hizmetler sektörünün payı %50’lilerin üstünde olduğu ve artışı görülmekte iken tarımdaki azalma gözlemlenmektedir. İnşaat sektörü ise 2017’lerde geldiği istihdam noktasının altındadır. Özetle denebilir ki, inşaat sektörü genel olarak toplam istihdamın içinde 2014-2021 rakamları ortalaması olarak %7’lerdedir. Ama sadece 2021’de %6’lardadır. 2017’de %8’lere kadar gelmiş bulunmaktadır.

Tablo 2: Sektörlere Göre İstihdam Edilen Kişi Sayıları (Bin Kişi) ve İstihdam Payları

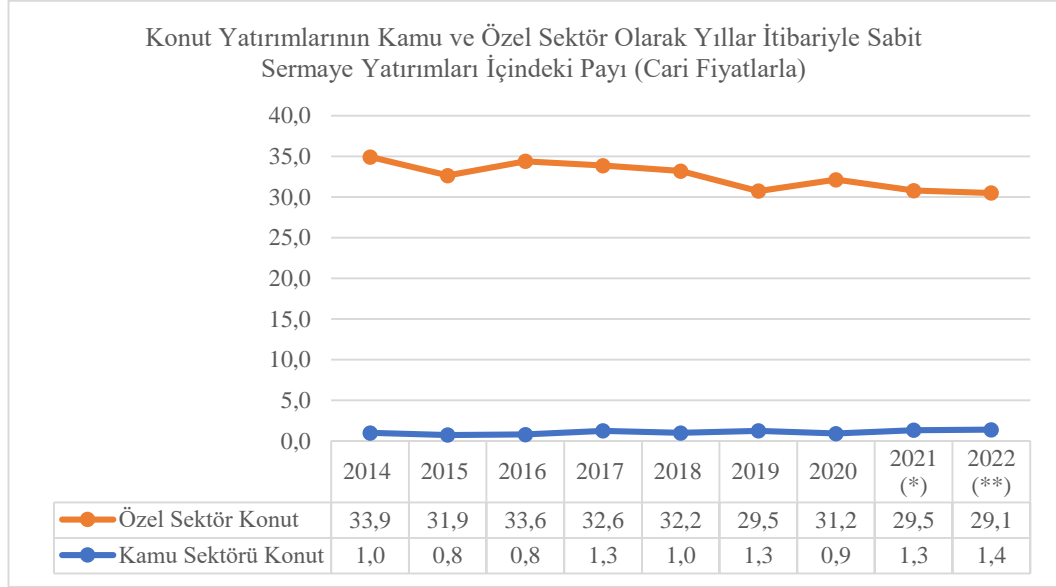
Yıllar ve Ortalama	Bin Kişi					Yıllar ve Ortalama	Sektörlerin İstihdam Payları				
	Toplam	Tarım	Sanayi	İnşaat	Hizmetler		Tarım	Sanayi	İnşaat	Hizmetler	
2014	103.097	20.878	21.357	7.654	53.211	2014	0,20	0,21	0,07	0,52	
2015	106.005	21.427	21.381	7.662	55.534	2015	0,20	0,20	0,07	0,52	
2016	108.504	21.149	21.181	7.966	58.208	2016	0,19	0,20	0,07	0,54	
2017	112.299	21.605	21.578	8.431	60.685	2017	0,19	0,19	0,08	0,54	
2018	114.764	21.129	22.743	8.050	62.843	2018	0,18	0,20	0,07	0,55	
2019	112.169	20.384	22.288	6.265	63.232	2019	0,18	0,20	0,06	0,56	
2020	106.739	18.900	21.982	6.136	59.720	2020	0,18	0,21	0,06	0,56	
2021	115.306	19.796	24.704	7.080	63.727	2021	0,17	0,21	0,06	0,55	
Ortalama	109.860	20.659	22.152	7.406	59.645	Ortalama	0,19	0,20	0,07	0,54	

Kaynak: TÜİK, İşgücü İstatistikleri, 10-03-2022)

2.3.3. Gayrimenkul Sektörünün Sabit Sermaye Yatırımları İçindeki Payı:

Gayrimenkul sektörünün sabit sermaye yatırımları içindeki payı kamu kesiminin %1'lere yakınken, özel kesimin ise %30'lar düzeyinde olduğu Grafik 1'de görülmektedir.

Grafik 1: Konut Yatırımlarının Kamu ve Özel Sektör Olarak Yıllar İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları İçindeki Payı (Cari Fiyatlarla)



*Gerçekleşme Tahmini

**Program

Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 23-05-2022.

Tablo 3'ten de görüleceği üzere sabit sermaye yatırımları içinde en yüksek kamu kesimi payını ulaştırma yatırımları almaktadır. Ulaştırma sabit sermaye yatırımları içinde %40'lardan, %32'lere doğru düşme gösterse de, yüksek paya sahiptir ve konut çok düşük seviyededir. Ancak, özel sektörde durum çok farklıdır. 2014-2019 yılları arasında konut %33-%29 aralarında pay alarak birinci sırada iken, 2020-2022 sonrasında ulaştırma %30-%31 aralarında birinci sırada pay alırken, %31-%29 aralarında ikinci sırada pay almıştır. %20-%26 arasında pay alan imalat sektörü de özel kesim içinde sabit sermaye yatırımları içinde pay almaktadır.

Kısaca konut, yani gayrimenkul özel sektör içinde sabit sermaye yatırımları içinde yüksek paya sahip bir sektördür.

Tablo 3: Sabit Sermaye Yatırımları İçinde Yüksek Payı Olan Kamu ve Özel Sektör Yatırımları (Cari Fiyatlarla)

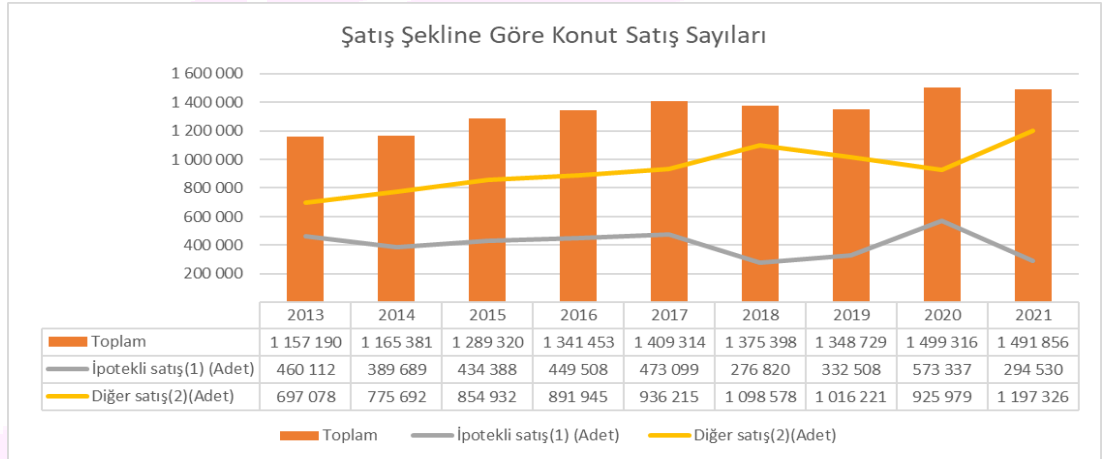
	Toplam İçindeki Payları								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (*)	2022 (**)
Kamu Sektörü									
Ulaştırma	37,6	38,6	35,1	35,9	40,7	35,4	40,7	34,5	32,5
Konut	1,0	0,8	0,8	1,3	1,0	1,3	0,9	1,3	1,4
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Toplam-Milyon TL	80.43	95.27	105.8	134.5	168.3	141.2	160.25	224.509	268.024
Özel Sektör									
İmalat	21,7	20,8	20,9	22,4	23,0	25,6	23,9	25,7	26,5
Ulaştırma	28,0	32,6	32,8	32,1	30,7	28,3	31,6	31,3	30,5
Konut	33,9	31,9	33,6	32,6	32,2	29,5	31,2	29,5	29,1
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Toplam-Milyon TL	510.2	599.5	658.7	801.1	946.6	976.2	1.221.8	1.735.907	2.062.222
Kaynak: TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı (*) Gerçekleşme Tahmini (**) Program									

2.3.4. İnşaat Kredileri:

Gayrimenkul piyasalarının ekonomi içindeki yeri ve büyüklüğü ortaya konulmak istendiğinde gayrimenkul finansmanında inşaat kredilerine de değinmek yerinde olur. Pek çok gayrimenkul finansman yöntemi içinde de ipotegē dayalı konut finansman sistemi yani Mortgage bir başka ifade ile ipotek kredilerine bakmakta fayda vardır. Konut kredileri ele alınırken bakarken satış istatistiklerinde satış durumuna göre de incelemek gerekmektedir.

Grafik 2: Satış Şekline Göre Konut Satış Sayıları

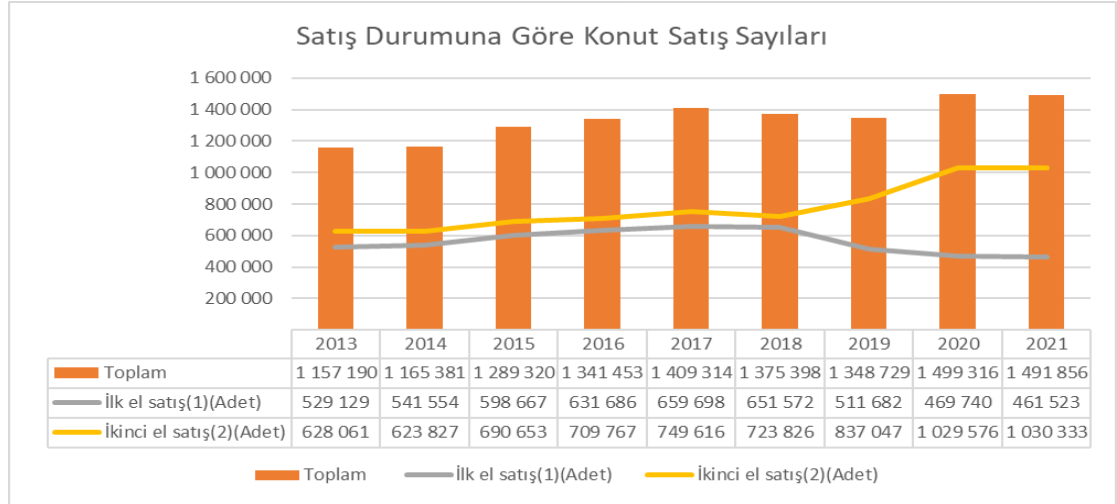


(1) İpotekli satış, borçlanarak satın alınan konutun kredi teminatını oluşturmak için aynı konutun teminat olarak gösterilmesidir.

(2) Diğer konut satışları, ipotekli konut satışı dışında kalan satış türlerini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, Haber Bülteni, Sayı:45676, 17-05-2022.

Grafik 2’te konut satışları sayısının genelde yıllar itibariyle arttığı görülmektedir. Ancak, satış şekline göre ipotekli konut satışlarının, diğer konut satışlarına göre düşük olduğu ve giderek farkın artmakta olduğu görülmektedir.

Grafik 3: Satış Durumuna Göre Konut Satış Sayıları



Kaynak: TÜİK, Haber Bülteni, Sayı:45676, 17-05-2022.

Grafik 3'te ise konut satış sayıları grafik 2'deki gibidir. Tek farkı grafik 3'te satış durumuna göre konut satış sayıları vardır. Bu grafikte de ikinci el satış sayılarının, ilk el satış sayılarının üstünde olduğu ve son yıllarda bu makasın açılmakta olduğu görülmektedir.

Gayrimenkul sektörünün bu kısa değerlendirmesi sonucu ekonomi içindeki rolüne değinilmiş olup bu noktada gayrimenkul inşaat faaliyeti ile uğraşan BİST'e (Borsa İstanbul) kote olmuş firmaların rasyo verileri ile değerlendirilmesine geçebilmek mümkündür.

3. GAYRİMENKUL VE İNŞAAT SEKTÖRÜNÜN RASYO SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRİLMESİ

İlk olarak yapılacak olan rasyo analizinde dikkate alınacak firmalarda seçim yapıldığı için örneklem ve sonrasında da analizin kısıtlarına bakmakta fayda vardır.

3.1 Örneklem:

BİST'te işlem gören sektörler içinde inşaat sektörü ve gayrimenkul faaliyetleri sektörü olmak üzere iki grup sektörü gayrimenkul olarak değerlendirmek gerekir. Bu durum çalışma içinde şöyle belirtilmişti; Sektörel istatistik verilerinde inşaat ve gayrimenkul faaliyetleri iki ayrı sektör gibi gösterilmekte, fakat bu iki sektörün faaliyetlerini aynı şirketler yapmakta olduğu gerçeği bu sektörlerin birleştirilmesini gerekli kılmaktadır. BİST'te işlem gören 12 inşaat firması ve 3 gayrimenkul faaliyetleri yapan firmalar mevcuttur. İnşaat firmaları içinde proje taahhüt, elektrik taahhüt, iklimlendirme ve çeşitli filtre taahhütleri yapan firmalar çıkarılmıştır. Ayrıca, inşaat dışında enerji ve turizm faaliyetleri yapan YAYLA ile iflasını erteleyen TURGG firmaları da analiz dışında bırakılmıştır. Gayrimenkul faaliyetleri içinde ise ADESE kiralama ve proje geliştirme işi yapması, SONME ise inşaat sektörü için yan ürünler üretmesi nedeniyle analize dahil edilmemiştir. Bu açıklamalar ışığında aşağıda analiz yapılacak ve yapılmayacak firmalar toplu olarak belirtilmiştir.

Tablo 4: BİST'te İşlem Gören İnşaat ve Gayrimenkul Faaliyeti Sektörlerindeki Firmalar

1	ANELE	ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
2	BRLSM	BİRLEŞİM MÜHENDİSLİK ISITMA SOĞUTMA HAVALANDIRMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3	DAPGM	DAP GAYRİMENKUL GELİŞTİRME A.Ş.
4	EDIP	EDİP GAYRİMENKUL YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
5	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.

6	GESAN	GİRİŞİM ELEKTRİK SANAYİ TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
7	KUYAS	KUYUMCUKENT GAYRİMENKUL YATIRIMLARI A.Ş.
8	ORGE	ORGE ENERJİ ELEKTRİK TAAHHÜT A.Ş.
9	SANEL	SAN-EL MÜHENDİSLİK ELEKTRİK TAAHHÜT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
10	TURGG	TÜRKER PROJE GAYRİMENKUL VE YATIRIM GELİŞTİRME A.Ş.
11	YAYLA	YAYLA ENERJİ ÜRETİM TURİZM VE İNŞAAT TİCARET A.Ş.
12	YYAPI	YEŞİL YAPI ENDÜSTRİSİ A.Ş.
13	ADESE	ADESE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ TİCARET A.Ş.
14	IHLGM	İHLAS GAYRİMENKUL PROJE GELİŞTİRME VE TİCARET A.Ş.
15	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT SENTETİK İPLİK VE ELYAF SANAYİ A.Ş.

Not: Koyu ile yazılmış firmalar rasyo analizi dışında bırakılmıştır.

Kaynak: BİST, Kamuyu Aydınlatma Platformu, kap.org.tr, 23-05-2022.

3.2 Analiz Kısıtları:

Gayrimenkul ve inşaat sektörünün değerlendirilmesi yapılırken Rasyo analizleri kullanılmış ve son üç yıla ilişkin 2019/2021 yılları arasındaki finansal tablolar verileri BİST kapsamındaki kamuyu aydınlatma platformu sitesinden firmaların finansal tablolar verilerinden yararlanılmıştır.

Artık rasyo analizini likidite, finansal, faaliyet ve karlılık şeklinde gruplayarak analiz yapma ve değerlendirme işlemine geçmekte fayda vardır.

3.3 Gayrimenkul İşletmelerinin Rasyo Analizi:

Rasyo analizi oranlar yoluyla işletmelerin durumlarını ortaya koyan bir analiz şekli olup yatay ve dikey analiz gibi farklı analiz türlerinin yerine geçen değil, aksine onlardan da faydalanan bir analiz türüdür.

Rasyo analizi dört alt başlık altında toplanır. Bunlar kısa vadeli borçları ödeme kabiliyetini ölçen Likidite Rasyoları, işletmenin finansal yapısını gösteren Finansal Rasyolar, işletmenin net satışları yoluyla verimini gösteren Faaliyet Rasyoları ve karlılık derecesini gösteren Karlılık Rasyolarıdır.

3.3.1 Gayrimenkul İşletmelerinin 2019/2021 Yılları Arasındaki Likidite Rasyoları:

Aşağıdaki tablo 5’de cari, asit-test ve nakit rasyoları toplu olarak görülmektedir.

Tablo 5: BİST’te İşlem Gören Gayrimenkul İşletmelerinin Likidite Rasyoları Sonuçları

	DAPGM			EDİP			ENKAI			KUYAS		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Cari Or.	0	0,12	1,13	0,47	0,28	0,68	3,01	3,38	2,91	1,48	1,89	1,80
Likidite Or.	0	-3,45	0,46	0,45	0,28	0,68	2,73	3,13	2,76	0,93	1,51	1,80
Nakit Or.	0	2,46	1,17	0,20	0,05	0,58	1,05	1,26	1,17	0,09	1,23	1,14
Kısa Vadeli Alacaklar/ Dönen Varlıklar	0	0,07	1,62	0,44	0,68	0,13	0,09	0,09	0,05	0,14	0,08	0,18
Kısa Vadeli Alacaklar/ Aktifler	0	0,00	3,16	0,01	0,01	0,01	0,03	0,04	0,03	0,04	0,01	0,04

Stoklar/ Dönen Varlıklar	0	30,89	0,59	0,03	0,01	0,00	0,09	0,07	0,05	0,37	0,20	0,00
Stoklar/ Aktifler	0	1,39	1,16	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03	0,11	0,03	0,00
	YYAPI			IHLGM			Ortalama Oran Sonuçları					
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021			
Cari Or.	1,20	0,72	0,55	1,95	4,44	2,72	1,35	1,80	1,63			
Likidite Or.	1,10	0,62	0,24	1,11	2,89	2,09	1,05	0,83	1,34			
Nakit Or.	0,01	0,01	0,01	0,02	0,74	0,37	0,23	0,96	0,74			
Kısa Vadeli Alacaklar/ Dönen Varlıklar	0,11	0,12	0,00	0,34	0,29	0,33	0,18	0,22	0,39			
Kısa Vadeli Alacaklar/ Aktifler	0,06	0,00	0,00	0,27	0,24	0,30	0,07	0,06	0,59			
Stoklar/ Dönen Varlıklar	0,08	0,14	0,56	0,43	0,35	0,23	0,17	5,28	0,24			
Stoklar/ Aktifler	0,04	0,04	0,13	0,35	0,29	0,21	0,09	0,30	0,25			

İlk olarak cari oran incelendiğinde ENKAI ve IHLGM firmalarının cari oranlarının yüksek olduğu belirtilebilir. Normalde 2 olması istenen cari oranın 2019/2021 yılları arasında inceleme yapılan gayrimenkul firmaları ortalamasını da yükselttiğini, ortalama cari oranın 2019’da 1,35, 2020’de 2 ve 2021’de 1,71 olduğunu görmekteyiz.

ENKAI’nin cari oranı 2019’da 3,01, 2020’de 3,38 ve 2021’de 2,91 dir. ENKAI’nin dönen varlıklarının, kısa vadeli borçlarının ortalama olarak 3 katı olduğunu göstermektedir. IHLGM’nin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarının 2019’da nerdeyse 2 katı kadar, 2020’de 4,4 katı kadar ve 2021’de ise 3 katına yakın olduğunu görmekteyiz. Burada sözkonusu gayrimenkul firmalarının ellerinde âtil veya aşırı fazla dönen varlık olduğu sonucu çıkarılabilir.

ENKAI’ye bakıldığında dönen varlıkların 2020’ye gelindiğinde %53 artarken, kısa vadeli borçların %37 artığını görüyoruz. 2021 yılına gelindiğinde ise ENKAI’nin dönen varlıkları %155 artarken, kısa vadeli borçların %197 artmıştır. Bu da 2020’den sonra 2021’deki cari oran düşüşünü açıklamaktadır. Sözkonusu kısa vadeli borçların artışının ise daha çok müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler olduğu düşünülmektedir. 2020’de ise ENKAI’de cari oranın tavan yapması ise 2019’a göre hazır değerlerin %64, alacakların %60, stokların ise %22 artması, toplamda ise bu artışların dönen varlıkları %53 artırırken kısa vadeli borçların %37 artışının üstünde olmasına ve cari oranın yükselmesine yol açmıştır.

IHLGM’de ise 2020’ye gelindiğinde dönen varlıklar %24 artarken, kısa vadeli borçlar ise %46 düşmüş olması cari oranı 4,44 seviyelerine çıkarmıştır. Fakat 2021 yılına gelindiğinde hazır değerler ve stoklardaki düşüşlerin dönen varlıkları %4 düşürürken, kısa vadeli borçların %56 artığını görmekteyiz. Bu da 2021’deki cari oran düşüşünü açıklamaktadır. IHLGM’nin 2021’deki kısa vadeli borç artışının ağırlıklı olarak diğer borç artışlarından kaynaklandığını söylemekte fayda vardır.

DAPGM ise 2019’da borsada işlem görmediği için finansal tablo verileri yoktur. Tarafımızca da 2019 verileri “0” kabul edilmiştir. 2021’deki cari oran yükselişi ise dönen varlıkların 2021’e gelindiğinde %46 artarken, kısa vadeli borçların %18 artmasıdır. Böylece DAPGM’nin cari oranı 2020’de 1,29 iken, 2021’de 1,59 olarak kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilir görülmektedir.

KUYAS ise en iyi cari orana sahip firmadır. Sözkonusu gayrimenkul firmasının cari oranı 2019’da 1,48, 2020’de 1,89 ve 2021’de 1,80’dir.

EDIP ve YYAPI gayrimenkul firmalarının ise cari oranları 1’in altına düşmüş olup borç ödeme kabiliyeti en riskli firmalardır.

EDIP’in cari oranı 2019’da 0,47, 2020’de 0,28’e kadar düşerek, 2021’de 0,68’e yükselmiştir. Ancak gene de en düşük cari oranlara sahip olan firmalardan biridir.

YYAPI, cari oran olarak sürekli düşüş göstermiştir. YYAPI'nın cari oranı düşük de olsa 2019'da 1,20 ile 1'in üstünde iken 2020'de 0,72 ve 2021'de 0,55 olmuştur. Bu düşüşte, dönen varlıkların, kısa vadeli borçların üzerinde düşmekte olduğunu görüyoruz. 2020'ye gelindiğinde dönen varlıklar %48 azalırken, kısa vadeli borçların ise %14 düşmekte olduğu ve 2021'e gelindiğinde dönen varlıkların %24 azalırken, kısa vadeli borçların pek değişmediği görülmektedir. Tüm bu cari oran hesap kalemlerinin azalışı cari oranında düşmesini açıklamaktadır.

Genelde cari oranı yükselten dönen varlıklar içinde alacaklar ve stoklar görülmektedir. Bu da sanki kısa vadeli finansal risk yokmuş gibi gösterebilir. Fakat stok ve alacaklar riskli kalemlerdir. Stoklar satılamaz veya fazla üretilmiş veya kısa vadeli alacaklar tahsil edilemezse cari oran makul bir sonuçta olsa bile bir anlamı kalmaz. Bu nedenle alacak ve stok seviyelerine de bakmakta fayda vardır.

Tablo 5'te görüldüğü üzere kısa vadeli alacakların dönen varlıklar içindeki payı ortalama olarak 2019-2020'de %20 civarlarında ve yükseliş eğilimliyken, 2021'de %12'ye düşmüştür. Ortalama düzeye dikkat edilirse aktifler içindeki payının düşük ve %7-6 civarında seyrettiği görülmektedir.

Tablo 5'te EDIP ve IHLGM firmaları hariç diğerlerinin hem dönen varlık, hem de aktifler içinde alacakların payının düşük olduğudur.

EDIP'in dönen varlık içinde alacakların payı 2019'da %44, 2020'de %68 ile yükselmiş ve sonrasında %13'e düşmüştür.

IHLGM'de ise EDIP'deki gibi dalgalanma olmayıp, seviyesini koruyarak diğer gayrimenkul firmalardan yüksek olduğu görülmektedir. IHLGM'nin tek farkı aktifler içindeki kısa vadeli alacaklar payının da yüksek olmasıdır. Çünkü, IHLGM'de dönen varlıklar aktifler içinde duran varlıklara göre daha fazla paya sahiptir (Bkz Tablo 7). Dönen varlıkların aktifler içindeki payı 2019'da %81, 2020'de %83 ve 2021'de %91'dir (Bkz Tablo 7). Aynı oranın ortalaması ise 2019'da %34, 2020 ve 2021'de %38'dir. Görüldüğü üzere ortalamanın da üstünde kalmış (Bkz Tablo 7).

Stokların dönen varlıklar içindeki paylarına bakıldığında KUYAS, YYAPI ve IHLGM firmalarının yüksek olduğunu görebiliriz. Tablo 5'de IHLGM hariç olmak üzere KUYAS ve YYAPI'nın yüksek stok payının sadece dönen varlıklar nezdinde yükselirken, aktifler boyutunda çok düşük kaldığı görülmektedir. Bunun nedeni ise aktifler içinde dönen varlıkların IHLGM kadar yüksek olmayışı ve düşük olmasıdır. Bu sebeptendir ki IHLGM'de stok pay değişimleri dönen varlıklarda olurken aktiflerde de olmaktadır.

Tablo 5'e tekrar dönecek olursak, stoksuz dönen varlıkların kısa vadeli borçları ödeme gücünü gösteren asit-test rasyosu ve nakit rasyosu ise eğilim olarak cari oranla aynı hareket etmekle birlikte, cari, asit-test ve nakit rasyolarının seviyelerinin farklı olması, stok ve hazır değerlerin dönen varlıklar içindeki payından kaynaklandığını göstermektedir. Örneğin, DAPGM, EDIP, ENKAI ve YYAPI firmalarında cari oran ve asit-test rasyo sonuçlarının tablo 5'de izlendiği gibi birbirine yakın ve aynı eğimde olması stokların çok etki edecek kadar paya sahip olmamasından kaynaklanmaktadır. Ancak, aynı tablo 5'de KUYAS, YYAPI (2021 yılı için sadece) ve en belirgin olanı IHLGM stokların belli bir etki yapacak büyüklükte dönen varlıklar içinde payı olduğu için cari oranla asit-test arasında fark vardır.

Yine tablo 5'de, nakit oranına gelecek olursak, EDIP, YYAPI ve IHLGM'nin kısa vadeli borçlarının hazır değerlere göre fazla olması nedeniyle nakit rasyosunun düşük kalmasını sağlamıştır. Genelde nakit rasyosunun sektörlere göre değişmekle birlikte 0,20 olması, yani kısa vadeli borçların %20'si kadar nakit olması tercih edilir. Bu nedenle DAPGM'nin nakit rasyosu normal şartlarda iyi düzeyde olduğu, fakat alacak ve stoklar dahil edildiğinde sektörlere göre değişmekle birlikte genelde cari oranın 2 olması düşünür ama bu değerler altında kaldığı tablo 5'te görülmektedir. ENKAI ve KUYAS firmalarının da nakit oranın 1'in üstünde olduğu, yani kısa vadeli borçlarının üstünde nakde sahip oldukları tablo 5'te görülmektedir. Bu durum ENKAI ve KUYAS firmalarının elinde âtil nakit olduğunu göstermektedir. Ancak incelenen yıllarda Türkiye'nin ekonomisinin kötü gidiş durumu ve pandemi olumsuzlukları nedeniyle firma önlemi olarak böyle olduğu düşünülebilir.

EDIP ve YYAPI haricinde tüm gayrimenkul firmalarının kısa vadeli borç ödeme gücü iyi olmakla birlikte en güçlülere, ancak bir o kadar da risklileri ENKAI ve IHLGM'dir. Risk

ile kastedilen dönen varlıklar içindeki stok, alacak ve hazır değer fazlalıkları ile oluşan atıl varlıklardır. Fakat, incelenen dönemde yaşanan hem ekonomik kriz etkileri, hem de COVID-19 gibi bir pandemi sözkonusu dönen varlık kalemlerini etkileyebilir.

3.3.2 Gayrimenkul İşletmelerinin 2019/2021 Yılları Arasındaki Finansal Yapı Rasyoları:

Dönen varlıklarla gayrimenkul sektörünün kısa vadeli borç ödeme kabiliyetinin durumu yanında finansal yapısına bakmakta çok yerinde olacaktır. Gayrimenkul sektörünün uzun vadeli finansman kaynaklarının toplam kaynaklar içindeki yeri ve tüm aktif yapısının hangi finansal kaynaklar tercih edilerek karşılandığı konusu son derece önemlidir.

Bu nedenle yabancı kaynaklarla toplam aktiflerinin ne kadarını karşıladığı anlamında kaldıraç oranına bakmakta fayda vardır.

Tablo 6: BİST’te İşlem Gören Gayrimenkul İşletmelerinin Finansal Yapı Rasyoları Sonuçları

	DAPGM			EDIP			ENKAI			KUYAS		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Kaldıraç Oranı	0,00	0,78	0,72	0,67	0,91	1,11	0,20	0,20	0,26	0,72	0,39	0,34
Özsermaye/Aktifler	0,00	0,22	0,28	0,33	0,09	-0,11	0,80	0,80	0,74	0,28	0,61	0,66
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Toplam Borçlar	0,00	0,52	0,27	0,08	0,05	0,09	0,58	0,64	0,74	0,29	0,21	0,35
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Toplam Borçlar	0,00	0,48	0,73	0,92	0,95	0,91	0,42	0,36	0,26	0,71	0,79	0,65
Özsermaye/ Toplam Borçlar	0,00	0,28	0,39	0,49	0,10	-0,10	3,95	4,02	2,86	0,40	1,59	1,97
	YYAPI			IHLGM			Ortalama Oran Sonuçları					
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021			
Kaldıraç Oranı	0,49	0,45	0,43	0,64	0,51	0,37	0,45	0,54	0,54			
Özsermaye/Aktifler	0,51	0,55	0,57	0,36	0,49	0,63	0,38	0,46	0,46			
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Toplam Borçlar	0,97	0,97	0,94	0,65	0,36	0,90	0,43	0,46	0,55			
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Toplam Borçlar	0,03	0,03	0,06	0,35	0,64	0,10	0,41	0,54	0,45			
Özsermaye/ Toplam Borçlar	1,05	1,23	1,33	0,56	0,94	1,70	1,07	1,36	1,36			

2019/2021 yılları arasındaki her bir yılın yine her bir firma için kaldıraç oranı sonuçlarının ortalamalarına Tablo 6’da bakılacak olursa, %50’li oranlarda olması uygun bir sonuçtur. Ancak, firmalar nezdinde değerlendirecek olursak sapmaları görebilmek mümkün olabilir.

İlk olarak aktif finansmanında çok fazla yabancı kaynak kullanan gayrimenkul firmalarına bakmakta fayda vardır. Bu bağlamda DAPGM, EDIP ve sadece 2019 yılı nedeniyle KUYAS çok fazla yabancı kaynak finansmanı kullandığını Tablo 6’ya göre söylenebilir. DAPGM’ye bakacak olursak aktiflerinin 2020’de %78’ini ve 2021’de %72’sini yabancı kaynaklarla finanse ettiğini söyleyebiliriz. Yine EDIP’de aktiflerinin 2019’da %67’si, 2020’de %91’i ve 2021’de %111’ini yabancı kaynaklarla finanse ettiği görülmektedir. EDIP’in özellikle 2021’deki durumu çok farklı çünkü varlığından fazla yabancı kaynak kullanmış gibi görülmektedir. Bunun sebebi EDIP’in özsermaye tutarından fazla zararı oluşmasıdır. DAPGM ve EDIP dışında sadece KUYAS 2019’da aktiflerini %72 oranında yabancı kaynaklarla finanse etmişken, bu oran 2020’de %39 ve 2021’de %34’e düşmüştür. En düşük yabancı kaynak kullanımı 2019/2021 yılları arası %20 ve %26 oranlarıyla ENKAI firması olmuştur. YYAPI ise %49’dan %43’e düşen oranda aktiflerini yabancı kaynaklarla finanse ederken, IHLGM ise %64’ten %37’ye düşen bir aralıkta aktiflerini yabancı kaynaklarla finanse etmiştir.

Genelde yüksek oranda yabancı kaynak kullanımında kısa veya uzun vadeli yabancı kaynaklardan hangisinin kullanıldığı çok önemlidir. Bu, finansal riskin kısa mı, yoksa uzun vadede mi olacağı anlamında da bir fikir verecektir.

Tablo 6'ya bakılacak olursa 2019-2021 yılları arasında kısa ve uzun vadeli borçların toplam borçlar içindeki payları gösterilmektedir. Buna göre DAPGM'nin 2020'de kısa vadeli borçları %52 ile uzun vadeli borçları geçerken, 2021'de %73 ile uzun vadeli borçlar kısa vadeli borçları geride bırakmıştır. EDIP ise 2019/2021 yılları arasında %90'ların üzerinde uzun vadeli borç payına sahip ve böylece neredeyse tüm borçları uzun vadeli denebilir. ENKAI'nin ise toplam borçlar içinde 2019'da %58, 2020'de %64 ve 2021'de %74 kısa vadeli borç payına sahip olduğu söylenebilir. KUYAS ise toplam borçlar içinde 2019'da %71, 2020'de %79 ve 2021'de %65 uzun vadeli borç payına sahip olduğu görülmektedir. YYAPI'nın neredeyse tüm borçları kısa vadeli borçlar olup, gittikçe düşen ve 1'in altında cari oranı ile borç ödeme kabiliyetinin ciddi bir şekilde azaldığını söyleyebiliriz. IHLGM'nin ise toplam borçlar içinde 2019'da %65 kısa, 2020'de %64 uzun ve 2021'de %90 kısa vadeli borç paylarına sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Buraya kadar gayrimenkul firmalarının kısa vadeli borç ödeme kabiliyeti ve borç yapıları ile ilgili rasyo analizlerini inceledik. Fakat, özsermayenin finansal yapı içindeki payını firmaların gücünü görmek açısından incelemekte fayda vardır. Böylece gayrimenkul firmalarının ne kadar kendi varlıklarına sahip olduğunu da öğrenmek yerinde olacaktır. Bu nedenle, Özsermaye/toplam borç oranına bakmak gerekir. Özsermaye/Toplam borç rasyosu ne kadar yüksek olursa, hatta 1'in üstünde olursa o kadar firmanın güçlü olduğu, firmanın ortaklar tarafından finanse edildiği düşünülmelidir. Ancak bazen duran varlıklara yapılan yatırımlar nedeniyle bir süre borçların yükselmesi nedeniyle Özsermaye/toplam borç rasyosu düşebilmektedir. Ancak, söz konusu rasyonun düşüklüğü yatırım karlılığına bağlı olarak kısa sürede değişmektedir.

Tablo 6'ya bakıldığı zaman gayrimenkul firmalarının 2019/2021 yılları arasındaki Özsermaye/toplam borç oranı sonuçları net bir şekilde görülmektedir. Buna göre, DAPGM'nin hafif bir yükseliş gösterdiği fakat en son 2021'de toplam borçların %39'u kadar özsermaye ye sahip olduğunu görmekteyiz. Başka bir ifadeyle 1 TL.'lik borcu karşılığında 0,39 TL.'lik özsermayesi vardır. DAPGM'nin özsermayesinin 2021'e gelindiğinde %213 artmasına rağmen tutar olarak az olması ve toplam borçlarının ise %124 artışı özsermayenin yetersiz kalmasına yol açmaktadır. Yine aynı şekilde EDIP'in de toplam borçların 2019'da %49, 2020'de %10 ve 2021'de %-10 özsermaye payına sahip olduğunu görülmektedir. EDIP'in daha önce belirtildiği üzere özsermayesinin üzerinde zararı olduğu için negatif oran sonuçları görülmektedir. Nitekim EDIP'in 2020 yılına gelindiğinde %27 toplam borç artışı olurken, zarar nedeniyle özsermayesinin %74 azaldığı görülmektedir. 2021 yılında ise EDIP %56 toplam borç artışı olurken, zarar nedeniyle özsermayenin %249 azaldığı görülmektedir.

Özsermaye ile firmanın sahipleri olan ortakların kendi firmalarına ne kadar sahip olduğu görmek açısından aktifler içinde özsermaye paylarına bakmakta fayda vardır. DAPGM'de özsermayenin %213 artmasının yansıması görülmekte ve bir artış olduğu görülmektedir. Ancak borçlarının varlığı Özsermaye artışını geride bırakmaktadır. EDIP'de aktifler içinde özsermaye payı çok hızla düşmektedir. Bu düşüşte net karın hızla düşmesi ve zararın artması en önemli etkidir. Söz konusu gayrimenkul firmasının karı 2020'ye gelindiğinde bir önceki yıla göre %798, 2021 yılına gelindiğinde ise %10 düşme göstermiştir. Bu düşüş de özsermayenin 2020'ye gelindiğinde %74 düşme, 2021'e gelindiğinde %249 düşme yaratmıştır. ENKAI'de ise aktiflerin çok büyük bir kısmı özsermayeden oluştuğu görülmektedir. KUYAS'da aktifler içinde özsermaye payının yükselme eğilimi özsermayenin artış hızının aktifler artış hızından fazla olmasıdır. KUYAS'ın 2020 yılına gelindiğinde özsermayesi %212 artarken, aktifleri %44 artmıştır. Yine aynı firmanın 2021 yılına gelindiğinde özsermayesi %66 artarken, aktifleri %54 artmıştır. YYAPI'nın ise aktifler içindeki özsermaye payı artmakla birlikte yetersiz kalmaktadır. Ancak, firmanın zararı 2020'de kara geçerken kar %106 artarken, 2021'de kar %1065 artmıştır. Bu da özsermaye ye olumlu yansımıştır. Özsermaye YYAPI'da 2020'ye gelindiğinde %1, 2021'e gelindiğinde

%11 artken, aktif artışları 2020'ye gelindiğinde %-6, 2021'e gelindiğinde %7 artarak özsermaye artışının altında kalmıştır. IHLGM'nin de aktifler içindeki özsermaye payının 2019'da %36'dan 2021'e %63'lere doğru gelişi çok güzeldir. Bu yükseliş aslında özsermayenin aktif artışının üstünde olmasından kaynaklanmıştır. Şöyle ki, 2020'ye gelindiğinde özsermaye de %65 artarken, aktiflerde artışın %22'de kalması ve 2021'e gelindiğinde özsermaye %13 artarken, aktiflerde eksilmenin %-13 olmasıdır. Gayrimenkul firmalarının artık finansal yapısı ve kısa vadeli finansal riskleri ortaya konulduğuna göre artık bu finansal yapının satışlar yoluyla firmanın verimliliğine etkilerine bakılabilir.

3.3.3 Gayrimenkul İşletmelerinin 2019/2021 Yılları Arasındaki Verimlilik Rasyoları:

Net satışlar yoluyla işletmenin ne kadar etkin çalıştığını verimlilik rasyoları ile anlaşılır. Bu nedenle daha önce tablo 5'da gösterilen kısa vadeli alacakların dönen varlıklar içindeki payı likidite rasyolarına tekrar bakılacak olursa, incelenen BIST gayrimenkul firmalarının ortalamalarının dönen varlıklar içinde kısa vadeli alacaklarının %20'ler seviyesini koruduğu fakat son yıl olan 2021'de %12'lere düştüğü görülmüştür. Bu ortalamalara göre DAPGM, ENKAI ve YYAPI ortalamaların altında kalmaktadır. KUYAS ortalamaların altında kalmakla birlikte son yıl 2021'de %18'le ortalama üstüne çıkmıştır. EDIP 2019'da %44, 2020'de %68 ile ortalamaların üstünde olup artarken son yıl olan 2021'de %13 ile ortalamaya yaklaşmıştır. EDIP kısa vadeli alacakları dönen varlıklar içinde çok yüksek olmakla birlikte aktifler içinde payının bir hayli düşük olduğunu tablo 7'de görmekteyiz. IHLGM'de %30'lar seviyesini koruyarak ortalamaların üstünde kalmıştır. IHLGM'ün kısa vadeli alacaklarının aktifler içindeki payı da dikkat edilirse yüksek seviyededir ve dönen varlıklar içindeki payı ile aynı şekilde değiştiği izlenmektedir. IHLGM'ün aktiflerinin neredeyse tamamı %80'ler ve %90'lar ile dönen varlıklardan oluşmaktadır. Dolayısıyla EDIP ve KUYAS'ın dikkat edilmesi gerekli alacakları varken, özellikle IHLGM'nin çok yüksek alacakları vardır. Bu nedenle alacak devir hızı özellikle IHLGM, KUYAS ve EDIP için çok önem arz etmektedir.

Tablo 7: BİST'te İşlem Gören Gayrimenkul İşletmelerinin Verimlilik Rasyoları Sonuçları

	DAPGM			EDIP			ENKAI			KUYAS		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Alacak Devir Hızı	0,00	76,15	380,65	7,82	7,95	8,14	7,02	4,75	7,01	2,16	1,97	4,28
Alacak Tahsil Süresi	0,00	4,73	0,95	46,01	45,28	44,23	51,30	75,77	51,33	166,70	182,36	84,03
Stok Devir Hızı	0,00	11,34	4,90	53,49	300,81	235,21	5,11	4,44	5,60	0,56	0,34	0,00
Stokların Paraya Dönüş Süresi	0,00	31,75	73,51	6,73	1,20	1,53	70,45	81,15	64,34	642,29	1051,48	0,00
Aktif Devir Hızı	0,00	0,54	0,35	0,08	0,07	0,07	0,22	0,19	0,21	0,09	0,02	0,17
Dönen Varlıklar/ Toplam Aktifler	0,00	1,86	2,89	11,81	13,50	13,80	4,60	5,34	4,71	11,26	41,92	5,99
Duran Varlıklar/ Toplam Aktifler	0,00	-0,86	-1,89	-10,81	-12,50	-12,80	-3,60	-4,34	-3,71	-10,26	-40,92	-4,99
	YYAPI			IHLGM			Ortalama Oran Sonuçları					
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021			
Alacak Devir Hızı	0,04	0,18	515,19	0,35	0,80	2,10	2,90	15,30	152,90			
Alacak Tahsil Süresi	8256,10	1954,69	0,70	1035,72	451,65	171,53	1592,64	452,41	58,79			
Stok Devir Hızı	0,14	0,14	0,18	0,23	0,56	2,56	9,92	52,94	41,41			
Stokların Paraya Dönüş Süresi	2594,73	2631,93	1986,29	1567,50	641,61	140,76	813,62	739,85	377,74			
Aktif Devir Hızı	0,00	0,01	0,02	0,09	0,19	0,62	0,08	0,17	0,24			
Dönen Varlıklar/ Toplam Aktifler	372,90	143,16	43,27	10,53	5,23	1,61	68,52	35,17	12,04			
Duran Varlıklar/ Toplam Aktifler	-371,90	-142,16	-42,27	-9,53	-4,23	-0,61	-67,68	-34,17	-11,04			

IHLGM'ün alacak devir hızının ortalamasının çok altında olduğunu ve alacak tahsil sürelerinin 2019'da 1035 gün, 2020'de 451 gün ve 2021'de 171 gün olduğu görülmektedir. Aslında alacakların artış hızının %7'de olduğu fakat satışların 2020'ye geldiğinde %145, 2021'de ise %182 artışı görülmektedir. Bu da alacak devir hızının yükselmesini sağlamıştır. Kaldı ki, IHLGM'nin aktifler içindeki dönen varlık payı da yüksek olduğu düşünülürse bunun olumlu olduğunu söylenebilir. EDIP'in ise alacak devir hızının IHLGM'ye göre daha iyi ve 8'ler civarında olduğu, alacak tahsil süresinin de 45 günler düzeyinde olduğu görülmektedir. KUYAS'ın ise 2020 yılına geldiğinde alacaklarının %58 düşerken, net satışlarının %61 düşüşle daha fazla azalması alacak devir hızının 2019'da 2,16'dan 2020'de 1,97'ye düşürmüştür. Fakat 2021 yılına geldiğinde alacakların %397 artışının üzerinde %978'lik net satış artışı 2021'de alacak devir hızını 4,28'e yükseltmiştir. Böylece KUYAS'ın alacak tahsil süresi 2019'dan 2021'e sırasıyla 166,7 gün, 182,36 gün ve 84,03 güne düşürmüştür. DAPGM ise 2021 yılına geldiğinde net satışların %57 artarken, alacakların %69 azalması alacak devir hızını 76'lardan 2021'de 380'lere çıkarmıştır. Bu da alacak tahsil süresini 0,946 yani neredeyse peşin satış haline düşürmüştür. YYAPI'ya da bakılacak olursa 2020'ye geldiğinde bir önceki yıla göre alacaklar %42 düşerken 2021 yılına geldiğinde %100 düşmüşken, aynı yıllarda net satışlar sırasıyla %144 ve %255 artış göstermiştir. Bu da alacak devir hızını 2019'daki 0,04 seviyesinden 2020'de 0,18 seviyesine ve sonrada 2021'de 515,19 seviyesine hızla çıkartmıştır. Alacak tahsil süreside 2019'da 8256 iken 2020'de 1954 ve 2021'de neredeyse peşin satış olan 0,70'e düşürmüştür.

İşletmelerin stokları üretim etkinliği açısından önemli iken diğer taraftan satışlar yoluyla da eritilmelidir. Aksi halde stoklama maliyetleri artar, bir takım eskime ve yıpranmalar satış gelirlerini düşürebilir. Bu nedenle stok devir hızları da önemli verimlilik rasyosudur. Stok devir hızı, satışlar yoluyla stokların yılda kez çevrildiğini göstermektedir.

Stok devir hızları açısından DAPGM'nin 2021 yılına geldiğinde satılan malın maliyeti %47 artarken, stoklar %242 artmaktadır. Dolayısıyla DAPGM'nin stok devir hızı 2020'de 11,34'den 2021'de 4,90'a düşmüştür. Stokları paraya çevirme süresi de 2020'de 31,75 günden 2021'de 73,51 güne çıkarmıştır. EDIP'de ise 2020'ye geldiğinde satışların maliyeti %7 düşerken, stoklar %83 düşmekte, bu da stok devir hızını 53,49'dan 300,81'e yükselterek stokların paraya dönüşümünü 6,73 günden 1,2 güne düşürmüştür. 2021'e geldiğinde ise satışların maliyeti %25 artarken, stoklar %59 artmış ve stok devir hızı 235,21'e düşürmüştür. Bu da stokların paraya dönüş süresini 1,5 güne getirmiştir. ENKAI'de 2019/2021 yılları arasında stok devir hızı sırasıyla 5, 4 ve 5,6 şeklinde gerçekleşmiştir. Stok devir hızının önce düşme ve sonra yükselmesinin nedeninin 2020 yılına geldiğinde satılan malın maliyetinin %6 yükselmesinin üstünde %22'lik stok artışı olması, sonrasında 2021 yılına geldiğinde bu kez satılan malın maliyeti %119 artışla %73 stok artışlarını geçmesidir. KUYAS'da ise stoklar önce incelenen yıllarda önce %61 sonrasında %100 düşerek sıfırlanmıştır. Bu da 2021 yılına geldiğinde satılan malın maliyeti %1464 artması ile stok devir hızını sıfır seviyesine indirmiştir. YYAPI'nın ise stok devir hızı pek değişmemekte, bunda da gerek stok, gerekse de satılan malın maliyetinin yıllar içindeki değişiminin aynı yönde olmasıdır. IHLGM'ün ise stok devir hızı 2019 ve 2020'de 1'in altında iken 2021'de 2,56'ya yükselmiştir. IHLGM'nin özellikle stok devir hızının yükselmesi satılan malın maliyetinin 2020'ye geldiğinde %147, 2021'e geldiğinde %190 şeklinde sürekli artmasına bağlıdır. IHLGM'nin stokları ise 2020'de çok az artarken, 2021'de %36 düşmüştür. Bu da IHLGM'de stokların paraya çevrilme süresini 2019'da 1567 günden, 2020'de 641 güne ve 2021'de 140 güne düşürmüştür.

Alacak ve stokların satışlara etkisi yoluyla verimliliği değerlendirdikten sonra tüm işletmeyi varlıkları üzerinden satışlar yoluyla değerlendirmek, işletmenin satış performansını görmek açısından önemlidir. Bu nedenle, 1TL'lik aktifleri ile ne kadarlık satış yaptığını aktif devir hızıyla ölçebiliriz. Tablo 7'de aktif devir hızları gösterilmiştir.

Gayrimenkul işletmelerinin aktif devir hızları ortalamalarına bakacak olunursa 1TL.'lik aktifi karşılığında 2019'da 8 Krş., 2020'de 17 Krş. ve 2021'de 24 Krş.'luk satış geliri elde edildiği görülmektedir. Aktifleriyle en düşük satışları 2019/2021 yılları arasında 8 ila 7 Krş. ile EDIP ve sıfır ile 2 Krş. arası ile YYAPI olmuştur. YYAPI'nın satışları 2020'ye

gelindiğinde %144 artarken, aktifleri %6 düşmüş, 2021'e gelindiğinde ise yine satışları %255 artarken aktifleri %7 artmış fakat bu aktif devir hızını çok artırması gerekirken satışların tutarsal büyüklüğü aktiflerden çok düşük kaldığı için yüksek artış olmamıştır. EDIP'de ise 2020'ye gelindiğinde aktiflerin %6 düşerken, satışlarda %18 düşmekte, 2021'e gelindiğinde aktifler %28 artarken, satışlar %25 artmış ve bu da artış hızları aşağı yukarı aynı olduğu için aktif devir hızını artıramamıştır.

En yüksek aktif devir hızı ise DAPGM ve IHLGM'nin olmuştur. DAPGM'nin 2021'e gelindiğinde aktifleri %143 artarken satışları %57 ile daha düşük artışı için aktif devir hızı 0,54'ten 0,35'e düşme göstermiştir. IHLGM'de ise sürekli ve hızlı aktif devir hızı artışı olmuştur. Bunun da sebebi 2020'ye gelindiğinde %22'lik aktif artışının üzerinde olan %145 satış artışı ile sonrasında 2021'de %13 aktif düşüşüne karşın %182 satış artışı, aktif devir hızını 0,09'dan 0,19'a oradan da 0,62'ye yükseltmiştir. Aktiflerin verimli kullanılarak satışlara yönelik en etkin kullanan IHLGM ve düşüş göstermesine rağmen DAPGM'dir.

Firmalar istediği kadar verimli olsun kar sağlayamayabilir. Bu nedenle tüm bu analizler sonucu kar ne olmuştur sorusuna cevap bulmak için karlılık rasyolarına bakmak gerekmektedir.

3.3.4 Gayrimenkul İşletmelerinin 2019/2021 Yılları Arasındaki Karlılık Rasyoları:

Bu çalışmada net satışlar, özsermaye ve aktif karlılıklarına bakılmakla birlikte ayrıca net satışların, ne kadar brüt kar bıraktığı ile satılan malın maliyetinin payına bakılacaktır. Böylece 1TL.'lik net satışlarla veya özsermaye ile veya aktif ile ne kadar net kar sağlandığını hesaplanmış olunacaktır. Ayrıca, 1TL.'lik net satışla ne kadar brüt kar sağlandığı ile ne kadar satılan malın maliyetine katlanıldığı hesaplanmış olacaktır. Bunları tablo 8'de 2019'dan 2021'e kadar olan yıllar için görmek mümkündür.

Tablo 8: BİST'te İşlem Gören Gayrimenkul İşletmelerinin Karlılık Rasyoları Sonuçları

	DAPGM			EDIP			ENKAI			KUYAS		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Net Kar/Net Satışlar	0,00	0,32	0,34	0,41	-3,45	-2,47	0,36	0,39	0,20	-1,43	1,48	1,77
Net Kar/Özsermaye	0,00	0,80	0,42	0,11	-2,78	1,67	0,10	0,09	0,06	-0,45	0,06	0,45
Net Kar/Aktifler	0,00	0,17	0,12	0,03	-0,26	-0,18	0,08	0,07	0,04	-0,13	0,04	0,30
Brüt Satış Karı/Net Satışlar	0,00	0,51	0,54	0,56	0,50	0,51	0,23	0,25	0,26	0,29	0,56	0,36
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar	0,00	0,49	0,46	0,44	0,50	0,49	0,77	0,75	0,74	0,71	0,44	0,64
	YYAPI			IHLGM			Ortalama Oran Sonuçları					
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021			
Net Kar/Net Satışlar	-24,93	0,58	1,89	0,31	0,01	0,11	-4,21	-0,11	0,31			
Net Kar/Özsermaye	-0,13	0,01	0,08	0,08	0,00	0,11	-0,05	-0,30	0,46			
Net Kar/Aktifler	-0,07	0,00	0,04	0,03	0,00	0,07	-0,01	0,01	0,07			
Brüt Satış Karı/Net Satışlar	-1,29	0,16	0,02	0,16	0,15	0,13	-0,01	0,36	0,30			
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar	2,29	0,84	0,98	0,84	0,85	0,87	0,84	0,64	0,70			

Tablo 8'de YYAPI'nın net satışların karlılığının özellikle 2019'da -24,93 ile çok düşük olduğunu ancak sonraki yıllarda artış gösterdiğini görülmektedir. 2019'da YYAPI'nın

40.247.936TL.'lik zararı 2020'de 2.263.026TL.'ye yükselmiş, yani %106 yükselmiştir. Ancak YYAPI'nın net satışları da %144 artışla net karı geçtiği için negatif olan net kar/net satışlar rasyosu büyük bir yükselişle 0,58 olmuştur. YYAPI'da 2021'e gelindiğinde net kar %1065 artışla, %255'lik artış gösteren net satışları geçerek, net kar/net satışları 1,89 yapmıştır. Yani 1TL.'lik net satışla, neredeyse 2TL.'lik net kar sağlamıştır. Bu sonuç güzel olmakla birlikte YYAPI'nın satış zararını karlılığa çevirdiği ve artırdığını göstermektedir. Bu güzel artışın neden özsermaye ve aktif karlılığında olamadığı ise gerek aktiflerin gerekse de özsermaye tutarlarının, net kar tutarının çok üstünde büyük bir tutar olmasıdır. Aynı şekilde YYAPI'nın özsermaye ve aktif karlılığının da 2019'da negatif değerlerde, yani zararda olduğunu görmekteyiz. Fakat 2020'ye gelindiğinde net karın artışının, özsermaye ve aktif artışlarının çok üstünde olması 2020 net kar/özsermaye yi -0,13'ten 0,01'e ve net kar/aktifler rasyosunu da -0,07'den sıfıra getirmiştir. Net karın artışının özsermaye ve aktif artışlarından daha fazla katlanarak artmasının devamında 2021 yılı net kar/özsermaye 0,08 ve net kar/aktifler 0,04 yapmıştır. Ancak, bu artışların her ne kadar güzel olsa da özsermaye ve aktif tutarlarının yüksekliği, net kar/özsermaye veya net kar/aktifler oranının çok düşük kalmasına sebep olmaktadır.

YYAPI'daki benzer bir durum KUYAS'da da gerçekleşmiştir. 2019'da net satışlar, özsermaye ve aktif karlılıkları aynı sıra ile -1,43, -0,45 ve -0,13 iken, 2020'de 1,48, 0,06 ve 0,04 olduğu, 2021'e gelindiğinde ise 1,77, 0,45 ve 0,30 olduğu görülmektedir. 2020 yılına gelindiğinde KUYAS'ın net karının %140 arttığını bu karşın özsermayenin %212 ve aktiflerin %44 artması KUYAS'ın negatif olan karlılıklarını pozitif taşımıştır. Özsermaye payının düşük olması nedeniyle yüksek oranda artırılışı özsermaye karlılığını yavaşlatsa da artış olmuş ve pozitif geçilmiştir.

EDİP'in ise tüm karlılık oranlarının 2019'da pozitif iken (1TL.'lik net satışıyla 41 kuruş kar, 1TL.'lik özsermayesi ile 11 kuruş, 1TL.'lik aktifi ile 3 kuruş kar sağlamakta), 2020 ve 2021'de negatif değerlere düşmektedir. Bunun sebebi ise ilk olarak net karın çok düşmesi ve zararın artması ile özsermayenin negatif değerlerde olmasıdır. Zaten bu sebeple 2021 yılında özsermaye karlılığı yükselmiş gibi görülmektedir.

DAPGM'nin ise 2020 yılında 1 TL.'lik net satışlarıyla 32 kuruş kar, 1 TL.'lik özsermayesiyle 80 kuruş kar, 1 TL.'lik aktifi ile 17 kuruş kar sağladığı ve ortalamanın üstünde olduğu görülmektedir. Ancak, 2021 yılına girildiğinde özsermayenin %213 ve aktiflerin %143 artması ile %67 net kar artışının üstüne çıktığı ve hem özsermaye hem de aktif karlılığının aynı sıra ile 0,42 ve 0,12'ye düştüğü görülmüştür. Yani 1TL.'lik özsermayesi ile 2020 yılında 80 kuruş kar sağlarken 2021'de 42 kuruş kar sağladığı görülmüştür. Aynı şekilde, 1 TL.'lik aktifi ile 2020 yılında 17 kuruş kar sağlarken 2021 yılında 12 kuruş kar sağladığı görülmüştür. Sadece satışların karlılığının 0,32'den 0,34'e yükseldiğini görülmektedir. Bu da net karın %67 artışla net satışın %57 artışını geçtiği için olduğunu belirtmek gerekir.

IHLGM'nin ise 2019'da net satış, özsermaye ve aktif karlılıklarının ortalamanın üstünde iken, net karda %92'lik bir düşüşün olmasıyla 2020'de net satış, özsermaye ve aktif karlılıklarının sıfırlara indiğini görmekteyiz. Ancak, 2021'de net karın %2913 artması, satış karlılığını ve özsermaye karlılığını 0,11'e getirirken, aktif karlılığını da 0,7'ye getirmiştir.

ENKAI'de ise 2020'ye gelindiğinde net kar %17 artarken net satışların daha az (%8) artması, 2019'da 1TL.'lik net satışları karşılığında 36 kuruş kar 2020'de 39 kuruşa çıkmıştır. Fakat 2021 yılına gelindiğinde net satışlar bu kez %122 artarken net kar %12'de kalmıştır. Bu da 2021 yılında 1 TL.'lik net satışlarının karşılığında daha düşük (20 kuruşluk) kar elde etmesini sağlamıştır. Özsermaye ve aktif karlılıkları ise her yıl 2019'a göre düşme göstermiştir. Bunun sebebi ise giderek artan oran özsermaye ve aktif yükselmesi karşısında net karın gerektiği kadar yükselememesidir. Durum tablo 8'de görülmektedir.

Ayrıca net satışların ne kadarının kar yani brüt kar olduğu brüt kar/net satışlar rasyosu ile anlaşılırken, ne kadarının üretim maliyeti olan satılan malın maliyeti olduğunu satılan malın maliyeti/net satışlar rasyosu ile anlaşılmaktadır. Tablo 8'de DAPGM'ye bakılacak olursa net satışlar içinde satılan malın maliyetinin düşmesi brüt karı yükseltmektedir. EDİP'de ise satılan

malın maliyeti olan üretim maliyeti ile brüt kar tam yarı yarıya gittiği görülmektedir. KUYAS'da net satışların 2019'da %71'i satılan malın maliyeti iken, 2020'de durum tersine dönmüş ve bu sefer brüt kar %56'ya yükselmiş, fakat sonra net satışlar içinde tekrar üstünlüğü %64 ile satılan malın maliyeti almıştır. ENKAI, YYAPI ve IHLGM gayrimenkul firmalarında satılan malın maliyeti net satışlar içinde bir hayli yüksek paya sahiptir. ENKAI'de net satışlar içinde satılan malın maliyeti 2019'da %77, 2020'de %75 ve 2021'de %74 olmuştur. IHLGM'de ise net satışlar içinde satılan malın maliyeti 2019'da %84, 2020'de %85 ve 2021'de %87 olmuştur. YYAPI'da ise 2019'da zarar edilmesi ve brüt karın zarar göstermesi satılan malın maliyetinin net satışların üstünde olmasından kaynaklıdır. Yani satılan malın maliyeti net satışların 2 katından daha fazladır. Fakat sonra bu durum değişse de satılan malın maliyeti net satışların 2020'de %84'ü, 2021'de ise %98'i dir.

Yukarıda değinilen tüm rasyo sonuçlarının genel bir şekilde değerlendirilmesi bir sonraki bölümünde ele alınacaktır.

4. GENEL DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul firmalarının cari oranlarının EDİP Gayrimenkul ve Yeşil Yapı hariç iyi olduğu söylenebilir. Dikkat edilecek olursa tablo 5'e göre EDİP gayrimenkul ve Yeşil Yapı'nın eklerde gösterilen bilanço ve gelir tablolarına göre tutarsal olarak kısa vadeli yabancı kaynaklarının yüksek olduğu ve dönen varlıkların yeteri kadar artış gösteremediğidir. Aynı durum asit-test rasyosu ve nakit rasyosunda da EDİP Gayrimenkul ve Yeşil Yapı için de sözkonusudur. ENKA İnşaat, KUYAŞ Yatırım ve İHLAS Gayrimenkul firmalarının cari oran asit test rasyosu ve nakit oranlarının çok yüksek düzeylerde olduğunu belirtmekte fayda vardır.

Artık, gayrimenkul firmalarını tek tek aktifler içinde yabancı kaynak payları, kısa veya uzun vadeli borçlanma politikaları ve aktifler içinde dönen veya duran varlıklara yaptığı yatırım yüzdeleri ile değerlendirmekte fayda vardır. Bu nedenle de tablo 6 ve 7'den faydalanmak gerekir. DAP Gayrimenkul'e bakacak olursak aktifler içinde yabancı kaynak kullanımının yüzde 70'ler seviyesinde olduğunu görmekteyiz. DAP Gayrimenkul'ün yabancı kaynaklar içinde gittikçe artan oranda uzun vadeli borçlanma politikasına kaydı görülmektedir. Nitekim, toplam aktifler içinde duran varlıkların payının da 2020'de %48'lerden 2021'de %69'lara doğru geldiği görülmektedir. EDİP Gayrimenkul firmasına gelecek olursak, yabancı kaynakların aktiflerin finansmanında gittikçe artan oranda kullanıldığı hatta %100'ü geçtiği görülmektedir. Daha önceki bölümlerde EDİP Gayrimenkul'ün zarar ettiği ve zararının özsermayesinin üzerinde olduğu söylenmişti. EDİP Gayrimenkul'ün yabancı kaynaklarının yüzde 90'lar düzeyinde uzun vadeli yabancı kaynaklar olduğu görülmektedir. Aktiflerinin neredeyse %100'nün Duran varlık olduğu EDİP Gayrimenkulün özsermaye yetersizliğinden dolayı uzun vadeli yabancı kaynaklarının çok yükseldiği söylenebilir. ENKA İnşaat firmasının ise %20'ler düzeyinde yabancı kaynaklar ile ve daha çok artan oranda kısa vadeli borçlanma politikasına gittiği görülmektedir. ENKA İnşaat firmasında kısa vadeli borçlanma politikasına gidilmesine yönelik daha çok dönen varlıklara yatırım yapması gösterilebilir. Toplam aktifler içinde 2019'da %35 düzeyinde dönen varlık varken 2021'e doğru bu oran %56'ya çıkmıştır. Aynı yıllar içinde duran varlıkların payı ise %65'ten %44'e düşmüştür. KUYAŞ Yatırım ise toplam aktifler içinde yabancı kaynak kullanımını 2019'da %72'den 2021'e doğru %34'e düşmüştür ve yüksek oranda uzun vadeli borçlanma politikası kullanmaktadır. Bu nedenle KUYAŞ Yatırımda da toplam aktifler içinde duran varlıkların payının çok yüksek olduğunu hesaplayabiliriz. Yeşil Yapı'nın ise toplam aktiflerinin yabancı kaynakları %40'lar oranında ve düşmekte olduğu görülmektedir. Yeşil Yapı'nın aktiflerin finansmanında %50'lerin altında yabancı kaynak kullanması olumlu görülmele birlikte mevcut yabancı kaynakların neredeyse tamamı kısa vadeli yabancı kaynaktır. Yeşil Yapının cari oranın da 1'in altına düşmesi sebebiyle kısa vadeli likidite riskleri çok yüksektir. Yeşil Yapı'nın 2019'da toplam aktifler içinde dönen varlık payı %57 iken bu daha sonraki yıllarda düşüyor ve toplam aktifler içinde duran varlıklar 2020'de %69, 2021'de %78'lik paya sahip olmaktadır. Son olarak İHLAS Gayrimenkul'ün toplam

aktifler içinde yabancı kaynak finansmanı 2019'da %64'ten 2021'de %37'lere doğru düşmektedir. İHLAS Gayrimenkul 2019'da toplam borçlar içinde %65 oranında kısa vadeli yabancı kaynak kullanırken, 2020'de %64 oranında uzun vadeli borç 2021 yılında ise %90 oranında kısa vadeli yabancı kaynak kullanmıştır. Ancak toplam aktifler içinde duran varlıkların payı hiç düşmemiş %80'lerden %90'lara doğru yükselmiştir.

Bu borçlanma yapılarına göre gayrimenkul firmalarının özsermayelerinin yeterli olup olmadığına da bakmakta fayda vardır. Buna göre grafik 9'da özsermaye/toplam borçlar ile grafik 11'de özsermaye/toplam aktifler rasyo sonuçlarına bakmak gerekir. DAP gayrimenkul ve EDİP Gayrimenkul firmaları haricinde tüm gayrimenkul firmalarının toplam borçlar karşısında özsermayeleri ve toplam aktifler içinde özsermaye paylarının oldukça iyi olduğu söylenebilir.

Artık gayrimenkul firmalarının aldıkları bu finansal riskler ve bu aktif yatırımlarıyla ne kadar verimli olduklarını, yani satışlar yoluyla ne kadar başarılı olduklarını bakmakta fayda vardır. Bu nedenle bir liralık aktif ile ne kadar liralık satış yaptığını gösteren en önemli radyolardan biri de aktif devir hızına bakmak gerekir. İHLAS Gayrimenkul, Yeşil Yapı, KUYAŞ Yatırım ve ENKA İnşaat'a 2019/2021 yılları arasında özellikle 2021 yılına yaklaşırken net satışların %100'ler hatta KUYAŞ'da %978 Yeşil Yapı'da %255 artışların aktif artışların üstünde olması nedeniyle aktif devir hızını arttırdığını ancak yeterli düzeyde olmadığını görmektedir. Bunun sebebi olarak da aktif tutarlarının net satış tutarlarının çok üzerinde olmasıdır. EDİP Gayrimenkul ve DAP Gayrimenkul 'de ise aktif artışlarının özellikle 2021'de net satışların çok üstünde olması nedeniyle düşüş göstermektedir.

Aktif verimliliği iyi demek karlı demek değildir. Bu nedenle karlılık rasyoları da önemlidir. İncelenen gayrimenkul firmalarının ortalamalarını bakılırsa net satış kârlılığının 2019 ve 2020'de negatif olduğunu ancak 2021'de 0,31'lere çıktığı görülmektedir. Özsermaye kârlılığının ise negatif olduğu ancak 2021 yılında 0,46'ya geldiği görülmektedir ancak bunun özsermaye yetersizliğinden oluştuğuna hatırlatmakta fayda vardır. Özsermaye kârlılığı ise eksi ortalamalardan pozitif sonuçlara ve 2021 yılında 0,07'ye çıkmıştır.

Bahsettiğimiz bu ortalamaları oluşturan gayrimenkul firmaları içinde en iyi olanlarından biri Yeşil Yapı gayrimenkul firmasıdır. Net satış kârlılığı negatiften pozitifte döndürmüş ve yükseltmiştir. O kadar yükseltmiştir ki net karı net satışlarının üzerine çıkmıştır. Benzer durum KUYAŞ yatırım için de geçerlidir. Bu nedenle hem Yeşil Yapı hem de KUYAŞ yatırımın kendi faaliyetlerinin dışında bir yüksek gelir elde ettiğini söyleyebiliriz. Nitekim, Yeşil Yapı'da yatırım faaliyetlerinden gelirler 2021 yılında 46.850.625 TL olmuş, KUYAŞ yatırım da ise yatırım faaliyetlerinden gelirler ile 110.291.128 TL gelir görülmektedir. KUYAŞ yatırım ve Yeşil Yapı'nın 2019'da özsermaye karlılıkları negatiften pozitifte geçerek 2021 yılında KUYAŞ Yatırım'ın 0,45 iken Yeşil Yapı'nın 2021'de 0,08 olduğu görülmektedir.

Aktif kârlılıkları bakımından KUYAŞ yatırım ve Yeşil Yapı'nın negatiften pozitifte geçen ve 2021'de KUYAŞ yatırım için 0,30 Yeşil Yapı için 0,04 olduğu görülmektedir. Bu da her iki firmanın karlıklarının olumlu olduğunu göstermektedir.

Karlılık rasyoları içinde bir diğer firma ise EDİP Gayrimenkul'dür. EDİP Gayrimenkul 2019/2021 yılları arasında büyük zararlar etmiş, dolayısıyla özsermayesinin üstünde zarar yaptığı için negatif sermaye sahip bir firmadır. Sadece özsermaye kârlılığı negatiften pozitifte geçmiş ve 1,67 olmuştur. Diğer bir ifadeyle, özsermayesinin üstünde kar sağlamaktadır ama özsermayesi negatif olduğu için bu durumun bu şekilde gözüktüğünü söylemekte yarar vardır.

KAYNAKÇA

Akpınar, B. (2019) Gayrimenkul değerlemesinde Arsa Payı kavramı Önemi ve Hesaplanması. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Demirdöven, M. (2009) Türkiye’de Gayrimenkul Sektörünün Gelişimi ve Gayrimenkul Finansmanı. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Glickman, E. (2014). An introduction to real estate finance. Academic Press, ABD.

Mutluer, D. (2008) Gayrimenkul Fiyatlarının Derlenmesi Ülke Örnekleri ve Türkiye İçin Bir Uygulama, TISK Academy/TISK Akademi, 3-6.

T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, <http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Sekt%C3%B6rler-%C4%B0tibar%C4%B1yla-Sabit-Sermaye-Yat%C4%B1r%C4%B1mlar%C4%B1-Toplam.pdf> dosyasının HTML sürümüdür, (Erişim Tarihi, 23-05-2022).

Tanrıvermiş, H. (2019) Türkiye Ekonomisinde İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Roller ve Gelişme Eğilimlerinin Değerlendirilmesi, Kent, İnşaat ve Ekonomi Kongresi, 36-57.

TÜİK, <https://www.tuik.gov.tr/>, (Erişim Tarihi, 10/17-03-2022).

EXTENDED ABSTRACT

The real estate market has a great impact on the welfare of the society. The real estate market triggers not only construction but also many other sectors. For this reason, the real estate market is a market that provides depth to the real and financial markets and thus ensures growth.

For this reason, it has been desired to examine the companies that make up the real estate markets, which are extremely important. For this, it is necessary to focus on the definition of real estate first. However, it has been seen that the sector has been differentiated as different sectors with different names, even if they are the same companies.

The conceptual dimension of the sector has been deepened by revealing the distinction as real estate, real estate, residential and commercial real estate types in the article, and it has been seen that it is unique and specialized sector.

In terms of the place and importance of the real estate sector in the economy, the share of the sector in GDP, the employment it creates, its share in fixed capital investments and the size of construction loans are revealed.

To make a financial analysis of the real estate sector in Turkey, by using the ratios of the real estate companies listed on BIST is so important, and to evaluate the sector listed in BIST with the results found. When the real estate sector is mentioned, it should be said that real estate companies that are listed in BIST are expressed.

It can be said that the current ratios of real estate companies traded in Borsa Istanbul are good, except for Edip Gayrimenkul and Yeşil Yapı. According to the balance sheet and income statements of EDİP Gayrimenkul and Yeşil Yapı, the short-term liabilities are high and the current assets do not increase sufficiently, creates a financial risk. The same problem occurs for acid-test ratio and cash ratio for EDİP Gayrimenkul and Yeşil Yapı. Also, the current ratio, acid test ratio and cash ratios of ENKA İnşaat, KUYAŞ Yatırım and İHLAS Gayrimenkul companies are at very high levels. According to the sector average it can be said that there is no short-term financial risk in 2020 and 2021, which are considered within the pandemic period and economic crisis period.

It is observed that real estate companies have reduced the use of foreign resources and strengthened their equity capital in 2020 and 2021, which are the pandemic and economic crisis. It should be noted that DAP and EDIP Real Estate companies should be excluded from this comment. If we look at the DAP, we can say that it financed 78% of its assets in 2020 and 72% in 2021 with foreign resources. The same seen in EDIP which financed 67% of its assets in 2019, 91% in 2020 and 111% in 2021 with foreign resources. The situation of EDIP, especially in 2021, is very different because it seems to have used foreign liabilities more than its assets. The reason for this is that EDIP has more loss than the equity amount.

According to the equity/total debts and equity/total assets ratio results of real estate companies, it can be said that all real estate companies, with the exception of DAP Gayrimenkul and EDIP Gayrimenkul, have a very good share of equity in total assets and very powerful equity against total debt. If the equity / total debt ratio is considered, we see that DAPGM showed a slight increase, but the equity was 39% of the total debt in 2021. In other words, it has 0.39 TL of equity for 1 TL of debt. Although the equity capital of DAPGM increased by 213% in 2021, its low amount and 124% increase in its total debts lead to insufficient equity. Likewise, it is seen that EDIP has a 49% equity share of total debts in 2019, 10% in 2020 and -10% in 2021. As stated before, EDIP has a loss above its equity capital, which causes negative rate results. As a matter of fact, EDIP's total debt increased by 27% in 2020, while its equity capital decreased by 74% due to the loss. In 2021, the EDIP increased by 56% in total debt, while the equity decreased by 249% due to the loss. The increase in the share of equity in assets is the reason for the 213% increase in equity in DAPGM. However, the existence of debts outstrips the increase in equity. In EDIP, the share of equity in assets

decreases very rapidly. The most important factor in this decrease is the rapid decrease in net profit and the increase of loss. The profit of the said real estate company decreased by 798% in 2020 compared to the previous year and by 10% in 2021. This decrease caused the equity to fall by 74% by 2020 and by 249% by 2021. In EDIP, the share of equity in assets decreases very rapidly. The most important factor in this decrease is the rapid decrease in net profit and the increase in loss. The profit of EDIP real estate firm decreased by 798% in 2020 compared to the previous year and by 10% in 2021. This decrease caused the equity to fall by 74% by 2020 and by 249% by 2021.

It has been observed that real estate companies generally invest more in fixed assets within total assets. It is seen that only İHLAS Gayrimenkul invests in current assets in the range of 80-90% of its assets and is in a rising trend. Another difference of İHLAS Gayrimenkul from other real estate companies is that short-term receivables and stocks are high not only in current assets but also in total assets. While the short-term receivables of İHLAS Gayrimenkul within the total assets were at the level of 30% in the mentioned years, the stocks decreased from 30% to 20%. For this reason, receivables and inventory turnover are important for İHLAS Gayrimenkul.

It is seen that the receivable turnover rate of İHLAS Gayrimenkul is far below the average and the receivable collection periods are 1035 days in 2019, 451 days in 2020 and 171 days in 2021. In fact, it is seen that the rate of increase in receivables is 7%, but sales increased by 145% in 2020 and 182% in 2021. This resulted in an increase in the receivables turnover rate. Moreover, considering that İHLGM's current asset share in assets is high, it can be said that this is positive.

While the inventory turnover rate of İHLAS Gayrimenkul was below 1 in 2019 and 2020, it increased to 2.56 in 2021. The increase in the inventory turnover rate of İHLAS Gayrimenkul is due to the continuous increase in the cost of goods sold by 147% by 2020 and by 190% by 2021. While the stocks of İHLAS Gayrimenkul increased slightly in 2020, they decreased by 36% in 2021. This reduced the day of stock's sale at İHLAS Gayrimenkul from 1567 days in 2019, to 641 days in 2020 and to 140 days in 2021.

The other way of efficiency measure is the asset turnover rate. İHLAS Gayrimenkul, Yeşil Yapı, KUYAŞ Yatırım and ENKA İnşaat stated that between 2019/2021, especially approaching to 2021, net sales increased by approximately 100% or above, but the asset turnover increase is not sufficient. The reason for the insufficiency is the asset amounts are much higher than the net sales amounts. In EDIP Gayrimenkul and DAP Gayrimenkul, on the other hand, assets turnover ratio is decreasing since the increase in assets is much higher than the net sales, especially in 2021.

The short-term financial risks of real estate companies, their financial structures and how efficiently they work, and sell have been revealed, but it is useful to analyze the profit of the company too. For this reason, it is useful to look at profitability ratios and therefore to examine sales profitability, return on equity and return on assets.

Looking at the averages of the real estate companies, it is seen that the net sales profitability was negative in 2019 and 2020 but increased to 0.31 in 2021. It is seen that the return on equity is negative, but it came to 0.46 in 2021, but it should be reminded that this is due to the lack of equity.

Among the real estate companies that make up these averages we mentioned, one of the best is Yeşil Yapı real estate company. Net sales profitability was -24.93 in 2019, 0.58 in 2020 and 1.89 in 2021. In other words, the net profit of Yeşil Yapı in 2021 is above net sales. A similar situation is also valid for KUYAŞ investment, the profitability of sales increased from - 1.43 in 2019 to 1.48 in 2020 and to 1.77 in 2021. In other words, we can say that KUYAŞ made a net profit above the net sales for the investment. As a matter of fact, the income from investment activities in Yeşil Yapı was 46,850,625 TL in 2021, while in KUYAŞ investment, 110,291,128 TL income is seen with income from investment activities. It can be said that the equity of both real estate companies is sufficient, so their return on equity can be examined. It

is seen that the return on equity of KUYAŞ Yatırım and Yeşil Yapı changed from negative to positive in 2019, while KUYAŞ Investment was 0.45 in 2021, while Yeşil Yapı was 0.08 in 2021.

In terms of return on assets, it is seen that KUYAŞ investment and Yeşil Yapı changed from negative to positive and in 2021 it is 0.30 for KUYAŞ investment and 0.04 for Yeşil Yapı. This shows that the profitability of both companies is positive.

Another company among the profitability ratios is EDIP Gayrimenkul. EDIP Gayrimenkul is a company with negative capital, as it has made great losses between 2019/2021 and therefore has made losses above its equity capital. Therefore, it is seen that net sales and return on assets are negative. Only the return on equity changed from negative to positive and became 1.67. However, it is useful to say that this situation occurs because of the negative equity.