



**Rusya-Ukrayna Savaşının Borsa İstanbul'da İşlem Gören Savunma Sanayi
Şirketlerinin Finansal Performansına Etkileri**

Sümeyye Özgan

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir 2025

**Rusya-Ukrayna Savaşının Borsa İstanbul'da İşlem Gören Savunma Sanayi
Şirketlerinin Finansal Performansına Etkileri**

Sümeyye Özgan

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İşletme Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Fatih Temizel

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

Temmuz 2025

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Sümeyye Özgan'ın "Rusya-Ukrayna Savaşının Borsa İstanbul'da İşlem Gören Savunma Sanayi Şirketlerinin Finansal Performansına Etkileri" başlıklı tezi .../.../20.. tarihinde aşağıdaki jüri tarafından değerlendirilerek "Anadolu Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği'nin ilgili maddeler uyarınca, İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

	Unvanı Adı Soyadı	İmza
Üye (Tez Danışmanı)	:	
Üye	:	
Üye	:	
Üye	:	
Üye	:	

Enstitü Müdürü

ÖZET

Rusya-Ukrayna Savaşının Borsa İstanbul’da İşlem Gören Savunma Sanayi Şirketlerinin Finansal Performansına Etkileri

Sümeyye ÖZGAN

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Temmuz 2025

Danışman: Prof. Dr. Fatih Temizel

24 Şubat 2022’de, Rusya’nın Ukrayna’ya geniş çaplı bir askeri saldırı başlatmasıyla meydana gelen Rusya-Ukrayna savaşı, hem küresel piyasalarda hem de Türkiye borsasındaki şirketlere çeşitli etkileri olmuştur. Bu çalışmada, BİST’ de işlem gören savunma sanayi şirketlerinin finansal performanslarının savaş öncesi ve sonrası dönemde nasıl etkilendiği, dönemler kıyaslandığında ne tür farklılıklar gösterdiğini araştırılmıştır. Bu problemler çerçevesinde, “Şirketlerin karlılık oranları, gelirleri, giderleri ve diğer finansal göstergeleri nasıl farklılık göstermektedir?” sorusuna yanıt aramaktadır.

Çalışmanın amacı, savaşı öncesi ve sonrası dönemdeki farklılıklarını analiz etmek olduğundan, finansal veri setleri üzerinden Rusya-Ukrayna savaşı öncesi ve sonrası dönemleri kapsayacak şekilde iki temel dönem belirlenerek karşılaştırmalı analizleri yapılacaktır. Bu araştırmanın özgün değeri, küresel bir çatışmanın yerel piyasalar üzerindeki ekonomik etkilerini incelemek için önemli bilgiler sunmayı hedeflemekte ve BİST savunma sanayi şirketlerinin savaş gibi büyük bir krizden nasıl etkilendiğini ve finansal performanslarındaki değişikliklerin genel trendini açıklamayı amaçlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Savunma Sanayi, Finansal Tablo Analizi, Rusya-Ukrayna Savaşı

ABSTRACT

The Effects of the Russia-Ukraine War on the Financial Performance of Defense Industry Companies Listed on Borsa Istanbul

Department of Business Administration

Anadolu University Graduate Education Institute, July 2025

Advisor: Prof. Dr. Fatih Temizel

Sümeyye ÖZGAN

The Russia-Ukraine war began on February 24, 2022, when Russia launched a large-scale military attack on Ukraine. This war had various effects on global markets and on companies in the Turkish stock exchange. This study looks at how the war changed the financial performance of defense companies in the BIST index. It compares the periods before and after the war. The main question is: "How did the companies' profits, income, expenses, and other financial ratio change after the war?"

The aim of the study is to analyze the differences before and after the war, and therefore, two main periods will be defined to cover the periods before and after the Russia-Ukraine war using financial data sets for a comparative analysis. The original value of this research aims to provide significant insights into examining the economic impacts of a global conflict on local markets, and it seeks to explain how BIST defense industry companies are affected by a major crisis like war and the general trend of changes in their financial performance.

Keywords: Defense Industry, Financial Statement Analysis, Russia-Ukraine War

../01/2025

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programı” ile tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

Sümeyye ÖZGAN

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	v
TABLO DİZİNİ	viii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: “SAVUNMA SANAYİ”	5
1.1. Savunma Sanayi Tanımı	5
1.2. Savunma Sanayinin Gelişimi	7
1.3. Dünya’da Savunma Sanayi Sektörü	8
1.4. Türkiye’de Savunma Sanayi Sektörü	9
1.5. Savaşların Savunma Sanayisine Etkisi	10
1.6. Rusya-Ukrayna Savaşının Etkilerini İnceleyen Çalışmalar	11
İKİNCİ BÖLÜM : FİNANSAL ANALİZ	15
2.1. Finansal Tablolar Analizinin Tanımı, Kapsamı ve Amaçları.....	15
2.2. Finansal Tabloların Analizinde Kullanılan Yöntemler	16
2.2.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)	16
2.2.2. Yüzde Yöntemi İle Analiz (Dikey Analiz).....	17
2.2.3. Trend Analizi.....	18
2.2.4. Oran Yöntemi ile Analiz (Rasyo Analizi)	19
2.2.5. Finansal Analizde Kullanılan Oran Türleri.....	19
2.3. ŞİRKETLERİN GENEL BİLGİLERİ	25
2.3.1. ASELSAN	25
2.3.2. OTOKAR	26
2.3.3. PAPILON	27
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: Araştırmanın Tanımı ve Önemi.....	27
3.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi	28
3.2. Araştırmanın Kısıtları.....	28
3.3. Araştırmanın Bulguları.....	29
3.3.1. ASELSAN	29
3.3.1.1. Yatay Analiz	29
3.3.1.2. Dikey Analizi	34
3.3.1.3. Oran Analizi	37
3.3.2. OTOKAR.....	42
3.3.2.1. Yatay Analizi	42

3.3.2.2. Dikey Analizi	47
3.3.2.3. Oran Analizi	50
<u>3.3.3. PAPILON</u>	56
3.3.3.1. Yatay Analizi	56
3.3.3.2. Dikey Analizi	60
3.3.3.3. Oran Analizi	63
BULGULAR ve YORUM	68
SONUÇ ve ÖNERİLER	79
KAYNAKÇA	81



TABLO DİZİNİ

Tablo 1. Bilanço Yatay Analiz Sonuçları	29
Tablo 2. Gelir Tablosu Yatay Analizi Sonuçları	33
Tablo 3. Bilanço Dikey Analizi Sonuçları	34
Tablo 4. Gelir Tablosu Dikey Analizi Sonuçları	36
Tablo 5. Likidite Oranları Sonuçları	37
Tablo 6. Finansal Yapı Oranları	38
Tablo 7. Faaliyet Oranları Sonuçları	39
Tablo 8. Karlılık Oranları	40
Tablo 9. Sermaye Piyasası Performans Oranları	41
Tablo 10. Bilanço Yatay Analizi Sonuçları	42
Tablo 11. Gelir Tablosu Yatay Analizi Sonuçları	45
Tablo 12. Bilanço Dikey Analizi Sonuçları	47
Tablo 13. Gelir Tablosu Dikey Analiz Sonuçları	49
Tablo 14. Likidite Oranları	50
Tablo 15. Mali Yapı Oranları Sonuçları	51
Tablo 16. Faaliyet Oranı Sonuçları	52
Tablo 17. Karlılık Oranları Sonuçları	53
Tablo 18. Sermaye Piyasası Performans Oranları Sonuçları	54
Tablo 19. Bilanço Yatay Analizi Sonuçları	56
Tablo 20. Gelir Tablosu Yatay Analizi Sonuçları	58
Tablo 21. Bilanço Dikey Analizi Sonuçları	60
Tablo 22. Gelir Tablosu Dikey Analiz Sonuçları	62
Tablo 23. Likidite Oranları Sonuçları	63
Tablo 24. Mali Yapı Oranları Sonuçları	64
Tablo 25. Faaliyet Oranları Sonuçları	65
Tablo 26. Karlılık Oranları Sonuçları	66
Tablo 27. Değerleme Çarpanları Sonucu	67

GİRİŞ

Rusya ve Ukrayna arasındaki kriz, Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından ortaya çıkan ve giderek karmaşıklaşan politik, ekonomik ve sosyal dinamiklerin bir sonucudur. 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılması, Ukrayna'nın bağımsızlığını kazanmasına yol açmış ve bu durum, iki ülke arasındaki ilişkilerin yeni bir çerçevede şekillenmesine neden olmuştur. Rusya, Ukrayna'yı kendi etki alanında tutma eğilimindeyken, Ukrayna ise bağımsız bir politika izleme arayışına girmiştir.

Kırım yarımadasının tarihsel, kültürel ve stratejik önemi, iki ülke arasında uzun süredir devam eden bir başka gerilim kaynağıdır. 1954 yılında Sovyet liderliği tarafından Ukrayna'ya devredilen Kırım, Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından Ukrayna'nın parçası olarak kalmış, ancak Rusya tarafından her zaman stratejik bir bölge olarak görülmüştür.

Enerji politikaları da Rusya-Ukrayna ilişkilerinde belirleyici bir faktör olmuştur. Rusya'nın Avrupa'ya doğal gaz sevkiyatı büyük oranda Ukrayna toprakları üzerinden gerçekleşmekte olup, bu bağımlılık iki ülke arasında çeşitli anlaşmazlıklara yol açmıştır.

2013 yılında başlayan EuroMaidan protestoları, Ukrayna'nın Avrupa ile entegrasyon sürecine yönelik halk taleplerinin ve buna karşı direncin bir yansıması olarak önemli bir dönüm noktası teşkil etmiştir. 2014 yılında protestoların neticesinde Rusya yanlısı Cumhurbaşkanı Viktor Yanukoviç'in devrilmesi, Rusya tarafından bir tehdit olarak algılanmış ve batı yanlısı politikaların benimsenmesine yönelik tepkileri körüklemiştir.

Buna karşılık, 2014 yılında Rusya'nın Kırım'ı ilhak etmesi, uluslararası hukuka aykırı bir eylem olarak görülmüş ve geniş çapta kınanmıştır. Bu durum, Ukrayna'nın doğusunda, Donbas bölgesinde çatışmaların başlamasına ve Rusya yanlısı ayrılıkçı hareketlerin güç kazanmasına zemin hazırlamıştır. Tüm bu dinamikler, iki ülke arasındaki çatışmanın tarihsel ve güncel boyutlarını oluşturmakta ve mevcut kriz ortamının süregelmesini beslemektedir.

21 Şubat 2022 tarihinde Rusya'nın, Ukrayna'nın doğusunda yer alan Donetsk ve Luhansk bölgelerini bağımsız yapılar olarak tanıması ve bu bölgelere “barış gücü” adı ile askeri birlikler göndermesi, Rusya-Ukrayna krizini daha da derinleştirmiştir. Bu kriz, uluslararası toplumda geniş bir yankı uyandırarak, dünya liderleri tarafından bir savaşın başlangıcı olarak nitelendirilmiştir. Söz konusu gelişmelerin ardından, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği ülkeleri, Rusya'ya yönelik kapsamlı ekonomik yaptırımlar uygulamaya başlamıştır.

Uygulanan yaptırımlar arasında, Rusya Merkez Bankası'na ait bazı varlıkların dondurulması, Rus bankalarının SWIFT ödeme sisteminden çıkarılması ve çeşitli ticari kısıtlamalar yer almıştır. Ukrayna'nın AB ülkeleri için jeopolitik ve stratejik önem taşıması nedeni ile Avrupa Birliği ülkeleri bu süreçte Ukrayna'ya siyasi, ekonomik ve askeri olarak destek sağlamıştır. AB, Ukrayna'nın Rusya tarafından işgal edilmesini, Avrupa'nın güvenliği ve bölgesel istikrar açısından ciddi bir tehdit olarak algılamıştır.

Rusya ekonomisi, Avrupa ekonomileriyle entegre bir yapıya sahiptir. Bu nedenle, uygulanan ekonomik yaptırımların hem Rus ekonomisi hem de Batı ülkelerinin ekonomik istikrarı üzerinde olumsuz etkiler yaratması kaçınılmaz olmuştur. 2020 itibarıyla Rusya'nın toplam küresel mal ticaretinin %37,3'ü AB ile gerçekleşmiştir ve bu durum, AB'yi Rusya'nın en büyük ticaret ortağı konumuna taşımaktadır (European Commission, 2024). Avrupa, Rusya'nın en büyük doğalgaz müşterisi olduğundan, Rusya'nın Avrupa'ya gaz sevkiyatlarını kısması, doğalgaz fiyatlarını büyük ölçüde artırmıştır.

Savaşın başlaması, küresel enflasyonu tetiklemiş ve merkez bankalarının faiz politikalarında değişikliklere yol açmıştır. 2022 yılında dünya genelinde enflasyon, özellikle gelişmiş ekonomilerde yüksek seviyelere ulaşmıştır. IMF'nin tahminlerine göre, 2022 yılı itibarıyla küresel enflasyon oranı %8,8 olarak gerçekleşmiş, 2023 yılı için bu oran %7,0 olarak öngörülmüştür. Bu durum, birçok merkez bankasının faiz oranlarını artırmasına neden olmuştur. (International Monetary Fund, 2023)

Savaş, küresel ticaretin normal işleyişini de bozmuştur. Dünya Ticaret Örgütü (WTO), 2022 yılında küresel ticaret büyümesinin %3,5 oranında gerçekleşmesini beklerken, savaşın etkileri nedeniyle bu oran %1,7'ye gerilemiştir. Bu da küresel tedarik

zincirlerinde aksamalara yol açmış ve küresel ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. (World Economic Forum, 2023)

Türkiye hem Rusya hem de Ukrayna ile önemli ticaret ilişkilerine sahiptir. Rusya, Türkiye'nin önemli enerji tedarikçisinin yanı sıra, başta otomotiv, demir-çelik, kimya ve inşaat sektörlerinde de önemli bir ticaret ortağıdır. Ukrayna ise Türkiye için önemli bir tarım ürünü tedarikçisidir.

Rusya-Ukrayna Savaşı, Türkiye'nin yüksek enflasyon oranları üzerindeki etkisini derinleştirmiştir. 2022 yılı itibarıyla Türkiye'de yıllık enflasyon oranı %85'e ulaşmış, bu oran 1990'lı yılların başından bu yana en yüksek seviyeye çıkmıştır. Türkiye'nin savaş nedeniyle oluşan dış ticaret açıkları, cari açığının büyümesine yol açmış ve dış borç yükü üzerinde baskı oluşturmuştur. 2022 yılı itibarıyla TL, USD ve EUR karşısında %40-50 arasında değer kaybı yaşamıştır.

Savaşın başlaması, küresel piyasalarda yüksek derecede belirsizlik yaratmış ve yatırımcıları tedirgin etmiştir. Savaşın başlangıcında, özellikle Avrupa ve Asya borsalarında ciddi değer kayıpları yaşanmıştır. Borsa İstanbul'da, dünya borsalarındaki bu dalgalanmalardan etkilenmiştir. Ancak, gelişmekte olan piyasa olması nedeniyle, bu etkiler farklı boyutlarda ve dinamiklerde gerçekleşmiştir. Borsa İstanbul'da da savaşın etkileri sektörel bazda farklılık göstermiştir. Örneğin, enerji ve inşaat sektöründeki şirketler, artan inşaat maliyetleri ve enerji fiyatlarının yükselmesi nedeniyle olumlu etkilenirken, turizm ve havacılık sektöründeki şirketler savaşın olumsuz etkilerini daha fazla hissetmiştir. Ayrıca, savunma sanayine yönelik yatırımlar artmış ve bu alandaki şirketlerin hisseleri değer kazanmıştır.

Çalışma, devletlerin dış politika stratejilerine en çok dokunan sektörlerin başında gelen savunma sanayi sektörünün savaş dönemindeki finansal performansları ve bunlara paralel olarak sektörün reaksiyonunu anlayabilmek adına önemli ve değerli bilgiler sunma potansiyeli içermektedir.

Tez 3 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde Dünya'da ve Türkiye'de savunma sanayi sektörünün yapısı, tanımı ve tarihsel gelişimi ve özellikleri anlatılmaktadır. İkinci bölümde finansal tablolar analizi hakkında bilgi verilmekte, üçüncü bölümde ise söz konusu savunma sanayi şirketleri konsolide edilerek savaşın başlangıcı öncesi ve sonrası

dönem için performansları karşılaştırılmıştır. Çalışma, Borsa İstanbul'da yer alan BİST 100 Şirketleri üzerinde gerçekleştirilmiştir. Bu şirketlerin 2020-2023 yıllarına ait finansal verileri ve denetim raporları Kamuoyu Aydınlatma Platformu olan (kap.gov.tr)adresi üzerinden elde edilerek incelenmiş, ve finansal tablo analizi yapılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM: “SAVUNMA SANAYİ”

Bu bölümde kavramsal çerçeve olarak savunma sanayi, savunma sanayinin tarihsel gelişimi, dünya’da ve Türkiye’de savunma sanayi sektörü, savaşların savunma sanayisine etkisi ve Rusya-Ukrayna Savaşı hakkında bilgi verilmesi amaçlanmıştır.

1.1. Savunma Sanayi Tanımı

"Savunma sanayi" terimi, organize bir şekilde askeri teçhizat, silahlar, mühimmat ve savunma sistemlerinin üretimini ifade etmektedir. Bu kavram, modern anlamda 18. ve 19. yüzyılda sanayi devriminin etkisiyle ortaya çıkmıştır.

Savunma sanayisi; bir ülkenin savunma sistemleri için gereksinim duyduğu her nevi savunma araç ve gereçlerinin imalatı ile verilecek hizmetlerin tasarlanması ve tüm sanayiye yönelik iş kollarını bünyesine alan bir yapılandırma. (Ülger, 1997)

Savunma sanayisi, savaş araç ve vasıtalarının bütününün imalatını amaç edinen, ülke sınırları dâhilindeki tüm sanayi kuruluşlarının birbirleri ile bağlantılı bir şekilde faaliyet göstermesinin önemli olduğu ve bu bağlantıların yetenek ve imkânlarını kullanan sanayi organizasyonudur. ((Makine ve Kimya Endüstrisi Kurumu, 1978)

Genel sanayiden soyutlanamayan savunma sanayisi, ülke savunması bakımından gereksinim duyulan her türlü mühimmat, silah, teçhizat ve aracın imal edilmesi ve bakımını üstlenmekle beraber imalat sanayisinin genellikle bütün bölümlerinde bulunan bir sanayi dalı olarak adlandırılmaktadır (Alınak, 2001)

Savunma sanayi, modern devletlerin askeri yetenekleri, ulusal güvenlikleri ve küresel istikrar açısından hayati bir rol oynayan önemli bir sektördür. Bu alandaki teknolojik ilerlemeler ve yetenekler bir ülkenin diğerleri karşısında güçlü ve caydırıcı bir konuma gelmesine yardımcı olabilir. Nitekim caydırıcılık stratejileri, devletlerin benimsediği politikalara bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. Genellikle savunma sanayisi bu stratejilerin en etkili aracı olarak öne çıkmaktadır. Ancak savunma harcamalarının yüksek

maliyeti nedeniyle devletler, bütçelerini titizlikle yönetmeli ve stratejik önceliklerini belirlemelidir. Savunma sanayisi, teknolojik gelişmelerin yanı sıra siber güvenlik, savunma sistemleri ve askeri donanımın geliştirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Profesyonel bir yönetim ve etkili stratejik planlama, savunma sanayisinin başarılı bir şekilde faaliyet göstermesine olanak tanır. Bununla birlikte savunma harcamaları, ülkelerin egemenliklerini ve ulusal varlıklarını korumak için milli gelirlerinden ayrılan harcamaları ifade etmektedir. (Koban, 1998)

Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü'ne (SIPRI) göre, 2012 yılı askerî harcamalarının yaklaşık 1,8 trilyon dolara ulaştığını tahmin edilmektedir. (Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü, 2012)

Güncel verilere göre ise; Rusya-Ukrayna savaşı, Çin-Tayvan gerilimi ve Orta Doğu'daki çatışmalar ülkeleri savunma yatırımlarını artırmaya yönlendirmiştir. Uluslararası Stratejik Araştırmalar Enstitüsü (IISS), 2024 yılı için küresel askeri harcamaların önemli bir artış gösterdiğini rapor etmiştir. Küresel askeri harcamalar, Ukrayna'da süren savaşın etkisiyle bir önceki yıla göre yüzde 7,4 oranında artarak 2,46 trilyon dolara yükselmiştir (Uluslararası Stratejik Araştırmalar Enstitüsü, 2025).

Savunma sanayisi, çeşitli imalat sanayi sektörlerini bünyesinde bulunduran bütünleşmiş ve karmaşık bir sektör konumunda bulunup; ana kısımları aşağıda belirtilen şekilde sıralanmaktadır (Harp Akademileri Komutanlığı, 1998)

- Tanklar, zırhlı araçlar ve aksamı,
- Havacılık ve uzay sanayisi,
- Askeri elektronik ve elektromekanik sanayisi,
- Gemi inşa sanayii,
- Mühimmat, patlayıcı maddeler ve kimya sanayi,
- Motorlu araç sanayisi,
- Optik ve elektrooptik sanayisi,
- Roket ve füze sistemleri,
- Hafif ve ağır silah sanayi.

1.2. Savunma Sanayinin Gelişimi

Savunma sanayi, insanlık tarihi boyunca güvenlik ve korunma ihtiyaçlarının bir sonucu olarak doğmuş ve sürekli gelişim göstermiştir. İlkel toplumların avcılık ve savunma amacıyla taş, tahta ve kemikten silahlar yapması, bu sanayinin en erken örneklerini oluşturur. Zamanla, toplumların organize hale gelmesi ve savaşların karmaşıklaşmasıyla birlikte, savunma araçlarının üretimi de sistematik bir yapıya kavuşmuştur.

Antik çağlarda, uygarlıkların büyüklüğü ve gücü büyük ölçüde askeri kabiliyetlerine dayanıyordu. Mısır, Mezopotamya, Çin ve Roma gibi uygarlıklar, savaş arabaları, ok ve yay gibi silahları geliştirmiştir. Demirin keşfi ve işlenmesi, özellikle demir kılıçlar ve zırhların üretilmesiyle askeri teknolojiyi dönüştürmüştür. Aynı dönemde, Çin’de barutun keşfi ve ilk basit ateşli silahların geliştirilmesi, ilerleyen dönemlerde tüm dünyayı etkileyecek yeniliklerin başlangıcı olmuştur.

Orta Çağ boyunca savunma sanayi, özellikle kaleler ve kuşatma silahları etrafında şekillenmiştir. Mancınıklar, koçbaşılar ve diğer kuşatma aletleri bu dönemde önem kazanmıştır. Bunun yanı sıra zırh teknolojisi, şövalyeler için hayati bir koruma sağlamıştır. Rönesans dönemiyle birlikte, teknolojik ve bilimsel gelişmeler, savaş teknolojilerinde çığır açmıştır. Toplar ve ateşli silahların geliştirilmesi, savaşların doğasını köklü bir şekilde değiştirmiştir.

18. ve 19. yüzyıllarda yaşanan Sanayi Devrimi, savunma sanayinin sistematik ve organize bir endüstriye dönüşmesini sağlamıştır. Buhar gücü, mekanik üretim ve mühendislikteki gelişmeler, savaş gemileri, raylı sistemler ve kitlesel silah üretimini mümkün kılmıştır. Bu dönemde, ulus-devletlerin ordularını güçlendirmek için özel silah fabrikaları kurması yaygınlaşmıştır. Özellikle 19. yüzyılın sonlarında elektrik ve motorlu taşıtların keşfi, savaşlarda tanklar ve uçaklar gibi yeni unsurların ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

20. yüzyıl, savunma sanayi için bir dönüm noktası olmuştur. I. ve II. Dünya Savaşları, ülkeleri savunma teknolojisine büyük yatırımlar yapmaya zorlamış ve jet uçakları, radar sistemleri, atom bombası gibi yeniliklerin doğmasına yol açmıştır. Soğuk Savaş dönemi ise uzay teknolojisi ve balistik füze sistemlerinin geliştirilmesine

odaklanılan bir dönem olmuştur. Aynı zamanda elektronik ve bilgisayar teknolojisindeki ilerlemeler, savunma sistemlerinin otomasyonu ve hassas güdüm teknolojilerinin yaygınlaşmasını sağlamıştır.

21. yüzyılda savunma sanayi, yapay zeka, robotik, siber güvenlik ve uzay savunması gibi alanlarda büyük ilerlemeler kaydetmiştir. Modern savunma sistemleri, insansız hava araçları (İHA) ve otonom kara araçları gibi teknolojileri içermektedir. Ayrıca, ülkeler arasındaki rekabetin artması ve asimetrik tehditlerin çoğalması, savunma sanayini daha çevik ve yenilikçi çözümler üretmeye yönlendirmiştir.

Savunma sanayi, insanlık tarihinin her döneminde gelişimini sürdürmüş ve güvenlik ihtiyacına paralel olarak şekillenmiştir. Günümüzde hem ulusal hem de uluslararası güvenlik için kritik bir rol oynayan savunma sanayi, teknolojik yeniliklerle birlikte hızla değişmeye devam etmektedir.

1.3. Dünya’da Savunma Sanayi Sektörü

Savunma sanayi sektörü, dünya genelinde sürekli değişen küresel güvenlik dinamiklerine uygun olarak evrim geçiren bir alandır. Tarihsel olarak bu sektör, teknoloji alanındaki yenilikler ve stratejik gereksinimlerle şekillenmiştir. Özellikle birinci ve ikinci dünya savaşları, savunma sanayinin köklü dönüşümler yaşadığı kritik dönemler olarak kabul edilir. Bu süreçte uçaklar, tanklar ve radar sistemleri gibi ileri teknoloji ürünleri ön plana çıkmıştır. 20. yüzyılın sonlarına doğru, Soğuk Savaş dönemi süresince savunma sanayi, nükleer silahlar ve balistik füzeler gibi stratejik silah sistemlerinin geliştirilmesine yönelik önemli yatırımlar almıştır.

21. yüzyılda modern savunma sanayi, dijital teknolojilerin entegrasyonu ile dikkate değer bir evrim sürecine girmiştir. Bu bağlamda, insansız hava araçları (İHA) ve insansız kara araçları (İKA) gibi ileri teknolojilere sahip sistemler, savaş stratejileri üzerinde derin etkiler yaratmıştır. Özellikle bu sistemlerin keşif, saldırı ve istihbarat toplama gibi stratejik açıdan kritik olan görevleri etkin bir şekilde yerine getirebilme potansiyeli, savunma sanayinin önemini artırmaktadır (Bkz. Yılmaz, 2020). Böylece, dijital teknolojilerle donatılmış bu araçlar, askeri operasyonların niteliğini ve gerçekleştirilme biçimlerini yeniden tanımlamaktadır.

Savunma harcamaları, bir ülkenin ekonomik kapasitesine büyük bir etki yapar ve sanayiye istihdam yaratır. Savunma harcamalarının milli gelire oranı, ülkeler arasında değişkenlik göstermekle birlikte, savunma sanayinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini gözler önüne sermektedir (Özdemir, 2021).

Özellikle gelişmiş ülkeler, savunma sanayi aracılığıyla uluslararası ilişkilerde stratejik avantaj elde etmeye çalışmaktadır. Silah ihracatı, diplomatik ilişkilerin bir aracı haline gelmiş ve bazı ülkeler, savunma ürünlerini dış politika stratejileri için kullanmaktadır (Aydın, 2019).

Gelecekte savunma sanayinin karşılaştığı en büyük zorluklar arasında siber güvenlik tehditleri ve yapay zeka teknolojilerinin savunma sistemlerine entegrasyonu yer almaktadır. Bu alanlar, önümüzdeki yıllarda daha fazla araştırma ve yatırım gerektiren başlıca savunma alanları olacaktır (Çelik, 2022). Ayrıca, uzayda savunma teknolojilerinin gelişmesi de, zayda güvenliği sağlamak adına stratejik bir ihtiyaç haline gelmiştir (Eroğlu, 2023).

1.4. Türkiye’de Savunma Sanayi Sektörü

Türkiye’de savunma sanayii sektörü, Osmanlı döneminden günümüze kadar çeşitli evrelerden geçmiş özellikle en çok 21. yüzyılda yükseliş kaydetmiştir. Bu süreç, tarihsel bağlam, stratejik hamleler ve teknolojik atılımlarla şekillenmiştir.

Osmanlı Dönemi’nde savunma sanayii alanında özellikle Tophane-i Amire gibi merkezlerde top, tüfek ve mühimmat üretimi yapılmıştır. Ancak 19. yüzyılda sanayileşme hareketlerinin gerisinde kalması, dışa bağımlılığı artırmıştır. İlk modern tersaneler ve askeri üretim tesisleri bu dönemde kurulmuştur, ancak yetersiz teknoloji nedeniyle üretimde verimlilik düşüktür.

- 1920’ler: Yeni kurulan Cumhuriyet, askeri üretimi yerli hale getirmek için çalışmalar başlattı. Ankara’da Askeri Fabrikalar kurularak mühimmat ve silah üretimi gerçekleştirilmiştir.
- 1930’lar: Çeşitli girişimciler, yerli silah ve uçak üretimi için girişimlerde bulunmuştur. Ancak bu girişimler siyasi ve ekonomik sorunlar nedeniyle sürdürülebilir olamamıştır.

- 1940-1960: II. Dünya Savaşı sırasında Türkiye, savunma sanayinde gelişme göstermeye çalışmış, ancak bu dönemde daha çok ithalata dayalı bir model izlenmiştir.
- 1960-1980: Kıbrıs Barış Harekatı sonrası Türkiye'ye uygulanan silah ambargoları, yerli savunma sanayii ihtiyacını artırdı. Bu dönemde Aselsan ve Tuşas gibi kuruluşlar kurulmuştur.
- Modern Dönem (1985 ve Sonrası): Savunma Sanayii Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (günümüzde Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii Başkanlığı) kurularak sektörün koordinasyonu sağlanmıştır.
- 2000'ler: Milli Savunma ve Yerli Üretim politikaları öncelik kazandı. Aselsan, Roketsan, Havelsan, Tusaş ve Baykar gibi şirketler, modern teknolojiler geliştirilmiştir.

Türkiye'de savunma sanayinin organize bir sektör haline gelmesi 20. yüzyılın ortalarını bulmuştur.

1.5. Savaşların Savunma Sanayisine Etkisi

Savaşlar, savunma sanayisinin gelişimi için büyük bir zemin hazırlamaktadır. Tarihsel olarak bakıldığında, savaşların doğrudan ve dolaylı etkisiyle savunma sanayisi büyük atılımlar yapmış ve hızla ilerlemiştir. Bu etki, sadece savaşın etkisiyle ortaya çıkan ihtiyaçlardan değil, aynı zamanda savaşın ardından gelen teknolojik yeniliklerin ve stratejik değişimlerin sonucu olarak da şekillenmiştir.

Dünya savaşları, yeni silahların, araçların ve teknolojilerin geliştirilmesine olanak tanımıştır. Örneğin, I. Dünya Savaşı sırasında uçaklar ve tanklar gibi yeni savaş araçları üretilmeye başlanmış, II. Dünya Savaşı ise radar, nükleer silahlar ve balistik füzeler gibi devrim niteliğinde teknolojilerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu tür yenilikler, yalnızca savaşın devamlılığı için değil, savaş sonrası sivil sektöre de yansıyan teknolojik ilerlemelere yol açmıştır.

Savaşlar, savunma sanayisinin ihtiyaç duyduğu üretim hızını da etkilemiştir. Savaş dönemlerinde, üretim kapasitesinin artırılması, yenilikçi üretim tekniklerinin uygulanması ve yoğun bir şekilde savunma ürünleri üretilmesi gerekmiştir. Bu durum,

savunma sanayisinin verimliliğini ve kapasitesini artırmış, sanayiye yönelik inovasyonların da önünü açmıştır.

Bunun yanında, savaşlar dünya genelindeki savunma sanayisi pazarlarını da şekillendirmiştir. Savaşlar sırasında, ülkeler arasındaki silah ve ekipman talepleri artmış, bu da uluslararası ticaretin ve rekabetin büyümesine neden olmuştur. Ayrıca, savaş sonrası dönemde, silah ihracatı bir dış politika aracı olarak kullanılmaya başlanmış ve bazı ülkeler, savunma sanayisini diplomatik ilişkilerde avantaj sağlamak için bir araç olarak görmüştür.

Savaşlar, savunma sanayisinin ekonomik ve stratejik boyutlarını da etkilemiştir. Devletler, savaşlar sırasında güvenliklerini sağlamak için büyük bütçeler ayırırken, bu durum savunma sanayiinde iş gücü yaratmış ve ekonomik büyümeye katkı sağlamıştır. Savaşların getirdiği tahribatlar ve yeniden inşa süreçleri de savunma sanayisinin ekonomik gücünü pekiştiren faktörlerden biri olmuştur.

1.6. Rusya-Ukrayna Savaşının Etkilerini İnceleyen Çalışmalar

24 Şubat 2022’de başlayan Rusya-Ukrayna savaşı üzerine yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaları ve savaşa etkilerini inceleyen çalışmalar bu bölümde incelenmiştir.

Dhamame (2024) Rusya-Ukrayna Savaşı’nın ABD ekonomisi üzerindeki etkilerini incelediği makalesinde, savaşın küresel tedarik zincirlerini bozduğunu, enflasyonu artırdığını ve ABD’de para ve maliye politikalarında sıkılaşmaya yol açtığını göstermektedir. Enerji ve gıda fiyatlarındaki artış, ABD Merkez Bankası’nın faiz artırımlarına gitmesine neden olduğunu belirtmiştir. Al-Saadi, N. (2023) savaşın küresel ekonomi üzerindeki ilk aylardaki etkilerini analiz etmektedir. Savaş, enerji ve gıda fiyatlarında artışa, küresel enflasyonda yükselişe ve tedarik zincirlerinde bozulmalara yol açmıştır. Ayrıca, Batı’nın Rusya’ya uyguladığı yaptırımların küresel ekonomide dalgalanmalara neden olduğu vurgulanmaktadır.

Joshi vd. (2023) savaşın Asya-Pasifik, ABD ve Avrupa borsaları üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle incelemiş; savaşın başladığı gün ve sonrasında birçok ülkede borsa endekslerinde anlamlı negatif getiriler gözlemlenmiştir. Bounou & Yatié

(2022) Rusya-Ukrayna Savaşı'nın dünya borsalarındaki getiriler üzerindeki etkisini analiz eden bu çalışma, savaşın başladığı gün ve sonrasında küresel borsalarda olumsuz tepkiler oluştuğunu ortaya koymaktadır. Li vd. (2022) savaşın küresel finansal piyasalar üzerindeki volatilitiyi artırdığını ve özellikle Avrupa borsalarının risk yayılımında başrol oynadığını göstermektedir.

Alam vd. (2022) Rusya-Ukrayna Savaşı'nın G7 ve BRIC ülkeleri ile emtia piyasaları arasındaki dinamik ilişkileri analiz ettiği bu çalışma, savaş döneminde piyasalarda şokların ve bağlantılı risklerin arttığını bulmuştur. Izzeldin vd. (2023) savaşın küresel finansal piyasalar üzerindeki etkilerini inceleyen makalesinde, savaşın finansal piyasalarda senkronizasyonu ve volatilitiyi artırdığını göstermektedir.

Köseoğlu vd. (2023) Rusya-Ukrayna Savaşı'nın borsa endeksleri üzerindeki nedensel etkilerini analiz eden bu çalışma, savaşın özellikle gelişmekte olan ülkelerde borsa performansını olumsuz etkilediğini ortaya koymaktadır. Doğan (2022) Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin hisse getirileri üzerinde savaşın etkisini inceleyen çalışma, savaşın ilk günlerinde pozitif, sonraki günlerde ise negatif anormal getiriler oluştuğunu göstermektedir.

Ahmed vd. (2022) Avrupa borsalarında savaşın etkilerini inceleyen makalesinde, savaşın başladığı gün ve sonrasında Avrupa borsalarında anlamlı negatif getiriler oluştuğunu bulmuştur. Kamal vd. (2023) Avustralya borsası üzerinde savaşın etkisini analiz eden bu çalışma, savaşın başladığı gün negatif anormal getiriler oluştuğunu, ancak bu etkinin kısa sürede azaldığını göstermektedir. Yousaf vd. (2022) G20+ ülkelerinin borsalarının savaş haberlerine verdiği tepkileri incelediği çalışmada ise, savaşın başladığı gün ve sonrasında çoğu ülkede borsa endekslerinde olumsuz etkiler gözlemlendiğini ortaya koymaktadır. Stukalo & Simakhova (2018) Ukrayna'daki savaşın Avrupa üzerindeki sosyal ve ekonomik etkilerini inceleyen bu çalışma, savaşın bölgesel ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Havlik (2014) Ukrayna krizinin ekonomik sonuçlarını analiz eden bu rapor, savaşın Rusya ve Ukrayna ekonomilerinde büyüme kaybına ve yatırım risklerinde artışa yol açtığını belirtmektedir. Dreger vd. (2016) 2014'teki Rusya-Ukrayna çatışmasının Rus rublesi ve petrol fiyatları üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışma, yaptırımların ve petrol

fiyatlarındaki düşüşün Rus ekonomisinde ciddi değer kaybına yol açtığını göstermektedir.

Liefert vd. (2019) Rusya'nın Batı'ya uyguladığı gıda ambargosunun ve ekonomik krizin tarım ve gıda sektörüne etkilerini inceleyen bu çalışma, ambargonun gıda fiyatlarını artırdığını ve tüketimi azalttığını bulmuştur. Bluszcz & Valente (2019) Ukrayna'daki savaşın ekonomik maliyetlerini analiz eden bu çalışma, savaşın Ukrayna GSYH'sinde ciddi bir düşüşe yol açtığını göstermektedir. Nordhaus (2002) Savaşların ekonomik sonuçlarını genel olarak inceleyen bu çalışma, savaşların yüksek maliyetli olduğunu ve uzun vadede ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini vurgulamaktadır. Korovkin & Makarin (2021) 2014 Rusya-Ukrayna çatışmasının ticaret üzerindeki etkilerini analiz eden bu çalışma, savaşın iki ülke arasındaki ticaret hacmini azalttığını göstermektedir.

Tuna & Çalışkan Terzioğlu (2022) Çalışmada, jeopolitik risklerin Türkiye'de enflasyon ve döviz kuru gibi makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Sonuçlar, Rusya-Ukrayna Savaşı gibi jeopolitik risklerin özellikle enflasyon ve döviz kuru üzerinde orta ve uzun vadede belirgin etkiler yarattığını göstermektedir. Doğan (2022) Borsa İstanbul'da işlem gören 209 şirketin hisse getirileri üzerinde savaşın etkisi incelenmiştir. Savaşın ilk gününde pozitif getiriler görülse de, sonraki günlerde getirilerde anlamlı düşüşler yaşanmıştır. Savaşın finansal piyasalar üzerinde kısa vadede olumsuz etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Orhan (2022) Rusya-Ukrayna Savaşı'nın küresel ticaret ve Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Savaşın, finansal yaptırımlar, emtia fiyatlarındaki artış ve tedarik zinciri aksaklıkları yoluyla Türkiye'nin dış ticaretini ve ekonomik büyümesini olumsuz etkilediği vurgulanmıştır. Şahin & Arslan (2021) Jeopolitik risklerin Borsa İstanbul getirileri ve döviz kurları üzerindeki etkisi parametrik olmayan yöntemlerle analiz edilmiştir. Bulgular, jeopolitik risklerin hem borsa hem de döviz piyasalarında oynaklığı artırdığını göstermektedir.

Yalçınkaya (2019) Türkiye ekonomisinde küresel ekonomik, politik ve jeopolitik belirsizliklerin makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisi SVAR analiziyle incelenmiştir. Jeopolitik risklerin ekonomik büyüme ve finansal istikrar üzerinde olumsuz etkileri olduğu saptanmıştır. Özkan (2020) BRICS-T ülkelerinde jeopolitik risklerin döviz piyasalarına etkisi araştırılmıştır. Türkiye özelinde, jeopolitik risklerin döviz kuru oynaklığını ve getiri oranlarını artırdığı belirlenmiştir. Doğan & Doğan (2021) Kırılgan Beşli ülkelerinde (Hindistan, Brezilya, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) jeopolitik riskin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Sonuçlar, jeopolitik riskin büyüme üzerinde negatif ve anlamlı bir etki yarattığını göstermektedir.

Buzdağı & Özdemir (2021) Jeopolitik risk endeksinin askeri harcamalar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye’de jeopolitik riskteki artışların askeri harcamaları artırdığı tespit edilmiştir. Çalışkan vd. (2021) Petrol fiyatları ve enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisi BRICS-T ülkeleri için analiz edilmiştir. Türkiye’de jeopolitik risklerin enflasyon üzerinde asimetrik ve uzun vadeli etkileri olduğu bulunmuştur.

Mansour-Ichraieh & Zeaiter (2019) Jeopolitik risklerin Türk ekonomisi üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Rusya kaynaklı jeopolitik risklerin Türkiye’nin finansal istikrarı üzerinde önemli etkileri olduğu ortaya konmuştur. Korkmaz & Korkmaz (2022) Rusya-Ukrayna Savaşı’nın Türkiye ekonomisine olası etkileri tartışılmıştır. Savaşın, enerji, tarım, turizm ve dış ticaret gibi alanlarda Türkiye’yi kırılgan hale getirdiği vurgulanmıştır. Aksoy (2022) Savaşın Türkiye’nin dış ticareti üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Özellikle enerji ve tarım ürünlerinde ithalat bağımlılığının artması, dış ticaret açığını olumsuz etkilemiştir. Yıldırım & Yıldırım (2022) Savaşın Türkiye’nin enerji güvenliğine etkileri incelenmiştir. Türkiye’nin enerji arz güvenliğinde risklerin arttığı ve alternatif kaynak arayışlarının hızlandığı belirtilmiştir. Kılıç & Yılmaz (2022) Savaşın Türkiye’nin tarım sektörü üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Girdi maliyetlerindeki artış ve tedarik zinciri sorunları nedeniyle tarım sektöründe maliyet baskısı oluşmuştur. Demir vd. (2019) jeopolitik risklerin konaklama sektöründeki nakit varlıklar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye’de jeopolitik risklerin turizm ve konaklama sektöründe finansal kırılganlığı artırdığı tespit edilmiştir.

Aydın (2022) Rusya-Ukrayna Savaşı'nın Türkiye finansal piyasalarına etkisi analiz edilmiştir. Savaşın, borsa ve döviz piyasalarında dalgalanmayı artırdığı ve yatırımcı güvenini zayıflattığı belirlenmiştir. Kılıç (2022) Savaşın Türkiye'de enflasyon ve döviz kuru üzerindeki etkileri incelenmiştir. Enerji ve gıda fiyatlarındaki artışın enflasyonu ve döviz kurunu yukarı çektiği saptanmıştır.

Gök (2022) Savaşın Türkiye'nin turizm sektörü üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Rusya ve Ukrayna'dan gelen turist sayısındaki azalma, turizm gelirlerinde düşüşe yol açmıştır. Yılmaz (2022) Savaşın Türkiye'nin lojistik sektörü üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Tedarik zinciri aksaklıkları ve navlun maliyetlerindeki artış, lojistik sektörünü olumsuz etkilemiştir. Kılıç & Demir (2022) Savaşın Türkiye'de gıda fiyatları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Gıda ithalatında yaşanan sorunlar ve maliyet artışları, iç piyasada fiyatların yükselmesine neden olmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM : FİNANSAL ANALİZ

Bu bölümde; finansal tablo analizinin tanımı, kapsamı ve amaçlarının ardından finansal tablo analizinde kullanılan yöntemler incelenmiş ve araştırmaya konu olan şirketlerin genel bilgilerine yer verilmiştir.

2.1. Finansal Tablolar Analizinin Tanımı, Kapsamı ve Amaçları

Finansal analiz, işletme ilgililerinin amaçlarına uygun olarak, bir veya birkaç döneme ait finansal tablolarda yer alan kalemlerin gerek kendi aralarındaki gerekse bütünle olan ilişkilerinin çeşitli analiz tekniklerinden yararlanarak incelenmesi, yorumlanması ve işletmenin içinde bulunduğu koşulların da göz önünde bulundurularak değerlendirilmesidir. (Akdoğan, 2010)

Finansal tablo analizi, bir işletmenin mali durumunu, performansını ve gelecekteki potansiyelini değerlendirmek için finansal tabloların (bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu gibi) incelenmesi sürecidir. Finansal analiz geniş anlamda temel ve ek finansal tabloların analizini kapsarken; dar anlamda sadece temel mali tablolar olarak da adlandırılan bilanço ve gelir tablosu analizini kapsamaktadır. Bu sebeple yapılan analizin amacına göre analizin kapsamı farklılık gösterir.

Finansal analizin amaçlarını ise şöyle sıralayabiliriz:

- Bir işletmenin hesap dönemine ait finansal tablolarını analiz etmek, işletmenin varlık veya sermaye durumuyla işletme sonuçlarını değerlendirmeyi sağlar.
- Bir işletmenin geçmiş hesap dönemine ait finansal tablolarını analiz etmek, işletmenin gelişme seyrinin değerlendirilmesi sağlar.
- Bir işletmenin finansal tablolarını, aynı iş kolundaki işletmenin finansal tablolarının ortalama sonuçları ile karşılaştırmak, o işletmenin iş kolundaki yerini ve durumunu anlamayı sağlar.
- Kredi isteyen bir işletme ise istediği kredinin verilebilirlik durumunu ve geri ödeme durumunu analiz etmeyi sağlar.
- İşletmenin yeni yatırım ya da genişleme yatırımına karar verebilmeyi sağlar.

2.2. Finansal Tabloların Analizinde Kullanılan Yöntemler

Finansal tabloların analizinde kullanılan çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bu yöntemler, bir şirketin mali durumunu değerlendirmek, performansını izlemek ve gelecekteki finansal kararları yönlendirmek amacıyla kullanılır.

2.2.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Bu yöntem, art arda iki döneme ait analize hazır finansal tablolarda yer alan aynı tür tutarlar arasında, ilk döneme göre oluşan farkı saptamaya denir. Karşılaştırmalı tablolar analizi yöntemi, dinamik bir analiz türü olup, bu yöntemde finansal tablolardaki kalemler ve hesap grupları yıllar itibarıyla karşılaştırılmakta ve öngörülen değişiklikler incelenmektedir.

Yatay analiz yapılırken kullanılan formül:

$$\text{Değişim Yüzdesi} = (\text{Cari Dönem Değeri} - \text{Baz Dönem Değeri}) / (\text{Baz Dönem Değeri}) \times 100$$

Belirli yıllara ait tabloların tek başlarına bir işletmeyle ilgili yeterli bilgi sağlanması mümkün değildir. Bu nedenle işletmelerin belirli tarihlerdeki finansal tablolarının karşılaştırılması gerekmektedir. Karşılaştırmalı tablolar analizi işletmenin

geçmiş ve şimdiki finansal durumunu görmeye, gelecekle ilgili daha tutarlı öngörüler yapmaya olanak sağlamaktadır. Karşılaştırmalı tablolar işletmenin birden fazla dönemindeki finansal tablolarının kendi aralarında kıyaslanması sonucu elde edilmektedir. Bu tablolar farklı tarihlerdeki hesap kalemlerinin birbirine paralel ayrı kolonlarda gösterilmesiyle yapılmaktadır. Bir yılın diğer yıla göre artış ve azalış biçimindeki değişimleri bir kolonda, değişim yüzdeleri ayrı bir kolonda gösterilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015:472).

Karşılaştırmalı tablolar analizinde iki yöntem uygulanmaktadır. Birinci yöntemde birinci yılın bütün kalemleri yüz olarak alınır ve sonraki yılların artışı bu baz yıla göre bulunur. İkinci yöntemde ise her yıldaki artış veya azalışlar yüzde olarak hesaplanır, böylelikle yıllık hareketler daha yakından izlenebilmektedir (Okka, 2015:151). Karşılaştırmalı tablolarda sonuçlar değerlendirilirken artış ve azalışların söz konusu olduğu hesap kalemlerindeki değişimlerin nedenleri araştırılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015:73).

2.2.2. Yüzde Yöntemi İle Analiz (Dikey Analiz)

Yüzde yöntemi analizi ile mali tablolarda bulunan bir kalemin toplam veya grup içindeki oransal büyüklüğü incelenir.

“Analize tabi tutulacak mali tablodaki tutarlardan birinin 100 kabul edilmesi ile diğer tutarların bu bütün içindeki paylarının bulunması yöntemi” şeklinde tanımlanmaktadır (Gökçen, 2004, 19)

- Gelir Tablosu için formülü:

$$\text{Oran (\%)} = (\text{İlgili Kalem} / \text{Net Satışlar}) \times 100$$

- Bilanço için formülü:

$$\text{Oran (\%)} = (\text{İlgili Kalem} / \text{Toplam Aktif}) \times 100$$

Dönemler itibarıyla yapılan incelemeler ile işletmenin finansal durumu ve gelişimi hakkında bilgi veren bir analiz yöntemidir. Bu yöntemde işletmelerin finansal

tablolarında yer alan kalemlerinin toplam içindeki payı yüzde olarak ifade edilmektedir (Poyraz, 2008:79). Bilanço toplamı 100 kabul edilerek, her bir kalemin bilanço toplamına oranı ve toplam içindeki yüzdesi hesaplanmaktadır (Akgüç, 2013b:449).

Finansal tablo kalemlerindeki rakamların ortak bir esasa indirgenerek analiz edilmesini sağlayan yüzde yöntemiyle analiz tekniği genellikle işletmenin sektördeki diğer işletmeler ile karşılaştırılmasında yararlı bilgiler sağlamaktadır (Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2013:71).

Diğer analiz yöntemlerinde bilançodaki hesap kalemlerinin toplam içindeki nisbi değerlerini görmek mümkün değilken, yüzde yöntemiyle analizde bunu görmek mümkündür (Akgüç, 2013b:449).

2.2.3. Trend Analizi

Trend analizi, finansal tablolardaki tutarların yıllar içindeki değişimini ortaya koyar. Bu yöntemde, mali tablolarda incelenecek dönemlere ait bir yıl esas alınır. İlgili yıla ait tutarlar 100'e eşit kabul edilerek, diğer dönemlere ait değerler esas alınan yılın aynı değerleri ile karşılaştırılarak yüzde yöntemine göre oranlanır. Bu şekilde, finansal tablolarda yer alan kalemlerin dönemler arasında göstermiş olduğu artış veya azalışlar tespit edilerek, bu değişikliklerin esas alınan yıla göre oransal önemleri ortaya konulur.

$$\text{Trend Yüzdesi} = (\text{İlgili Yıl Değeri} / \text{Baz Yıl Değeri}) \times 100$$

Eğilim yüzdeleri analizi, bir işletmenin finansal durumunun iyileşip iyileşmediğinin, sabit kaldığının, geliştiğinin veya bozulduğunun ipuçlarını vermektedir (Gapenski, 2005:541). İşletmenin finansal tablolarında bir yılın temel alınarak o yıla ait finansal tablonun tüm kalemlerinin 100 kabul edilmesi, bunu izleyen dönemlerin aynı türden hesaplarının temel alınan yıldaki hesaplara göre değişim yüzdelerinin hesaplanıp yorumlanmasına dayanan bir analiz yöntemidir (Ağırbaş, 2014: 106). Temel yılı izleyen yılların bilançolarındaki aynı türden hesap kalemleri temel yıldan daha küçük değerlere sahip ise eğilim yüzdesi %100' den daha az, buna karşılık daha büyük değerlere sahip ise eğilim yüzdesi %100' den daha fazla hesaplanmaktadır (Akgüç, 2013b:455).

Yöntemin uygulanmasında önemli noktalardan biri temel alınan yılın her yönden normal değerlere sahip olmasıdır. Olağandışı faktörlerin etkili olduğu bir yılın temel yıl alınması analiz sonucunda yanıltıcı ve tutarsız bilgilerin ortaya çıkmasına neden olabilir. Eğilim yüzdelerini hesaplanmasının temel amacı birbiriyle ilişkili olan bilanço kalemlerinin gösterdiği eğilimin karşılaştırılmasıdır. Bu nedenle önemsiz bilanço kalemlerinin eğilim yüzdeleri genellikle hesaplanmamaktadır (Akgüç, 2013b:455).

2.2.4. Oran Yöntemi ile Analiz (Rasyo Analizi)

Bir işletmenin bilançosu ve gelir tablosunda zengin finansal veriler yer alsa da, yalnızca bu verileri inceleyerek finansal performans hakkında anlamlı kararlar vermek zordur (Gapenski, 2005:531). Bilanço ve gelir tablosu verilerinin birbirleriyle ilişkilendirilerek incelenmesi daha güvenilir sonuçlar vermektedir. Buna olanak sağlayan oran analizi işletmelerin finansal performansının değerlendirilmesinde en çok kullanılan ve en bilinen yöntemdir (Sarılın ve Erol, 2008:188). Oran analizi, birbiriyle ilişkili kalemlerin oranlanarak anlamlı ilişkiler ortaya konması temeline dayanan bir analiz yöntemidir (Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2013: 90). Oran analizi; kârlılık, yönetim varlıklarındaki verimlilik ve işletmenin çok fazla borcu olup olmadığı gibi işletmenin finansal nitelikleri hakkında değerli bilgiler ortaya koymaktadır. Oran analizi yapılırken işletmenin oranlarını önceki dönemlerle, rakiplerle veya sektör ortalamalarıyla sıklıkla karşılaştırılmaktadır (Schoenebeck ve Holtzman, 2013:8).

Oran analizinde genellikle son üç veya beş yılın verileri kullanılmaktadır. Enflasyonun yüksek değerlere sahip olduğu durumlarda son üç yılın verilerinin kullanılması daha güvenilirdir (Okka, 2015:125).

2.2.5. Finansal Analizde Kullanılan Oran Türleri

Likidite Oranları: Likidite, nakde çevrilme yeteneği olarak ifade edilmektedir. Nakde çevrilme yeteneğinden kasıt, işletme varlıkları arasında yer alan değerlerin paraya çevrilme hızıdır.

- Cari Oran: Şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülükleri olan cari pasiflerini ne ölçüde karşıladığını gösterir. 1’den küçük olması dönen varlıkların

kısa vadeli borçları karşılamaya yetmediği, net işletme sermayesinin eksik olduğunu gösterir.

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}$$

- Likit (Asit-Test) Oran: Stokların dönen varlıklara dahil edilmemesi durumunda kısa vadeli borçların ödenebilirliğini gösterir. 1 olması yeterli görülse bile sektör ortalamasıyla karşılaştırmak gerekir.

$$\text{Asit-Test Oranı} = (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}) / \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}$$

- Nakit Oranı: Nakit ve benzeri varlıklardan oluşan hazır değerler ile geçici yatırım amacıyla kullanılan her an pazarlanabilen menkul değerlerle kısa vadeli borçların ne ölçüde karşılandığını gösterir.

$$\text{Nakit Oranı} = \text{Nakit ve Nakit Benzerleri} / \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}$$

Faaliyet Oranları: İşletmenin varlıklarının ne derece etkin ve verimli kullanıldığını ölçen oranlardır. İşletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan mali riskleri ve işletmenin faaliyetindeki performansını analiz etmek amacı ile kullanılırlar.

- Ticari Alacak Devir Hızı ve Ortalama Tahsil Süresi: Alacak devir hızı genellikle firmanın müşterilerinden alacaklarını hangi hızda tahsil ettiğini gösterir. Alacak devir hızının artışı şirket için olumlu bir gelişmedir. Ortalama tahsil süresi ise alacakların satıştan kaç gün sonra tahsil edildiğini gösterir.

$$\text{Ticari Alacak Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Ortalama Ticari Alacaklar}$$

$$\text{Ortalama Ticari Alacaklar} = (\text{Dönem Başı Alacaklar} + \text{Dönem Sonu Alacaklar}) / 2$$

Bu oran, alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini gösterir. Yüksek olması hızlı tahsilat yapıldığını gösterir.

- Stok Devir Hızı ve Stok Elde Tutma Süresi: Stokların ne kadar sürede üretildiğini ve satıldığını gösterir. Stok devir hızının yükselmesi işletme sermayesi ihtiyacının azalmasına neden olur.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \text{Satışların Maliyeti} / \text{Ortalama Stoklar}$$

- Ticari Borç Devir Hızı ve Ticari Borç Geri Ödeme Süresi: İşletmelerin tedarikçilerine olan borçlarını yıl içinde kaç kez ödediğini gösterir. Düşükse, şirket borçlarını daha uzun vadede ödediği anlamına gelmektedir.

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı} = \text{Satışların Maliyeti} / \text{Ortalama Ticari Borçlar}$$

- Nakit Dönüşüm Süresi: Ticari alacak tahsil süresi, stok elde tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi birlikte değerlendirilip işletme sermayesine yapılan yatırımın ne kadar sürede nakde döneceği hesaplanır. Nakit dönüşüm sürenin uzaması olumsuzdur ve şirketin nakit akışının yavaş olduğuna, kaynakları etkin kullanamadığına işaret etmektedir. Nakit Dönüşüm Süresinin kısalması yani düşük olması genellikle iyi bir anlamı gelmektedir çünkü şirket, yatırımlarını daha hızlı bir şekilde nakde çevirir.

$$\text{Nakit Dönüşüm Süresi(Gün)} = \text{Stok Elde Tutma Süresi} + \text{Ortalama Tahsil Süresi} - \text{Ticari Borç Ödeme Süresi}$$

- Toplam Varlık Devir Hızı: Net satışların varlık toplamına bölünmesiyle bulunur. Satış düzeyiyle varlıklar arasındaki ilişkiyi gösterir.

$$\text{Toplam Varlık Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Toplam Varlıklar}$$

- Özsermaye Devir Hızı: Net satışların özsermaye tutarına bölünmesiyle bulunur. Satış düzeyiyle özsermaye arasındaki ilişkiyi gösterir.

$$\text{Özsermaye Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Ortalama Özsermaye}$$

Finansal (Mali) Yapı Oranları: İşletmenin kaynak yapısını ve uzun vadeli borç ödeme gücünü, finansmanda yabancı kaynaklardan yararlanma derecesini gösteren oranlardır.

- **Toplam Borç Toplam Varlık Oranı:** Varlık toplamının ne kadarının kısa ve uzun vadeli borç toplamıyla finanse edildiğini ölçer. Eğer bu oran yüksek ise şirketin varlıklarının büyük kısmını borçla finanse edildiğini gösterir bu sebeple finansal risk artar. Daha az borç ise daha sağlam sermaye yapısına dikkat çeker.

$$\text{Borç/ Varlık Oranı} = \text{Toplam Borçlar/ Toplam Varlıklar}$$

- **Toplam Borç Özsermaye Oranı:** Şirketin tüm borçlarının özsermayesi ile karşılaştırılması amacıyla kullanılır. Bu oran, şirketin özkaynaklarına kıyasla ne kadar borçla çalıştığını gösterir.

1'in altı → Borç, özkaynaklardan az → daha az risk

1'e eşit → Borç ve özkaynak eşit ağırlıkta

1'in üzeri → Borç, özkaynaklardan fazla → kaldıraç yüksek, risk artabilir

$$\text{Borç / Özsermaye Oranı} = \text{Toplam Borçlar/ Özsermaye}$$

- **Özsermaye Toplam Varlık Oranı:** Özsermayenin toplam varlıklara oranıdır. Ne kadar yüksekse şirketin iflas riski o kadar düşüktür. Şirketin toplam varlıklarının ne kadarının öz kaynakla finanse edildiğini gösterir. Şirket kendi kaynağıyla mı büyüdüğünü, yoksa borçla mı büyüdüğünü göstermektedir.

$$\text{Özsermaye / Toplam Varlık Oranı}$$

- **Toplam Finansal Borç Toplam Kaynaklar Oranı:** Kısa ve uzun vadeli finansal borçların toplam kaynaklar içindeki payını gösterir.

$$\text{Toplam Finansal Borç / Toplam Kaynaklar} = \text{Finansal Borçlar / Toplam Pasif (Kaynaklar)}$$

Düşük oran (%20-30 civarı): Finansal borçlara aşırı bağımlı olmadığı, kontrol edilebilir düzeyde olduğu anlamına gelir. Yüksek oran (%50+): Aşırı borç yükü, faiz ödeme baskısı, riskli yapı anlamına gelmektedir.

- Faiz Karşılama Oranı: İşletmelerin ödemek zorunda olduğu faiz giderlerinin şirketin faaliyeti tarafından kaç kez kazanıldığını ölçmektedir.

Faiz Karşılama Oranı= Faiz ve Vergisi Öncesi Kar(FVÖK) / Faiz Giderleri

- Özsermaye Çarpanı: İşletmenin toplam varlıklarının özsermayesinin kaç katı olduğunu göstermektedir.

Özsermaye Çarpanı= Toplam Varlıklar/ Özsermaye

Karlılık Oranları: bir işletmenin kârlılığını, yani gelirlerine kıyasla ne kadar kâr elde ettiğini gösteren finansal oranlardır. Şirketin ne kadar verimli çalıştığını ve yatırımcılar için ne kadar cazip olduğunu anlamak için kullanılır.

- Brüt Kar Marjı: Ürünlerin maliyeti çıkarıldıktan sonra satışlardan ne kadar kâr edildiğini gösterir.

Brüt Kar Marjı= (Brüt Kar/ Net Satışlar) x 100

- Faaliyet Kar Marjı: Faaliyet giderleri (personel, kira, yönetim giderleri vb.) çıkarıldıktan sonra kârlılığı gösterir.

Faaliyet Kar Marjı= (Faaliyet Karı/ Net Satışlar) x100

- Net Kar Marjı: Vergiler, faiz ve tüm giderler çıkarıldıktan sonra elde edilen kâr oranıdır. Şirketin nihai kârlılığını gösterir.

Net Kar Marjı= (Net Kar/ Net Satışlar) x100

- Toplam Varlık Karlılığı (Return on Assets - ROA): İşletmenin yapmış olduğu yatırımların ortalama olarak ne kadar faiz ve vergi öncesi kar yarattığını göstermektedir. Şirketin tüm varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir.

$$ROA = (\text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}) \times 100$$

- Özsermaye Karlılığı (Return on Equity - ROE): İşletme sahibi veya ortaklarının işletmeye sağlamış oldukları kaynaklarının verimli kullanıp kullanılmadığının ölçülmesinde kullanılmaktadır.

$$ROE = (\text{Net Kar} / \text{Özsermaye}) \times 100$$

Değerleme çarpanları: bir işletmenin veya başka bir varlığın değerini belirlemek için kullanılan finansal oranlardır. Bunlar, yatırımcıların ve finansal analistlerin şirketlerin finansal performansını değerlendirmesine ve aynı sektördeki farklı şirketleri karşılaştırmasına yardımcı olur.

- Firma Değeri/FAVÖK (EV/EBITDA) oranı, bir şirketin işletme değerini faiz, vergi, amortisman ve itfa payı öncesi kârına bölen bir finansal çarpanıdır. Daha düşük bir EV/EBITDA oranı, genellikle daha cazip bir değerlendirme olarak görülür çünkü bu, şirketin kârlılığına göre değerinin daha düşük olduğunu gösterir.
- Firma Değeri/Satışlar bir şirketin işletme değerinin yıllık satış gelirlerine oranını ifade eden bir finansal çarpanıdır. Bu oran, şirketin satışlarına göre nasıl değerlendirildiğini anlamak amacıyla kullanılır.
- Fiyat/Kazanç Oranı, bir şirketin hisse senedi fiyatının hisse başına düşen kazanca oranını belirten bir finansal çarpanıdır. Bu oran, yatırımcılar tarafından şirketin kârlılığını değerlendirmek ve hisse senedinin değerini anlamak için yaygın olarak kullanılır.

- PD/DD: bir şirketin piyasa değerinin (fiyatının) özkaynaklarının (defter değerinin) oranına karşılık gelen finansal bir ölçüttür. Bu oran, bir şirketin özkaynaklarına göre piyasa tarafından nasıl değerlendirildiğini analiz etmek amacıyla kullanılır.
- Net Finansal Borç/FAVÖK: bir şirketin finansal borçluluğunu ve borç ödeme kapasitesini değerlendirmek için kullanılan bir finansal göstergedir. Bu oran, şirketin faaliyetten elde ettiği kârla (EBITDA) borç yükünü ne kadar sürede ödeyebileceğini analiz eder.

2.3. ŞİRKETLERİN GENEL BİLGİLERİ

Bu kısımda çalışmada yer almış olan Aselsan, Otokar ve Papilon şirketlerine ait genel bilgilere yer verilmiştir.

2.3.1. ASELSAN

Aselsan, 1975 yılında Türk Silahlı Kuvvetleri'nin (TSK) savunma ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulan, Türkiye'nin en büyük savunma sanayi şirketlerinden biridir. Şirket, savunma sanayii başta olmak üzere birçok farklı alanda yüksek teknoloji ürünleri üretmekte ve bu ürünleri global pazarlara ihracatını yapmaktadır. Aselsan'ın faaliyetleri, radar sistemlerinden elektro-optik cihazlara, savunma iletişimi çözümlerinden siber güvenlik sistemlerine kadar geniş bir yelpazeye yayılmaktadır. Her yıl gelirinin önemli bir kısmını Ar-Ge faaliyetlerine yönlendiren şirket, sürekli olarak yeni nesil savunma teknolojileri geliştirmeye odaklanmaktadır. Bu yatırımlar, Aselsan'ı savunma sanayii dışında da birçok alanda önemli bir şirket haline getirmiştir.

Aselsan, uluslararası pazarda da güçlü bir varlık göstererek, Orta Doğu, Afrika, Asya ve Avrupa gibi farklı bölgelerde birçok ülkeye savunma ürünleri satmaktadır. Şirketin savunma sanayii dışındaki başarıları, uzay teknolojileri, siber güvenlik ve

havacılık sistemleri gibi alanlarda da kendini göstermektedir. Aselsan, küresel ölçekteki büyük projelerde yer almakta ve birçok uluslararası firma ile iş birlikleri yapmaktadır.

Aselsan, 1986 yılında Borsa İstanbul'da (eski adıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem görmeye başlamış. İlk yıllarda, Türkiye'nin savunma sanayii alanındaki yerli üretim ve teknolojik kapasitesinin artmasına paralel olarak Aselsan'ın borsa performansı da pozitif yönde gelişmiştir. Özellikle 1990'lı yıllarda savunma sanayii alanındaki dışa bağımlılığın azalması, Aselsan'a olan ilgiyi artırmış ve şirket, savunma sanayii sektöründeki büyümesiyle birlikte borsadaki değerini yükseltmiştir. Tarihsel olarak, ASELSAN, BIST 30, BIST 50 ve BIST 100 endekslerinde uzun süre boyunca yer almış olan önemli bir savunma sanayi şirkettir.

2.3.2. OTOKAR

1963 yılında kurulan şirket, Koç Holding ve Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı tarafından ortaklaşa sahip olunan bir girişimdir. Otokar, başlangıçta otobüs üretimiyle faaliyetlerine başlamış, zamanla üretim yelpazesi genişleterek, özellikle savunma sanayii alanında büyük bir şirket haline gelmiştir.

Otokar, savunma sanayi alanında özellikle zırhlı araçlar ve askeri taşıma araçları üretimiyle tanınmaktadır. Şirket, bu alanda yurtiçi ve yurtdışındaki pek çok ülkeye ihracat yaparak, küresel pazarda güçlü bir varlık göstermektedir. Şirket, NATO ve Birleşmiş Milletler standartlarında araçlar üreterek bu alanlarda da küresel rekabet avantajı sağlamaktadır.

60'tan fazla ülkeye ihracat yapan Otokar, Türk savunma sanayi ihracatının önemli bir payını oluşturmaktadır. 2007 yılında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmeye başlamıştır. OTOKAR, Borsa İstanbul'da BIST 100 endeksinde yer alan önemli bir şirkettir.

2.3.3. PAPILON

Papillon Savunma, 2012 yılında Türkiye merkezli olarak kurulan bir teknoloji şirkettir. Savunma sanayiinde özellikle biyometrik güvenlik çözümleri ve teknolojilerinde uzmanlaşmıştır. Şirket, entegre biyometrik tanımlama sistemleri (tek modlu veya çok modlu) üzerine çalışmalar yapmaktadır ve bu kapsamda otomatik parmak izi ve avuç içi tanıma, yüz ve iris tanıma, biyometrik iş istasyonları gibi ileri teknoloji ürünler geliştirmektedir. Ayrıca, adli cihazlar, balistik tanımlama ve sanal gerçeklik uygulamaları da ürün portföyünde yer almaktadır.

Papillon'un çalışmaları arasında, kamu güvenliği ve biyometrik sistemlerin etkin entegrasyonunu sağlayan projeler öne çıkmaktadır. Şirketin teknolojileri, suçla mücadele, sınır güvenliği ve kimlik doğrulama gibi kritik alanlarda kullanılmakta ve hükümetler, emniyet güçleri ve büyük ölçekli özel sektör kuruluşları tarafından talep görmektedir. Borsa İstanbul'a 2011 yılında halk arz ile adım atmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: Araştırmanın Tanımı ve Önemi

Borsa İstanbul'da işlem gören savunma sanayi şirketlerinin finansal tablolarını, Rusya-Ukrayna savaşının öncesi ve sonrasındaki dönemde karşılaştırmalı olarak incelemeyi amaçlayan bir çalışmadır. Savaşın başlangıcının ardından söz konusu şirketlerin mali yapılarında meydana gelen değişimleri anlamak ve değerlendirmek için finansal tablolarının temel unsurlarını kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır. Bu bağlamda, savaşın ekonomik ortamda yarattığı şokların şirketlerin finansal stratejileri, risk yönetimi ve piyasa performansları üzerindeki etkileri incelenmektedir.

Savaşın jeopolitik risklerinin şirketler ve sektörel bazda ekonomik etkileri; ekonomik şokun savunma sanayi üzerindeki yansımalarını detaylı bir şekilde incelenerek, piyasa ve yatırımcılar için önemi bulunmaya çalışılmıştır. Savunma sanayi sektörünün ekonomik sağlığı, büyüme potansiyeli ve sektörel dayanıklılığı hakkında bilgi sağlanmaktadır. Çalışma, yöneticilere finansal yapılarını güçlendirme, risklerini minimize etme ve nakit akışlarını etkin bir şekilde yönetme gibi stratejik kararlar alabilme yeteneği sağlar. Araştırma, savunma sanayi şirketlerinin finansal durumları üzerinden, Türkiye'nin makroekonomik yapısına ilişkin önemli ipuçları sağlar. Bu araştırma, sadece savunma

sanayi şirketlerinin finansal performansını anlamak için değil, aynı zamanda daha geniş bir ekonomik analiz ve stratejik yönelimler için de önemli bir kaynak teşkil etmektedir. Savaşın finansal tablolara olan etkilerinin derinlemesine incelenmesi, yatırım kararlarının daha bilinçli bir şekilde verilmesine yardımcı olurken, şirketlerin gelecekteki stratejik planlamaları için de yol gösterici olacaktır.

3.1.Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi

Araştırmanın amacı; savunma sanayi şirketlerini mali tablolarına finansal analiz tekniklerini uygulayarak finansal performansını çözümlemek ve böylece finansal analizin savunma sanayi için önemini irdelemektir. Savaşın savunma sanayi şirketlerinin finansal performansına olan etkilerini, gelirlerin, maliyetlerin, kârlılığın, borç yapıların ve diğer finansal göstergelerin zaman içindeki değişimini analiz ederek ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Finansal Analiz konusu ile ilgili uygulamalı çalışmalar incelendiğinde genelde iki veya daha fazla örnek işletmenin finansal tablolarına oran analizi veya trend analizi gibi bir tek finansal analiz tekniğinin uygulandığını ve sonuçların yorumlandığını görmekteyiz. Hâlbuki finansal analiz tekniklerinin her biri sonuçları itibarıyla birbirleriyle bağlantılı ve birbirlerini tamamlar niteliktedirler. Dolayısıyla bütün analiz tekniklerinin uygulanması ile yapılacak olan analizlerin işletmelerin finansal durumunu daha rasyonel ve doğru yansıtacağı düşünülmektedir. İlgili işletmelerin finansal tablolarına tüm temel finansal analiz teknikleri uygulanmış ve bu finansal analiz tekniklerinin sonuçları dikkate alınarak finansal durumu yorumlanmaya çalışılmıştır.

3.2. Araştırmanın Kısıtları

Bu araştırmanın ve analizin kısıtları;

- Araştırmada finansal tablolar analizi (yatay analiz, dikey analiz, oran analizi) uygulanmıştır.
- Araştırmada şirketlerin 2020 son çeyrekte 2023 son çeyreğe kadar olan finansal göstergeler alınarak analiz edilmiştir. Türkiye'de 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla

yeniden yürürlüğe giren enflasyon muhasebesi uygulaması sebebiyle araştırmanın kapsamına 2024 verileri dahil edilmemiştir.

- Örnek olay analizi kapsamında BIST endeksinde işlem gören, üç savunma sanayi şirketinin Kamuyu Aydınlatma Platformundan 2020, 2021, 2022 ve 2023 yıllarına ilişkin yıllık genel mali tabloları elde edilerek finansal analizleri yapılmıştır.
- Çalışmanın kapsamı BIST’de işlem gören savunma sanayi şirketleri ile sınırlandırılmış, savaş sonrasında halka arzı gerçekleşen savunma sanayi şirketleri araştırmanın dışında bırakılmıştır.
- Zamana dayalı ölçmede yatay analiz kullanılmıştır.

3.3.Araştırmanın Bulguları

Bu kısımda Aselsan, Otokar ve Papillon’a ait yatay, dikey ve oran analizlerinin sonuçlarına yer verilmiştir.

3.3.1. ASELSAN

Bu kısımda Aselsan için belirlenmiş olan analiz sonuçları yer almaktadır.

3.3.1.1.Yatay Analiz

Tablo 1. Aselsan Bilanço Yatay Analiz Sonuçları

Hesap Kalemi	2020-2021 Yüzde Değişim	2021-2022 Yüzde Değişim	2022-2023 Yüzde Değişim
Dönen Varlıklar	18,28%	65,26%	90,30%
Nakit ve Nakit Benzerleri	-38,94%	128,20%	16,23%
Ticari Alacaklar	37,18%	245,42%	54,16%
Stoklar	38,07%	64,85%	155,52%
Duran Varlıklar	60,26%	62,42%	105,84%
Maddi Duran Varlıklar	46,53%	84,36%	275,03%
Toplam Varlıklar	36,13%	63,84%	98,01%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35,96%	77,02%	69,23%

Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,13%	70,62%	84,02%
Ticari Borçlar	8088,75%	38284,36%	52,83%
Özkaynaklar	42,75%	54,29%	121,72%
Kar Yedekleri	73,62%	12,86%	468,90%
Toplam Kaynaklar	36,13%	63,84%	98,01%

Dönen varlıklarda her yıl artan oranlarla büyüme gözlemlenmiştir. 2020-2021 yılları arasında dönen varlıklarda %18,28'lik bir artış, 2021-2022 yılları arasında bu oranin daha belirgin bir şekilde %65,26'ya çıktığı, 2022-2023 yılları arasında ise %90.30 seviyesine yükseldiği gözlenmektedir. Bu artış, işletmenin kısa vadeli likidite kapasitesinin güçlendiğini göstermektedir. Stoklar ve ticari alacaklardaki artış, bu kalemin yükselmesinde etkili olmuştur. 2022 ve 2023 yıllarında bu artışın hız kazandığı görülmektedir. Bu durum, şirketin kısa vadeli varlık kapasitesini artırdığını ve faaliyet hacminde ciddi bir genişleme yaşandığını göstermektedir.

Nakit ve nakit benzerleri, 2020-2021 yılları arasında bu kalemden %38,94'lük bir azalma yaşanmışken, 2021-2022 yılları arasında bu azalma tersine dönmüş ve %128,20 oranında büyük bir artış gösterilmiştir. Bu durum, şirketin 2022'de likidite pozisyonunu güçlendirdiğini, mevcut piyasa koşullarına karşı hazırlıklı olmak adına nakit rezervlerini artırdığını göstermektedir. 2023'te ise nakit artışı %16 seviyesinde artmıştır.

Ticari alacaklar, şirketin satış yaptığı ancak henüz tahsil etmediği alacakları temsil eder. 2020-2021 yılları arasında ticari alacaklar %37,18 oranında artmışken, 2021-2022 yılları arasında %245,42 oranında oldukça yüksek bir artış, 2023'te ise %54,16 oranında arttığını gözlemlenmektedir. Bu oran, şirketin satışlarının önemli ölçüde arttığını ve bunun sonucunda alacaklarının büyüdüğünü göstermektedir.

Stoklar, şirketin gelecekte satmayı planladığı ürünlerin maliyetini temsil eder. Stokların artışı 2020-2021 yıllarında %38,07 oranında olmuşken, 2021-2022 yıllarında ise %64,85 oranında, 2022-2023 yıllarında %155,52 bir artış yaşanmıştır. Bu artış, şirketin daha fazla ürün stokladığını ve talep artışı yaşandığını göstermektedir.

Duran varlıklar, 2020-2021 yılları %60,26'lık bir artış yaşanmış ve bu artış 2021-2022 yıllarında yine devam ederek %62,42'lik bir artış görülmüş, 2022-2023 yıllarında ise 105,84%'lük bir artış gözlemlenmiştir. Bu, şirketin uzun vadeli yatırımlarına ağırlık verdiğini ve büyüme stratejisini sürdürülebilirlik doğrultusunda uzun vadeli varlıklar üzerine kurduğunu göstermektedir.

Maddi duran varlıklarda da benzer şekilde 2020-2021 yılları arasında %46,53'lük, 2021-2022 yılları arasında 84,36%, 2022-2023 yılları arasında 275,03% bir artış yaşanmıştır.

Kısa vadeli yükümlülükler, 2020-2021 yılları arasında bu kalem %35,96 artmışken, 2021-2022 yıllarında %77,02 gibi daha yüksek bir artış gözlemlenmiş, 2022-2023 yılları arasında %69,23 seviyesine gerilemiştir.

Uzun vadeli yükümlülükler, 2020-2021 yılları arasında %4,13'lük, 2021-2022 yılları arasında ise %70,62'lik, 2022-2023'te ise %84,02 bir değişim göstermektedir. Uzun vadeli borçların artması, şirketin finansal kaldıraç kullanma stratejisi doğrultusunda olduğunu göstermektedir.

Ticari borçlar, 2020-2021 arasında %8088,75'lik bir artış yaşanmış, ve 2021-2022 arasında %38284,36 oranında bir artış gözlemlenmiştir. 2020 yılında Covid 19 pandemisin etkisiyle Aselsan'ın net borcu 3.çeyrekte 1,3 milyar TL seviyesinden 4.çeyrekte 209 milyon TL'ye gerilemiştir. Pandemi nedeniyle yaşanan belirsizlik ve tedarik zincirindeki aksaklıklar ticari borçların artmasına sebep olmuştur.

2021 yılında Aselsan, 2.022 milyon \$ tutarında yeni sözleşme imzalamış ve toplam sipariş tutarı 8.5 milyar \$'a ulaşmıştır. Bu artış şirketin operasyonel faaliyetlerini genişletmesine ve yeni projelere yatırım yapmasına olanak sağlamıştır ve bu yatırımların finansmanı içinde ticari borçlar arttırılmıştır.

2022 yılında Aselsan'ın net borcu 7,6 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Bunun bir sebebide artan banka kredilerinden kaynaklı kur farkı zararlarıdır. Şirket 3.çeyrekte 445 milyon TL net finansman gideri kaydetmiş ve döviz kuru dalgalanmaları, özellikle döviz cinsinden borçlanma maliyetlerini arttırmıştır. (para&borsa.com, 2025)

Özkaynaklar, 2020-2021 yılları arasında %42,75 oranında bir artış gözlemlenirken, 2021-2022 yıllarında bu artış %54,29'a , 2022-2023 yıllarında %121,72'ye çıkmıştır.

Kar Yedekleri 2021'de yavaşlayan büyüme oranı, 2023'te tekrar yükselmiştir. Kar yedeklerindeki bu artış, şirketin elde ettiği kârı dağıtmak yerine rezerv olarak saklama eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Aselsan, 2020–2023 döneminde güçlü ve istikrarlı bir büyüme trendi yakalamıştır. Bu büyüme hem varlık hem de kaynak tarafında tutarlı bir şekilde gerçekleşmiştir. Ticari alacaklar ve borçlardaki artışlar takip edilmeli, likidite ve borç yönetimi açısından detaylı değerlendirmeye tabi tutulmalıdır. Özkaynaklardaki önemli artış, şirketin mali sağlamlığını artıran ve yatırımcı güvenini destekleyen bir gelişmedir.

Vadesi gelmiş yükümlülüklerin karşılanamaması, varlıklardaki artışın fonlanamaması sonucunda oluşan riskler olarak bilinen likidite riskini bertaraf etmek için Aselsan; tahmini ve fiili nakit akışlarını düzenli olarak takip etmekte ve finansal varlık ve yükümlülüklerin vadelerinin eşleştirilmesi yoluyla yeterli fonların ve borçlanma rezervlerinin devamlılığını sağlamaktadır. Gelecekte faiz oranlarında yaşanabilecek dalgalanmalar sonucunda varlıklar ve/veya yükümlülüklerde meydana gelebilecek değişikliklerden kaynaklı faiz riskini yönetebilmek adına sabit faizli işlemler yapmakta, gerek olması durumunda da finansal türev araçlardan yararlanmaktadır. (Aselsan, faaliyet raporu 2020, sayfa: 84)

Tablo 2. Aselsan Gelir Tablosu Yatay Analizi Sonuçları

Hesap Kalemi	2020-2021 Yüzde Değişim	2021-2022 Yüzde Değişim	2022-2023 Yüzde Değişim
Hasılat	25,05%	75,19%	108,59%
Satışların Maliyeti	17,31%	74,19%	127,62%
Brüt Kar	44,38%	77,22%	70,62%
Genel Yönetim Giderleri	44,16%	109,27%	181,02%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	138,60%	30,97%	64,81%
Ar-Ge Giderleri	17,75%	145,52%	223,85%
Amortisman ve İtfa Giderleri	51,38%	36,27%	477,68%
Net Dönem Karı	59,76%	-20,24%	16,11%

Hasılat, 2020-2021 yılları arasında %25,05'lik bir artış, 2021-2022 yılları arasında artış %75,19'a, 2022-2023 yıllarında ise %108,59'a çıkmıştır. Bu durum, şirketin satış hacmini önemli ölçüde artırdığını ve pazar payında genişleme sağladığını göstermektedir.

Satışların maliyeti de önemli bir artış göstermiştir. Satışların maliyeti, 2022-2023 yılları arasında hasılatın daha yüksek bir oranda artarak %127'lik bir büyümeye göstermiştir. Bu durum şirketin brüt kâr marjını baskılamaktadır.

Brüt kâr mutlak değerde artmış olsa da, hasılatındaki artıştan daha düşük bir oranda artmıştır. Bu, şirketin maliyetlerini kontrol etme kabiliyetinin zayıfladığını ve satışların maliyetlerinin daha hızlı arttığını ortaya koymaktadır. Brüt kar marjı üzerinde baskı oluşmuştur.

Genel yönetim giderleri ise 2020-2021 yıllarında %44,16'dan, 2021-2022 yıllarında 109,27'ye, 2022-2023 yıllarında ise %181,02 oranında artmıştır. Bu artış, şirketin yönetim, operasyonel süreçler veya destek hizmetlerine dair harcamalarının arttığını göstermektedir.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinde 2020-2021 arasında %138,60'lık oranında bir artış yaşanmış, ancak 2021-2022 yıllarında artış oranı %30,97'ye

düşmüştür. 2020-2021 arasındaki yüksek artış, şirketin daha fazla pazarlama harcaması yaparak pazar payını artırmaya çalıştığını, 2021-2022 arasında ise harcamaların daha kontrollü hale geldiğini göstermektedir.

Ar-Ge giderlerinde 2021-2022 yıllarında %145,52 gibi büyük bir artış yaşanmış. Bu artış, şirketin teknoloji ve yenilik geliştirmeye önem verdiğini göstermektedir.

Amortisman ve itfa giderleri kalemi incelendiğinde ise, 2022–2023 döneminde %477,68 oranında yüksek bir artış yaşadığı görülmektedir. Bu artış, şirketin sabit varlık yatırımlarında ciddi bir büyüme gerçekleştirdiğini veya mevcut varlıkların yeniden değerlemeye tabi tutulduğunu göstermektedir.

Son olarak, net dönem kârı incelendiğinde, 2020–2021 döneminde %59,76 oranında bir artış gözlemlenmişken, 2021–2022 döneminde %20,24 oranında azalmış ve 2022–2023 döneminde ise yalnızca %16,11 oranında tekrar yükseliş yaşamıştır. Bu durum, hasılat artışına rağmen artan maliyet ve giderlerin net kârlılık üzerinde baskı oluşturduğunu ortaya koymaktadır.

3.3.1.2. Dikey Analizi

Tablo 3. *Aselsan Bilanço Dikey Analizi Sonuçları*

Hesap Kalemi	2020 (%)	2021 (%)	2022 (%)	2023(%)
Dönen Varlıklar	57,43	49,96	50,38	48,41
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,97	5,37	7,48	4,39
Ticari Alacaklar	20,94	21,12	44,47	34,68
Stoklar	16,21	16,46	16,55	21,37
Duran Varlıklar	42,47	50,14	49,64	51,59
Maddi Duran Varlıklar	6,86	7,39	8,32	15,76
Toplam Varlıklar	100	100	100	100
Kısa Vadeli Yükümlülükler	36,09	36,05	39,03	33,31
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,78	8,25	8,6	7,98
Ticari Borçlar	0	0,05	12,86	9,92
Özkaynaklar	53	55,67	52,44	58,7
Kar Yedekleri	0,92	1,17	0,8	2,31
Toplam Kaynaklar	100	100	100	100

2020 yılında dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki oranında %57,43 ; 2021 yılında %49,96 ; 2022 yılında %50,38 ; 2023'te ise %48.41 oranında düşüş yaşadığı gözlenmiştir. Bu azalma, şirketin kısa vadeli varlıklarının toplam içindeki payında kademeli bir daralmaya işaret etmektedir. Bu durum, işletmenin likidite esnekliğini azaltabilir.

Nakit ve Nakit Benzerleri toplam varlıklar içindeki oranının 2020 yılında %11,97 ; 2021 yılında %5,37 ; 2022 yılında %7,48 ; 2023'te ise %4,39'dur. Şirketin likidite durumunun dalgalandığı ve nakit akışının azaldığı görülmektedir.

Ticari alacaklar, yıllar içinde artmış ve en yüksek arttığı yıl olan 2022'de %44,47'ye ulaşmış; 2023 yılında ise %34,68'e gerilemiştir. Alacaklardaki bu dalgalanma, müşterilere tanınan vadelerdeki değişimleri ya da tahsilatta dalgalanmalar yaşadığını göstermektedir.

2023 yılında Stoklar %21,37'ye yükselse de, oran genel olarak oldukça sabit kalmıştır. 2020 ve 2022 yılları arasında yıllık bazda az bir artış göstermiştir. Şirketin stok yönetiminde belirgin bir değişiklik olmamıştır.

Duran varlıkların oranı 2020'de %42,47 iken, 2021'de artarak %50,14'e çıkmış, 2022'de ise bir düşüşle %49,64 seviyelerine inmiş, ardından 2023'te ise 51,59'a çıkmıştır.

Maddi duran varlıkların oranı, yıllık bazda hep artmıştır. 2020'de 6,86 ; 2021'de %7,39 ; 2022'de 8,32; 2023'te ise %15,76'dır. Bu, şirketin sabit varlıklarına (örneğin: makineler, ekipmanlar vb.) daha fazla yatırım yaptığını göstermektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin oranı 2020 ve 2021 yıllarında neredeyse sabit kalmış, ancak 2022'de %39,03 olarak artış göstermiştir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin oranı 2020'de %10,78 iken, 2021'de %8,25'e düşüş, 2022'de ise %8,6'ya bir artış, 2023'te ise 7,98'e düşüş göstermiştir. Bu azalma eğilimi, şirketin uzun vadeli finansman kaynaklarına olan bağımlılığının azaldığını göstermektedir.

Ticari borçların oranı 2022'de belirgin bir şekilde %12,86'ya artmıştır. Bu durum, şirketin tedarikçilere olan borçlarının artırmış olduğunu göstermektedir.

Özkaynaklar; 2020'de %53, 2021'de %55,67, sadece 2022'de %52,44'e gerileyerek, 2023'te ise %58,7'ye yükselmiştir. Şirket finansal bağımsızlığını arttırmış ve borç-özsermaye dengesini güçlendirmiştir

Kar yedeklerinin oranı, 2020'de %0,92 seviyesindeyken ; 2021'de 1,17'ye yükselmiş; 2022'de 0,8'e düşerek; 2023'te ise 2,31'e yükselmiştir. Bu durum, geçmiş dönem kârlarının işletmede bırakıldığını ve özkaynakların güçlendirilmesine yönelik politika izlendiğini göstermektedir.

Genel olarak, şirketin dönen varlıklarının oranı azalmış, ancak duran varlıkların oranı artmıştır. Ticari alacaklar yüksek seviyelere çıkmış ve ticari borçlar da önemli bir artış göstermiştir. Özkaynaklar ise daha dengeli bir şekilde yönetilmiştir.

Tablo 4. Aselsan Gelir Tablosu Dikey Analizi Sonuçları

Hesap Kalemi	2020 (%)	2021 (%)	2022 (%)	2023 (%)
Hasılat	100	100	100	100
Satışların Maliyeti	71,39	67,04	66,59	72,68
Brüt Kar	28,61	32,96	33,41	27,32
Genel Yönetim Giderleri	2,48	2,86	3,42	4,6
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	1,75	3,33	2,49	1,97
Ar-Ge Giderleri	1,76	1,65	2,31	3,6
Amortisman ve İtfa Giderleri	1,77	2,14	1,67	4,62
Net Dönem Karı	27,71	35,41	16,12	8,97

Satışların maliyetinin oranı, 2020'de %71,39 iken 2021'de %67,04'e düşmüş ve 2022'de ise %66,59'a gerilemiştir. 2020 ve 2022 yılları arası değerleri, şirketin maliyetlerini daha verimli yönettiğini ve brüt kârlılığını artırabildiğini göstermektedir. Nitekim brüt kâr oranı aynı dönemde %28,61'den %33,41'e yükselmiştir.

Genel yönetim giderlerinin oranı, yıllık bazda artmıştır. 2020'de 2,48 iken ; 2021'de 2,86'ya ; 2022'de 3,42'ye ; 2023'te ise 4,6'ya yükselmiştir.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin oranı 2020’de 1,75 iken, 2021’de %3,33’e çıkmış, ancak 2022’de %2,49’a gerilemiş, 2023’te ise 1,97’ye düşmüştür.

Ar-Ge giderlerinin oranı, 2020’ de 1,76, 2021’de %1,65’e düşmüş, ancak 2022’de %2,31’e yükselmiştir, 2023’te ise 3,6’ya yükselmiştir.

Amortisman ve itfa giderlerinin oranı 2020’deki 1,77 seviyesinden, 2021’de 2,14’e yükselmiş, ancak 2022’de %1,67’ye yeniden düşüş göstermiştir. 2023’te ise 4,62 seviyesine yükselmiştir.

Net dönem karı oranı, 2020’de %27,71 iken, 2021’de artış göstererek %35,41’e çıkmış; ancak 2022’de %16,12’ye düşmüş, 2023 yılında ise 8,97’ye gerilemiştir. Faaliyet giderlerinin ve maliyetlerin artmasının yanı sıra amortisman ve Ar-Ge gibi yatırım amaçlı giderlerin de net kâr üzerinde baskı yarattığını göstermektedir.

3.3.1.3. Oran Analizi

Tablo 5. Aselsan Likidite Oranları Sonuçları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Cari Oran	1,59	1,38	1,29	1,45
Asit Test Oranı	1,14	0,93	0,87	0,81
Nakit Oranı	0,33	0,15	0,19	0,13

Aselsan için 2020 yılında cari oranın 1,59 seviyesinde, 2021’de 1,38’e gerilediğini, 2022 yani savaşın başladığı bu yılda 1,29 seviyesine gerilemeye devam ettiğini, 2023 yılına gelindiğinde ise 1,45 seviyesine yükselmiştir. Cari oranı hiç 1,0 seviyesinin altına düşmediğini bu sebeple borçları karşılayabilir durumda olduğu gözlenmektedir.

Asit-test oranına baktığımızda ise 2020 yılında 1,14 olduğunu, 2021 yılında 0,93 seviyesine, 2022’de 0,87 seviyesine, 2023’te ise 0,81 seviyesine gerilediğini görmekteyiz. 4 yıl ardı ardına düşüş yaşanmıştır. 2021 yılında asit test oranının makul seviyede olduğunu ancak 2021 itibari ile yaşanan düşüşün şirketin stokları hariç kısa vadeli borçlarını ödemekte zorlanabileceği likidite açısından risk teşkil edebileceği

gözlemlenmiştir. Firmanın likiditesinin daraldığını ve alacaklarının tahsilatında ya da nakit akışında sorun yaşanabileceğini göstermektedir.

Nakit oranının 2020’de 0,33, 2021 yılında 0,15’e gerilediğini, 2022’de 0,19’a yükselip, 2023 yılında ise 0,13 seviyesine gerilediği gözlenmiştir.

Tablo 6. Aselsan Finansal Yapı Oranları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Borç / Özkaynak Oranı	0,88	0,8	0,91	0,7
Finansman Oranı (Özkaynak / Toplam Varlık)	0,47	0,44	0,48	0,41
Özkaynak Oranı	0,53	0,56	0,52	0,59
Finansal Kaldıraç Oranı	1,88	1,8	1,91	1,7
Maddi Duran Varlıklar / Özkaynak Oranı	0,13	0,13	0,16	0,27
Duran Varlıklar / Devamlı Sermaye Oranı	0,67	0,76	0,74	0,72
Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranı	0,64	0,66	0,68	0,67

Borç/Özkaynak oranı 2020 ve 2021 yıllarında 0,80 seviyesinde iken, 2022 yılında ise 0,91 seviyesine yükselerek, 2023 yılında ise 0,7 seviyesine gerilemiştir.

Finansman oranı 2020 yılında 0,47, 2021 yılında 0,44 seviyesine, 2022 yılında 0,48, 2023 yılında ise 0,41 seviyesindedir.

Özkaynak oranı 2020 yılında 0,53, 2021 yılında 0,56 seviyesine yükselerek, 2022 yılında 0,51 seviyesine düşerek, 2023 yılında ise 0,59 seviyesine yükselmiştir.

Finansal Kaldıraç oranının 2020 ve 2021’de 1,80 seviyelerinde 2022’de 1,91 seviyesine yükselerek, 2023’te 1,7 seviyesine gerilemiştir.

Maddi Duran Varlıklar/ Özkaynaklar oranının 2020 ve 2021 yıllarında 0,13, 2022 yılında 0,16, 2023 yılında ise 0,27 seviyesine yükselmiştir.

Duran Varlıklar/ Devamlı Sermaye Oranı ise 2020’de 0,67 iken, 2021’de 0,76 seviyesine yükselmiş, 2022’de 0,74 seviyesine gerilemiş, 2023 yılında ise 0,72 seviyesine gerilemeye devam etmiştir.

Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranının 2020 yılında 0,64 değerinde, 2021’de 0,66’ya yükseldiğini, 2022’de 0,68’e yükseldiğini, 2023’te ise 0,67 seviyesine düşmüştür.

Tablo 7. Aselsan Faaliyet Oranları Sonuçları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Stok Devir Hızı	2,08	1,77	1,87	1,66
Stok Devir Günü	173,21	203,86	192,92	216,56
Alacak Devir Hızı	2,25	2,05	1,04	1,41
Alacak Devir Günü	159,75	175,24	345,52	255,36
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	2,21	3,13	4,08	3,24
Net İşletme Sermayesi Devir Günü	162,61	114,86	88,24	111,07
Borç Devir Hızı	36975,69	529,71	2,40	3,58
Borç Ödeme Süresi	0,01	0,68	149,76	100,55
Faaliyet Döngüsü	332,95	378,42	388,68	371,38

2020 yılında Stok Devir Hızının 2,08, 2021 yılında 1,77 2022 yılında 1,87 2023 yılında ise 1,66 olduğu gözlemlenmiştir.

2020 yılında Stok Devir Günü 173 gün 2021 yılında 203 gün, 2022 yılında 192, 2023’te ise 216 gün olarak yer almaktadır.

Alacak Devir Hızı, 2020 yılında 2,25, 2021 yılında 2,05, 2022 yılında 1,04, 2023 yılında ise 1,41 olduğu gözlemlenmiştir.

Alacak Devir Gününün 2020’de 159 gün, 2021’de 175 gün, 2022 de 345 güne yükselmiştir, 2023’te ise 255 güne düşmüştür.

Net İşletme Sermayesi Devir Hızı, 2020 yılında 2,21, 2021 yılında 3,13, 2022 yılında ise 4,08 2023 yılında ise 3,24 olarak belirlenmiştir.

Net İşletme Sermayesi Devir Günü, 2020 yılında 162 gün, 2021 yılında 114 gün, 2022 yılında 88’e düşerek, 2023’te ise 111 güne yükselmiştir.

Borç Devir Hızı, 2020 yılında 36975,69, 2021 yılında 529, 2022 yılında 2,40'a gerilemiş, 2023 yılında ise 3,58'e yükselmiştir.

Borç Ödeme Süresi, 2020 yılında 0,01 gün, 2021 0,68'den 2022 yılında 149,76'ya çıkmış, 2023'te ise 100,55'e düşmüştür.

Faaliyet Döngüsü, 2020 yılında 332,95, 2021 yılında 378,42, 2022 yılında 388,68, 2023'te ise 371,38'e gerilemiştir.

Tablo 8. Aselsan Karlılık Oranları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Brüt Kar Marjı	28,59%	33,02%	33,40%	27,32%
Net Kar Marjı	27,70%	35,39%	16,11%	8,97%
FVÖK (EBIT) Marjı	20,84%	23,03%	23,51%	12,53%
FAVÖK (EBITDA) Marjı	24,39%	27,32%	26,85%	21,78%
Özsermaye Karlılığı (ROE)	0,28	0,98	17,31%	10,29%
Aktif Karlılık (ROA)	0,26	0,18	9,29%	10,29%

Brüt kar marjı, şirketin satışlardan elde ettiği gelirle, doğrudan maliyetler arasındaki farkı gösterir. 2020'den 2021'e kadar olan dönemde brüt kar marjı %28,59'dan %33,02'ye çıkmış, 2022'de 33,40'tan 2023'te 27,32'ye gerilemiştir.

Net kar marjı, şirketin net karının, toplam satışlarına oranını gösterir. Net kar marjı 2020'de %27,70 iken, 2021'de %35,39'a yükselmiş, 2022'de 16,11'den 2023'te ise 8,97'ye gerilemiştir.

FVÖK (EBIT) marjı, şirketin faaliyetlerinden elde ettiği karın, toplam gelire oranını gösterir. 2020'de %20,84 olan EBIT marjı, 2021'de %23,03'e çıkmış, 2022'de 23,52 seyrinden 2023'te 12,53'e gerilemiştir.

FAVÖK (EBITDA) marjı, şirketin faaliyet karından önceki amortisman, faiz ve vergi gibi kalemlerin çıkarılmadan elde edilen karın marjıdır. Bu oran, 2020'de %24,39 iken 2021'de %27,32'ye yükselmiş, 2022 yılında 26,85'ten 2023 yılında 21,78'e gerilemiştir.

Özsermaye karlılığı (Return on Equity, ROE), şirketin özkaynaklarını kullanarak ne kadar kar elde ettiğini gösterir. 2020'de ROE oranı %28, 2021'de ise %98 olmuştur. 2022'de 17,31'e yükselerek 2023 yılında ise 10,29'a gerilemiştir.

Aktif karlılık (Return on Assets, ROA), şirketin toplam varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir. 2020'de 0,26 olan ROA, 2021'de 0,18 oranına düşmüştür. 2022'de %9,27 iken 2023'te 10,29'a yükselmiştir.

Tablo 9. Sermaye Piyasası Performans Oranları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Firma Değeri/FAVÖK	1,96	2,54	7,55	13,24
Firma Değeri/Satışlar	0,48	0,69	2,03	2,88
Fiyat/Kazanç (F/K)	1,77	1,55	12,42	31,02
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0,44	0,43	1,77	2,32
Net Finansal Borç/FAVÖK	0,99	0,98	1,14	1,24

Firma Değeri/FAVÖK oranı, 2020 yılında 1,96 seviyesindeyken, 2021 yılında 2,54'e yükselmiş, 2022 yılında ise keskin bir artışla 7,55'e ulaşmıştır. 2023 yılında bu oran 13,24 seviyesine çıkmıştır.

Firma Değeri/Satışlar oranı da benzer bir eğilim izleyerek 2020 yılında 0,48 seviyesindeyken, 2021'de 0,69'a, 2022'de 2,03'e ve 2023'te 2,88 seviyesine yükselmiştir.

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, 2020 yılında 1,77 olan bu oran, 2021'de 1,55'e gerilemiş; ancak 2022'de 12,42'ye ve 2023'te 31,02'ye ulaşarak önemli bir artış göstermiştir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 0,44 ve 0,43 seviyelerinde seyretmiş olup şirketin defter değerinin altında fiyatlandığını göstermektedir. Ancak 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 1,77 ve 2,32 seviyelerine yükselerek, şirketin piyasa değerinin artık defter değerinin üzerine çıktığını ortaya koymaktadır.

3.3.2. OTOKAR

Bu kısımda Otokar şirketine ait yatay, dikey ve oran analizi sonuçları yer almaktadır.

3.3.2.1. Yatay Analizi

Tablo 10. Otokar Bilanço Yatay Analizi Sonuçları

Hesap Kalemi	2020-2021 Yüzde Değişim	2021-2022 Yüzde Değişim	2022-2023 Yüzde Değişim
Dönen Varlıklar	24,60%	167,95%	127,01%
Nakit ve Nakit Benzerleri	24,63%	159,20%	308,96%
Ticari Alacaklar	23,03%	160,72%	102,48%
Stoklar	6,80%	171,39%	91,94%
Duran Varlıklar	75,58%	-63,93%	1046,40%
Maddi Duran Varlıklar	74,75%	82,34%	314,37%
Toplam Varlıklar	38,19%	89,40%	186,37%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	34,12%	250,52%	109,09%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	36,70%	25,04%	59,54%
Ticari Borçlar	58,75%	299,60%	84,88%
Özkaynaklar	48,56%	40,52%	294,75%
Kar Yedekleri	42,58%	37,35%	420,85%
Toplam Kaynaklar	38,19%	89,40%	186,37%

Dönen Varlıklarda 2020 yılı itibarıyla 3.18 milyar TL olan dönen varlıklar, 2021 yılında %24.60 artarak 3.96 milyar TL'ye çıkmıştır. 2021-2022 döneminde ise dönen varlıklar %167.95 oranında bir artış göstermiş ve 10.61 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2022-2023 döneminde ise %127,01'lik bir artış gözlemlenmiştir.

Nakit ve Nakit Benzerleri: Nakit ve nakit benzerleri, 2021 yılında %24.63 artarak 644.86 milyon TL'ye yükselmiştir. 2021-2022 döneminde ise nakit ve nakit benzerleri %159.20 oranında bir artış göstererek 1.67 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2022-2023 yıllarında ise %308,96'lık bir büyüme elde etmiştir. Bu durum, güçlü bir nakit pozisyonu ile faaliyetlerin sürdürülebilirliğine ilişkin olumlu bir gösterge olmakla birlikte, nakit fazlasının etkin kullanılmadığı ihtimalini de göstermektedir.

Ticari alacaklarda 2021 yılında %23.03 artış görülürken, 2021-2022 döneminde ise %160.72 gibi bir artış yaşanmıştır. 2022-2023 yıllarında %102,48'lik artışına devam ettiği gözlemlenmiştir. Satış hacminde yükseliş olduğunu ve bununla birlikte tahsilat sürecine dikkat edilmesi gerektiğini göstermektedir.

Stoklar, 2020-2021 döneminde %6.80 oranında artmışken, 2021-2022 döneminde %171.39 gibi büyük bir artış göstermiştir. 2022-2023 yıllarında %91,94'lük bir artış yaşamıştır. Bu gelişme, üretim ve satış hacmindeki artışa paralel olarak stok yönetiminde bir büyüme stratejisi izlendiğini göstermektedir.

Duran varlıklarda, 2020-2021 yıllarında %75,58'lik bir artış varken, 2021-2022 döneminde %63.93'lük ciddi bir azalma gözlemlenmiştir. 2022 yılında Otokar'ın satış karmasında ticari araç segmentinin ağırlığı artarak, ürün miksinde değişiklikler yapmasına sebep olmuştur. Özellikle otobüs satışlarındaki artış, ürün karışımını etkileyerek brüt kar marjında daralmaya yol açmıştır. 2022-2023 döneminde ise %1046,40 oranında bir artış yaşanmıştır. 2023 yılı itibarıyla Otokar'ın bakiye siparişleri 2,146 milyon TL'den 8,081 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış, üretim kapasitesinin artırılmasına ve dolayısıyla duran varlıklarda büyümeye neden olmuştur.

Toplam varlıklarda, 2020-2021 döneminde %38.19, 2021-2022 döneminde ise %89.40 gibi bir artış yaşanmıştır. 2022-2023 yıllarında ise %186,37'lik bir artış yaşanmıştır.

Kısa vadeli yükümlülükler, 2020-2021 döneminde %34.12 artarken, 2021-2022 döneminde %250.52 gibi bir artış göstermiştir. 2022-2023 yıllarında 109,09%'luk bir artış yaşanmıştır. Şirketin faaliyetlerini sürdürürken kısa vadeli dış kaynaklara olan bağımlılığının arttığını ortaya koymaktadır.

Uzun vadeli yükümlülüklerde 2020-2021 döneminde %36.70 artış olmuşken, 2021-2022 döneminde %25.04 artış gerçekleşmiştir. 2022-2023 yıllarında ise artış devam ederek %59,54 seyrinde devam etmiştir. Uzun vadeli yükümlülüklerin kısa vadeli yükümlülüklerden daha kontrollü bir şekilde yönetildiğini göstermektedir.

Ticari borçlar, 2020-2021 yıllarında %58,75'lik bir artış yaşarken, 2021-2022 döneminde %299.60 oranında bir artış göstermiştir. 2022-2023 yıllarında ise %84,88 oranına yükselmiştir.

Özkaynaklar, 2020-2021 döneminde %48.56, 2021-2022 döneminde ise %40.52 artmıştır. 2022-2023 yıllarında %294,75'lik bir artış yaşamıştır. Bu durum, şirketin özkaynak tabanını güçlendirdiğini ve borç yerine özkaynak finansmanına yöneldiğini göstermektedir. Benzer şekilde, kar yedeklerinde 2022-2023 döneminde %420,85 oranında gerçekleşen artış, geçmiş dönem karlarının işletmede tutulduğunu ve sermaye yapısının güçlendirilmesine öncelik verildiğini göstermektedir. Kar yedeklerinde ise 2020-2021 döneminde %42.58, 2021-2022 döneminde ise %37.35 artış gözlemlenmiştir. 2022-2023 yılları arasında %420,85'lik bir artış yaşanmıştır.

Toplam kaynaklarının ise 2020-2021 döneminde %38,19, 2021-2022 döneminde 89,40, 2022-2023 döneminde ise %186,37'lik artış devam etmiştir.

Otokar'ın finansal durumu, özellikle dönen varlıklar ve özkaynaklar gibi önemli kalemlerde belirgin bir büyüme göstermektedir. Bu durum, şirketin kısa vadeli likiditeyi güçlendirmeye ve büyüyen talepleri karşılamaya yönelik stratejiler izlediğini işaret etmektedir. Ancak, ticari borçlar ve kısa vadeli yükümlülüklerdeki büyük artışlar, şirketin finansal risklerinin arttığını ve bu riskleri yönetme konusunda dikkatli olması gerektiğini göstermektedir.

Ayrıca, duran varlıklardaki azalma, şirketin yatırım stratejilerinde değişiklikler olduğunu ve bazı varlıklarını elden çıkarmış olabileceğini düşündürmektedir. Özkaynakların artışı ise, uzun vadeli büyüme ve sağlam sermaye yapısı sinyallerini vermektedir.

Tablo 11. Otokar Gelir Tablosu Yatay Analizi Sonuçları

Hesap Kalemi	2020-2021 Yüzde Değişim	2021-2022 Yüzde Değişim	2022-2023 Yüzde Değişim
Hasılat	55,01%	113,00%	183,63%
Satışların Maliyeti	62,85%	134,93%	219,09%
Brüt Kar	43,76%	77,31%	107,19%
Genel Yönetim Giderleri	35,64%	137,70%	142,63%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	56,04%	124,39%	173,03%
Ar-Ge Giderleri	25,29%	44,91%	364,75%
Amortisman ve İtfa Giderleri	8,72%	70,85%	407,34%
Net Dönem Karı	68,46%	18,97%	58,82%

Hasılat, 2020-2021 yıllarında %55,01 oranında bir artış gösterirken, 2021-2022 yıllarında bu oran %113,00'e çıkarak, 2022-2023 yıllarında ise %183,63 seviyesine ulaşmıştır. Bu yükseliş için şirketin pazar payını genişlettiği, satış hacmini artırdığını söylemek mümkündür.

Satışların maliyeti, 2020-2021 yıllarında %62,85 oranında bir artış gösterirken, 2021-2022 yıllarında %134,93 gibi bir oranla artmış, 2022-2023 yıllarında %219,09'a çıkmıştır. 2022-2023 döneminde maliyet artışlarının daha fazla hissedildiği anlaşılmaktadır.

Brüt kar, 2020-2021 yıllarında %43,76 artarken, 2021-2022 yıllarında %77,31'lik bir artış göstermektedir. 2022-2023 yıllarında ise %107,19 seviyesine yükselmiştir. Maliyetlerin artışı brüt kar üzerinde baskı oluşturduğunu söyleyebiliriz.

Genel yönetim giderleri, 2020-2021 yıllarında %35,64 artarken, 2021-2022 yıllarında %137,70 gibi bir artış göstermektedir. 2022-2023 yıllarında ise %142,63 seviyesine yükselmiştir. Bu artış eğilimi, şirketin organizasyonel yapısında büyümeye gittiğini göstermektedir.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinde, 2020-2021 yıllarında %56,04, 2021-2022 yıllarında ise %124,39 oranında bir artış yaşanmıştır. 2022-2023 yıllarında ise %173,03 seviyesine yükselmiştir.

Ar-Ge giderleri, 2020-2021 yıllarında %25,29 artarken, 2021-2022 yıllarında %44,91 oranında bir artış göstermektedir. 2022-2023 yıllarında ise %364,75 seviyesine ulaşmıştır.

Amortisman ve itfa giderleri, 2020-2021 yıllarında %8,72, 2021-2022 yıllarında ise %70,85 oranında bir artış göstermektedir. 2022-2023 yıllarında ise %407,34'lük bir artış yaşamıştır. Bu durum, maddi duran varlıklara yapılan yatırımların bilanço üzerindeki etkisini ortaya koymakta ve şirketin varlık tabanında ciddi bir genişlemeye gittiğini göstermektedir.

Net dönem karı, 2020-2021 yıllarında %68,46 oranında bir artış gösterirken, 2021-2022 yıllarında %18,97 gibi daha düşük bir oranla artmıştır. 2022-2023 yıllarında ise %58,82 oranında artmıştır.

Otokar'ın 2020-2022 dönemi arasındaki yatay analiz, şirketin büyüme sürecinde dikkat çeken bazı önemli yönleri ortaya koymaktadır. Hasılat ve brüt kar gibi temel finansal göstergelerdeki güçlü artışlar, şirketin gelir elde etme kapasitesinin arttığını ve operasyonel verimliliğin iyileştiğini göstermektedir. Ancak, aynı dönemde satışların maliyetleri, pazarlama giderleri ve genel yönetim giderlerinde de önemli artışlar yaşanmıştır.

3.3.2.2. Dikey Analizi

Tablo 12. *Bilanço Dikey Analizi Sonuçları*

Hesap Kalemi	2020 Oranı	2021 Oranı	2022 Oranı	2023 Oranı
Dönen Varlıklar	73,34%	66,14%	93,84%	74,15%
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,93%	10,77%	14,74%	21,04%
Ticari Alacaklar	30,44%	27,12%	37,30%	26,37%
Stoklar	30,81%	23,82%	34,14%	22,87%
Duran Varlıklar	26,67%	33,86%	6,44%	25,85%
Maddi Duran Varlıklar	5,23%	6,62%	6,37%	9,23%
Toplam Varlıklar	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	49,05%	47,60%	88,09%	64,36%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,69%	27,38%	18,08%	10,08%
Ticari Borçlar	8,06%	9,27%	19,54%	12,61%
Özkaynaklar	23,25%	24,99%	18,53%	25,55%
Kar Yedekleri	2,16%	2,23%	1,61%	2,94%
Toplam Kaynaklar	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Dönen Varlıklar, 2020 yılında toplam varlıkların %73,34'ünü oluştururken, 2021'de %66,14'e gerilemiştir. 2022'de %93,84 ile önemli bir artış göstermiş, 2023'te ise %74,15 olmuştur.

Nakit ve Nakit Benzerleri, 2020'de %11,93 oranında olan bu kalemin, 2021'de %10,77'ye düşmüş, 2022'de %14,74'e, 2023'te ise %21,04'e yükselmiştir. Şirketin likiditesini güçlendirdiğini gözlemlemekteyiz.

2020'de %30,44 olan ticari alacak oranı, 2021'de %27,12'ye düşmüş, 2022'de %37,30'a yükselmiş, 2023'te ise %26,37 olarak gerçekleşmiştir.

2020'de %30,81 oranında olan stoklar, 2021'de %23,82'ye gerilemiş, 2022'de %34,14'e yükselmiş, 2023'te ise %22,87'ye düşmüştür.

Duran Varlıklar: 2020 yılında %26,67 olan duran varlık oranı, 2021'de %33,86'ya çıkmış, 2022'de %6,44'e kadar gerilemiş, 2023'te ise %25,85 olmuştur.

Maddi Duran Varlıklar: 2020 yılında %5,23 olan bu kalemin, 2021'de %6,62'ye, 2022'de %6,37'ye ve 2023'te %9,23'e yükselmiştir. Maddi duran varlıkların oranı genel

olarak istikrarlıdır. Bu, şirketin üretim ve operasyon altyapısını koruduğunu ancak geniş ölçüde büyütmediğini gösterir.

Kısa Vadeli Yükümlülükler, 2020’de %49,05 olan oran, 2021’de %47,60’a düşmüş, 2022’de %88,09 ile bir artış göstermiş, 2023’te ise %64,36 olarak kaydedilmiştir. Bu artış, şirketin kısa vadeli borçlara yönelerek faaliyetlerini finanse ettiğini ortaya koymaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler, 2020’de %27,69 olan oran, 2021’de %27,38, 2022’de %18,08 ve 2023’te %10,08 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli yükümlülükler ağırlık verdiğini göstermektedir.

Ticari Borçlar, 2020’de %8,06 olan oran, 2021’de %9,27’ye, 2022’de %19,54’e çıkmış, 2023’te ise %12,61 olmuştur.

Özkaynaklar, 2020’de %23,25 olan özkaynaklar, 2021’de %24,99’a, 2022’de %18,53’e düşmüş, 2023’te tekrar %25,55’e yükselmiştir. Bu durum, 2022 yılında yüksek borçlanma nedeniyle özkaynak oranının düştüğünü, ancak 2023’te sermaye yapısının yeniden güçlendiğini görmekteyiz.

Kar Yedekleri: 2020’de %2,16 olan oran, 2021’de %2,23, 2022’de %1,61 ve 2023’te %2,94 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 13. Otokar Gelir Tablosu Dikey Analiz Sonuçları

Hesap Kalemi	2020 Oranı	2021 Oranı	2022 Oranı	2023 Oranı
Hasılat	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Satışların Maliyeti	58,96%	61,94%	68,29%	76,85%
Brüt Kar	41,04%	38,06%	31,71%	23,15%
Genel Yönetim Giderleri	5,15%	4,50%	5,02%	4,30%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	13,14%	13,23%	13,94%	13,41%
Ar-Ge Giderleri	3,00%	2,44%	1,66%	2,72%
Amortisman ve İtfa Giderleri	3,33%	2,33%	1,87%	3,34%
Net Dönem Karı	21,25%	23,09%	12,90%	7,23%

Hasılat, her yıl referans alınan kalem olup tüm yıllarda %100 kabul edilmiştir. Diğer tüm gelir ve gider kalemleri bu tutara oranlanarak analiz edilmiştir.

2020 yılında hasılatın %58,96'sı satışların maliyetine gitmiştir. Bu oran 2021 yılında %61,94'e yükselmiş, 2022'de %68,29'a, 2023'te ise %76,85'e çıkarak artış eğilimi göstermiştir. Bu durum, satışların maliyetinin yıllar içinde hasılatla oranla arttığını ve brüt kârlılığı düşürdüğünü göstermektedir.

Brüt kâr, 2020 yılında hasılatın %41,04'ü oranında gerçekleşmiştir. 2021 yılında bu oran %38,06'ya düşmüştür. 2022'de %31,71'e ve 2023'te %23,15'e kadar gerileyerek kârlılıkta düşüşe işaret etmektedir.

2020 yılında genel yönetim giderleri hasılatın %5,15'ini oluşturmuştur. 2021'de bu oran %4,50'ye düşmüş, 2022'de tekrar %5,02'ye çıkmış ve 2023 yılında %4,30 olarak gerçekleşmiştir. Yönetimsel maliyetlerin makul seviyelerde tutulduğunu göstermektedir.

2020 yılında pazarlama, satış ve dağıtım giderleri hasılatın %13,14'üne karşılık gelmiştir. Bu oran 2021'de %13,23, 2022'de %13,94 ve 2023'te %13,41 olarak gerçekleşmiştir. Bu kalemin hasılat içindeki payı dört yıl boyunca %13 civarında sabit kalmıştır.

2020 yılında Ar-Ge giderleri hasılatın %3,00'ü oranında, 2021'de %2,44'e, 2022'de ise %1,66'ya kadar gerilemiştir. 2023 yılında bu oran %2,72'ye yükselmiştir

2020 yılında amortisman ve itfa giderleri hasılatın %3,33'ünü oluşturmuştur. 2021'de bu oran %2,33'e, 2022'de %1,87'ye düşmüş; ancak 2023 yılında %3,34'e yükselmiştir.

Net dönem kârı 2020 yılında hasılatın %21,25'i oranında gerçekleşmiştir. 2021 yılında bu oran %23,09'a çıkarak en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Ancak 2022'de %12,90'a ve 2023'te %7,23'e düşmüştür.

2020–2023 döneminde şirketin gelir tablosu kalemleri incelendiğinde, özellikle satışların maliyetindeki yükseliş ve brüt kâr marjındaki gerileme dikkat çekmektedir. Faaliyet giderlerinin görece istikrarlı seyretmesine rağmen, net dönem kârındaki azalma şirketin artan maliyet baskısı karşısında yeterli gelir artışı sağlayamadığını göstermektedir.

3.3.2.3. Oran Analizi

Tablo 14. Otokar Likidite Oranları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Cari Oran	1,49	1,39	1,06	1,15
Asit-test Oranı	0,87	1,39	0,67	0,80
Nakit Oranı	0,24	0,23	0,17	0,33

2020 yılında cari oran 1,49 olarak belirlenmiştir. 2021 yılında cari oran biraz düşerek 1,39'a gerilemiştir, ancak bu oran hala şirketin kısa vadeli borçlarını karşılama açısından yeterli olduğunu göstermektedir. 2022 yılında cari oran 1,06'ya düşerek, şirketin kısa vadeli borçlarını karşılayabilme kapasitesinde bir azalma yaşandığını göstermektedir. 2023 yılı itibarıyla cari oran 1,15 olarak belirlenmiştir.

2020 yılında asit-test oranı 0,87 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, stoklar hariç dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranını gösterir ve şirketin likit varlıkları ile kısa vadeli borçlarını karşılama kapasitesini ölçer. 2021 yılında asit-test oranı 1,39'a yükselmiştir. 2022 yılında asit-test oranı 0,67'ye düşerek şirketin likit varlıklarıyla kısa

vadeli borçlarını karşılamada zorluk yaşadığını göstermektedir. 2023 yılında ise asit-test oranı 0,80'e yükselmiş, ancak bu oran hala 1'in altında kalmış ve şirketin stoklar hariç likit varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını karşılama gücünün sınırlı olduğunu göstermektedir.

2020 yılında nakit oranı 0,24 olarak belirlenmiştir. Nakit oranı, sadece nakit ve nakit benzeri varlıkların kısa vadeli borçlara oranını ölçer. Bu oran, şirketin nakit varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını karşılama gücünü gösterir. 2021 yılında nakit oranı 0,23'e düşerken, 2022 yılında daha da zayıflayarak 0,17 olmuştur. Bu, şirketin nakit ve nakit benzeri varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ödeme kapasitesinin düşük olduğunu göstermektedir. 2023 yılı itibarıyla nakit oranı 0,33'e yükselmiş, ancak yine de nakit ve nakit benzeri varlıklarla borçları karşılama kapasitesi sınırlıdır.

Tablo 15. Otokar Mali Yapı Oranları Sonuçları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Borç / Özkaynak Oranı	3,13	2,89	5,76	2,88
Özkaynak Oranı	0,23	0,25	0,18	0,26
Finansal Kaldıraç Oranı	0,77	0,75	1,06	0,74
Maddi Duran Varlıklar / Özkaynak Oranı	0,23	0,27	0,34	0,36
Duran Varlıklar / Devamlı Sermaye Oranı	0,52	0,65	0,18	0,72
Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranı	1,04	1,1	0,42	0,55

Borç / Özkaynak Oranı; 2020 yılında 3,13, 2021 yılında 2,89, 2022 yılında 5,76 ve 2023 yılında ise 2,88 olarak gerçekleşmiştir.

Özkaynak Oranı; 2020 yılında %23, 2021 yılında %25, 2022 yılında %18 ve 2023 yılında %26 olmuştur.

Finansal Kaldıraç Oranı; 2020 yılında 0,77, 2021 yılında 0,75, 2022 yılında 1,06 ve 2023 yılında 0,74 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Maddi Duran Varlıklar / Özkaynak Oranı; 2020 yılında 0,23, 2021 yılında 0,27, 2022 yılında 0,34 ve 2023 yılında 0,36 olarak hesaplanmıştır.

Duran Varlıklar / Devamlı Sermaye Oranı; 2020 yılında 0,52, 2021 yılında 0,65, 2022 yılında 0,18 ve 2023 yılında 0,72 olarak belirlenmiştir.

Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranı; 2020 yılında 1,04, 2021 yılında 1,1, 2022 yılında 0,42 ve 2023 yılında 0,55 olmuştur.

Tablo 16. *Otokar Faaliyet Oranı Sonuçları*

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Stok Devir Hızı	1,35	2,02	2,48	3,7
Stok Devir Günü	270,37	180,2	147,58	98,65
Alacak Devir Hızı	2,27	3,06	3,28	4,26
Alacak Devir Günü	160,87	119,61	111,28	85,7
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	2,77	4,07	15,64	8,56
Net İşletme Sermayesi Devir Günü	131,89	89,64	23,33	42,6
Borç Devir Hızı	5,16	6,17	4,74	6,62
Borç Ödeme Süresi	74,47	72,02	122,48	71,5
Faaliyet Döngüsü	378,09	308,87	406,93	129,15

2020 yılında stok devir hızı 1,35 iken, bu oran 2021'de 2,02'ye yükselmiştir. 2022'de 2,48'e çıkmış ve 2023'te ise 3,7'ye kadar artmıştır. Bu artış, şirketin stoklarını daha hızlı bir şekilde tükettiğini ve daha verimli bir şekilde satışa dönüştürdüğünü göstermektedir.

Stok Devir Günü: Stok devir günü ise, stokların ortalama olarak ne kadar sürede satıldığını gösteren bir oran olup, 2020'de 270,37 gün olarak belirlenmiştir. Bu süre 2021'de 180,2 güne düşerken, 2022'de 147,58 güne, 2023'te ise 98,65 güne gerilemiştir. Bu iyileşme, şirketin stoklarını daha hızlı satmaya başladığını ve stok yönetiminde daha etkin hale geldiğini göstermektedir.

Alacak devir hızı, 2020 yılında bu oran 2,27 iken, 2021'de 3,06'ya, 2022'de 3,28'e ve 2023'te ise 4,26'ya yükselmiştir.

Alacak devir günü, şirketin alacaklarını tahsil etme süresini gösterir. 2020 yılında 160,87 gün olan bu süre, 2021'de 119,61 güne, 2022'de 111,28 güne ve 2023'te ise 85,7 güne düşmüştür

Net işletme sermayesi devir hızı, 2020'de 2,77 iken, 2021'de 4,07'ye çıkmış ve 2022'de 15,64'e kadar yükselmiştir. 2023 yılında ise bu oran 8,56'ya düşmüştür.

Net işletme sermayesi devir günü, 2020 yılında 131,89 gün olan bu süre, 2021'de 89,64 güne, 2022'de 23,33 güne ve 2023'te ise 42,6 güne düşmüştür.

Borç devir hızı, 2020'de 5,16 olan bu oran, 2021'de 6,17'ye yükselmiş, 2022'de 4,74'e düşmüş ve 2023'te tekrar 6,62'ye çıkmıştır. Bu, şirketin borç ödeme hızının 2022'de azaldığını ancak 2023'te tekrar arttığını göstermektedir.

Borç ödeme süresi, 2020'de bu süre 74,47 günken, 2021'de 72,02 güne düşmüş, 2022'de ise 122,48 güne yükselmiştir. 2023'te ise borç ödeme süresi 71,5 güne gerilemiştir.

Faaliyet döngüsü, 2020'de 378,09 gün olan faaliyet döngüsü, 2021'de 308,87 güne düşmüş, 2022'de 406,93 güne yükselmiş ve 2023'te ise 129,15 güne kadar azalmıştır.

Tablo 17. Otokar Karlılık Oranları Sonuçları

Oran Türü	2020	2021	2022	2023
Brüt Kar Marjı	0,41	0,38	0,32	0,23
Net Kar Marjı	0,21	0,23	0,13	0,07
FVÖK (EBIT) Marjı	0,59	0,16	0,50	0,01
FAVÖK (EBITDA) Marjı	0,66	0,20	0,54	0,06
Özsermaye Karlılığı (ROE)	0,08	5,92	0,69	0,38
Aktif Karlılık (ROA)	0,14	0,17	0,11	0,06

2020 yılında %41 olan Brüt Kar Marjı, 2021'de %38'e düşmüş, 2022'de ise %32'ye gerilemiştir. 2023'te ise bu oran daha da azalarak %23 olmuştur.

2020 yılında %21 olan Net Kar Marjı, 2021'de %23 ile artmış, ardından 2022'de %13'e düşüş göstermiştir. 2023'te ise bu oran daha da düşmüş ve %7'ye inmiştir.

FVÖK, 2020 yılında oldukça yüksek bir oran olan %59'a sahipken, 2021'de bu oran %16'ya düşmüştür. 2022'de ise tekrar artarak %50 olmuştur, ancak 2023 yılında negatif bir değere düşerek %-0,01 olmuştur. 2023'teki olumsuz değer, şirketin faaliyetlerinden elde ettiği karın yetersiz kaldığını ve maliyetlerin ve giderlerin çok fazla olduğunu göstermektedir.

2020'de %66'lık FAVÖK Marjı, 2021'de bir düşüşle %20'ye gerilemiştir. 2022'de bu oran tekrar artarak %54 olmuş, ancak 2023'te %6'ya kadar düşmüştür. Bu düşüş, şirketin operasyonel karlılığının azaldığını ve faaliyetlerinden elde ettiği karın giderek düştüğünü göstermektedir.

2020 yılında %8 olan ROE, 2021'de bir artış göstererek %5,92'ye ulaşmıştır. 2022'de bu oran %0,69'a düşmüş, 2023'te ise %0,38 olmuştur. Bu düşüş, şirketin öz sermayesi ile elde ettiği kârın giderek azaldığını ve yatırımcılar için daha düşük bir getiri sağladığını göstermektedir.

Aktif Karlılık (ROA), 2020 yılında %14, 2021'de %17'ye yükselmiş, ardından 2022'de %11'e düşmüştür. 2023 yılında ise bu oran daha da düşerek %6'ya inmiştir. Bu, şirketin sahip olduğu varlıkları verimli kullanmadığını ve varlıklardan elde ettiği kârın azaldığını göstermektedir.

Tablo 18. Otokar Sermaye Piyasası Performans Oranları Sonuçları

Değerleme Çarpanları	2020	2021	2022	2023
Firma Değeri/FAVÖK	2,49	6,97	2,37	304,35
Firma Değeri/Satışlar	1,63	1,41	1,28	18,48
Fiyat/Kazanç (F/K)	2,22	1,54	8,72	254,85
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,36	1,07	5,14	60,40
Net Finansal Borç/FAVÖK	2,04	5,92	1,44	8,76

Firma Değeri / FAVÖK oranı; 2020 yılında 2,49 olarak hesaplanan bu oran, 2021'de önemli bir artış göstererek 6,97'ye çıkmıştır. 2022'de bu oran 2,37'ye düşerken, 2023'te çok büyük bir artışla 304,35 olmuştur.

Firma Değeri / Satışlar oranı, 2020 yılında 1,63 olan bu oran, 2021'de 1,41'e düşmüş, 2022'de 1,28'e gerilemiştir. Ancak, 2023'te bu oran büyük bir artış göstererek 18,48'e ulaşmıştır. 2023'teki yüksek oran, şirketin piyasa değerinin satışlarına oranla çok fazla arttığını ve bu yıl değerlemenin oldukça yüksek olduğunu işaret etmektedir.

Fiyat / Kazanç (F/K) oranı, 2020 yılında 2,22 olarak hesaplanan bu oran, 2021'de 1,54'e gerilemiş, 2022'de ise önemli bir artışla 8,72'ye çıkmıştır. 2023'te ise bu oran çok büyük bir artış göstererek 254,85'e ulaşmıştır. 2023 yılındaki yüksek oran, şirketin piyasa değerinin net kârına oranla çok yüksek olduğunu ve şirketin değerlemesinin bu yıl oldukça fazla şiştiğini göstermektedir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri (P/B) oranı, 2020 yılında 1,36 olarak hesaplanan bu oran, 2021'de 1,07'ye gerilemiş, 2022'de ise 5,14'e yükselmiştir. 2023 yılına gelindiğinde ise bu oran büyük bir artışla 60,40'a ulaşmıştır. 2023 yılındaki yüksek oran, şirketin piyasa değerinin özkaynaklarına oranla olağanüstü derecede arttığını ve şirketin defter değerine kıyasla çok yüksek bir değerlemede olduğunu göstermektedir.

Net Finansal Borç / FAVÖK oranı, 2020 yılında 2,04 olarak hesaplanan bu oran, 2021'de 5,92'ye yükselmiş, 2022'de ise 1,44'e gerilemiştir. 2023 yılında ise bu oran 8,76'ya çıkmıştır.

3.3.3. PAPILON

Bu kısımda Papilon şirketine ait yatay, dikey ve oran analizi sonuçları yer almaktadır.

3.3.3.1. Yatay Analizi

Tablo 19. *Papilon Bilanço Yatay Analizi Sonuçları*

Hesap Kalemi	2020-2021 Yüzde Değişim	2021-2022 Yüzde Değişim	2022-2023 Yüzde Değişim
Dönen Varlıklar	29,55%	26,36%	91,40%
Nakit ve Nakit Benzerleri	19,00%	-34,13%	-5,60%
Ticari Alacaklar	553,83%	36,81%	-44,27%
Stoklar	4,06%	32,84%	258,01%
Duran Varlıklar	57,66%	47,11%	302,31%
Maddi Duran Varlıklar	-17,09%	21,92%	220,57%
Toplam Varlıklar	31,78%	28,34%	114,42%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	200,08%	-14,60%	87,60%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-13,96%	20,60%	448,10%
Ticari Borçlar	56,59%	330,32%	-64,09%
Özkaynaklar	27,03%	31,78%	112,12%
Kar Yedekleri	13,96%	86,49%	288,31%
Toplam Kaynaklar	31,78%	28,34%	114,42%

Dönen Varlıklar, 2020'den 2021'e %29,55, 2021'den 2022'ye %26,36 ve 2022'den 2023'e %91,40 oranında artmıştır.

Nakit ve Nakit Benzerleri, 2021 yılında %19 oranında artarken, 2022 yılında %34,13 ve 2023'te %5,60 oranında azalmıştır. 2021 sonrası likidite düşüş eğilimindedir. Şirketin likidite pozisyonunun zayıfladığını ve faaliyetlerini sürdürmek için nakit rezervlerinin düşüşe geçtiğini göstermektedir.

Ticari Alacaklar, 2020-2021 döneminde %553,83 oranında artış yaşamıştır. Bu artış 2021-2022'de %36,81 ile devam etmiş ancak 2022-2023 arasında %44,27 oranında azalmıştır. 2020-2021 yıllarında yükseliş büyük tutarlarda vadeli satışlar yaptığını ve tahsilatın zayıfladığını göstermektedir.

Stoklar, 2020-2021’de %4,06, 2021-2022’de %32,84 ve 2022-2023’te %258,01 oranında artmıştır. 2022-2023 yıllarında savaşın etkisiyle talep beklentileriyle yüksek üretim yapıldığını söylemek mümkündür.

Duran Varlıklar, 2021’de %57,66, 2022’de %47,11 ve 2023’te %302,31 oranında artış göstermiştir.

Maddi Duran Varlıklar, 2021 yılında %17,09 azalmış, 2022’de %21,92 ve 2023’te %220,57 oranında artmıştır.

Toplam Varlıklar, 2020’den 2021’e %31,78, 2021’den 2022’ye %28,34 ve 2022’den 2023’e %114,42 oranında artmıştır. Şirketin varlık hacmi her yıl artarak devam etmiştir.

Kısa Vadeli Yükümlülükler, 2021 yılında %200,08 oranında yükselmiş, 2022’de %14,60 azalmış, 2023’te ise %87,60 oranında yeniden artış göstermiştir. Şirketin finansman tercihlerinde kısa vadeli borçlanmayı tercih ettiğini söyleyebiliriz.

Uzun Vadeli Yükümlülükler, 2021’de %13,96 azalmış, 2022’de %20,60 ve 2023’te %448,10 oranında artış göstermiştir. Son yıl görülen yüksek artış, uzun vadeli borçlanma politikalarında önemli bir değişikliğe gidildiğini göstermektedir.

Ticari Borçlar, 2021’de %56,59, 2022’de %330,32 oranında artmış, 2023’te ise %64,09 oranında azalmıştır. Tedarikçi ilişkileri ve ödeme vadelerinde dalgalanmalar yaşadığını görmekteyiz.

Özkaynaklar, 2020-2021 döneminde %27,03, 2021-2022’de %31,78 ve 2022-2023 arasında %112,12 oranında artmıştır.

Kar Yedekleri, 2021 yılında %13,96, 2022’de %86,49 ve 2023’te %288,31 oranında artış göstermiştir. Özellikle 2022–2023 dönemindeki %288,31’lik artış, önceki yıllardaki düşük dağıtım politikasıyla birleştiğinde şirketin iç kaynaklardan sermaye güçlendirme stratejisi izlediğine işaret etmektedir.

Toplam Kaynaklar, 2020-2021 döneminde %31,78, 2021-2022’de %28,34 ve 2022-2023’te %114,42 oranında artmıştır.

Tablo 20. Papilon Gelir Tablosu Yatay Analizi Sonuçları

Hesap Kalemi	2020-2021 Yüzde Değişim	2021-2022 Yüzde Değişim	2022-2023 Yüzde Değişim
Hasılat	9,88%	45,53%	73,26%
Satışların Maliyeti	8,59%	-2,23%	63,00%
Brüt Kar	16,24%	264,41%	85,89%
Genel Yönetim Giderleri	27,44%	65,32%	107,51%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	60,06%	75,08%	83,90%
Ar-Ge Giderleri	-	-	-
Amortisman ve İtfa Giderleri	43,91%	86,73%	252,86%
Net Dönem Karı	161,03%	58,71%	38,35%

2020'den 2022'ye kadar geçen sürede hasılat sürekli bir artış göstermiştir. 2021 yılında %9,88 gibi sınırlı bir artış kaydedilmişken, 2022'de %45,53 oranında daha yüksek bir büyüme gerçekleşmiştir. 2022'den 2023'e geçişte ise hasılatla %73,26 oranında çok daha yüksek bir artış kaydedilmiştir. Bu trend, şirketin satış hacmini artırmaya yönelik başarılı adımlar attığını göstermektedir.

2021 yılında satışların maliyeti %8,59 oranında artarken, 2022 yılında %2,23 oranında azalmıştır. Ancak 2022–2023 döneminde yeniden artış eğilimine girerek %63,00 oranında yükselmiştir. 2022 yılına özgü olarak brüt kâr marjını belirgin şekilde iyileştirmiştir.

Brüt kâr 2021'de %16,24 artarken, 2022 yılında %264,41 oranında bir artış göstermiştir. 2022–2023 döneminde de %85,89 oranında performansını sürdürmüştür.

Genel yönetim giderleri , 2020–2021 döneminde %27,44, 2021–2022 döneminde %65,32 ve 2022–2023 döneminde ise %107,51 oranında artmıştır.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2020–2021 döneminde %60,06, 2021–2022'de %75,08 ve 2022–2023'te %83,90 oranında artmıştır.

Ar-Ge giderleri, tüm yıllarda sıfır olarak raporlandığından dolayı herhangi bir değişim oranı hesaplanamamıştır. Orta ve uzun vadede rekabet gücü ve yenilikçilik açısından değerlendirilmesi gereken bir kalem olduğunu görmekteyiz.

Amortisman ve itfa giderleri, 2020–2021 döneminde %43,91, 2021–2022 döneminde %86,73 ve 2022–2023 döneminde ise %252,86 oranında artmıştır. Sabit kıymet yatırımlarındaki büyümeyi ve duran varlık kullanımının arttığını göstermektedir. Bu durum, gelecekte daha yüksek kapasite ve üretim potansiyeline işaret etmektedir.

Net dönem karı, 2020’den 2021’e geçerken %161,03 gibi yüksek bir artış göstermiştir. 2021–2022 döneminde %58,71 oranında artarken, 2022–2023 döneminde artış oranı %38,35’e gerilemiştir. Bu azalan ivme, faaliyet kârındaki artışa rağmen operasyonel maliyetlerin net kâr üzerindeki baskısını göstermektedir.

3.3.3.2. Dikey Analizi

Tablo 21. *Papilon Bilanço Dikey Analizi Sonuçları*

Hesap Kalemi	2020 Oranı (%)	2021 Oranı (%)	2022 Oranı (%)	2023 Oranı (%)
Dönen Varlıklar	92,06	90,38	89,05	79,5
Nakit ve Nakit Benzerleri	76,74	69,34	35,56	15,7
Ticari Alacaklar	1,82	9,03	9,63	2,5
Stoklar	11,23	8,87	9,17	15,3
Duran Varlıklar	7,95	9,51	10,91	20,5
Maddi Duran Varlıklar	0,73	0,46	0,43	0,7
Toplam Varlıklar	100	100	100	100
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,14	7,16	4,77	4,2
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,68	1,1	1,03	2,6
Ticari Borçlar	0,32	0,39	1,3	0,2
Özkaynaklar	95,2	91,73	94,14	93,2
Kar Yedekleri	4,04	3,49	5,07	9,2
Toplam Kaynaklar	100	100	100	100

2020 yılında dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı %92,06 iken, bu oran 2021’de %90,38’e, 2022’de %89,05’e ve 2023’te %79,5’e gerilemiştir. Bu durum, şirketin varlık yapısında dönen varlıkların ağırlığının yıllar içinde azaldığını göstermektedir.

Nakit ve nakit benzerleri 2020’de varlıkların %76,74’ünü oluştururken, bu oran 2021’de %69,34’e, 2022’de %35,56’ya ve 2023’te %15,7’ye düşmüştür. Bu düşüş, şirketin likit varlıklarını azalttığını veya likidite yönetiminde değişikliğe gittiğini göstermektedir.

Ticari alacaklar, 2020’de toplam varlıkların %1,82’sini oluştururken, 2021’de bu oran %9,03’e, 2022’de %9,63’e yükselmiş, ancak 2023’te %2,5 seviyesine düşmüştür. Bu azalma, tahsilat sürecindeki iyileşmeye veya vadeli satışlarda daralmaya işaret etmektedir.

Stokların oranı, 2020’de %11,23 iken 2021’de %8,87’ye gerilemiş, 2022’de %9,17’ye ve 2023’te %15,3’e yükselmiştir.

Duran varlıklar, 2020’de toplam varlıkların %7,95’ini oluştururken 2021’de %9,51’e, 2022’de %10,91’e ve 2023’te %20,5’e yükselmiştir. Şirketin uzun vadeli yatırımlarını arttırdığına ve sabit kıymet birikimini hızlandırdığına işaret etmektedir.

Maddi duran varlıkların oranı, 2020’de %0,73’ten, 2021’de %0,46’ya , 2022’de %0,43’e gerilemiş ve 2023’te tekrar %0,7’ye çıkmıştır.

Kısa vadeli yükümlülükler 2020’de toplam kaynakların %3,14’ünü oluştururken, bu oran 2021’de %7,16’ya yükselmiş, ardından 2022’de %4,77’ye ve 2023’te %4,2’ye gerilemiştir. Bu durum, şirketin kısa vadeli borçlanma düzeyinde sınırlı hareket ettiğini ve bu borçları kontrol altında tuttuğunu göstermektedir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin oranı ise 2020’de %1,68, 2021’de %1,1, 2022’de %1,03 seviyelerine düşmüştür, 2023’te ise %2,6’ya yükselmiştir. Her ne kadar artış eğilimi olsa da toplam kaynaklar içindeki payı halen düşüktür. Bu, şirketin uzun vadeli borçlanmaya sınırlı başvurduğunu göstermektedir.

Ticari borçların oranı, 2020’de %0,32’den 2021’de %0,39’a, 2022’de %1,3’e yükselmiş; ancak 2023’te tekrar %0,2 seviyesine düşmüştür. Tedarikçilere yapılan ödemelerin süresinde gerçekleştiği ve vadeli borç kullanımının sınırlandığını göstermektedir.

Özkaynakların toplam kaynaklar içindeki payı ise 2020’de %95,2’den başlayarak 2021’de %91,73’e düşmüş, ardından 2022’de %94,14’e ve 2023’te %93,2’ye ulaşmıştır. Şirketin dış borçlanmaya sınırlı ölçüde başvurduğunu ve sermaye yapısının büyük ölçüde iç kaynaklara dayandığını göstermektedir.

Kar yedekleri de 2020’de %4,04’ten, 2021’de 3,49, 2022’de 5,07, 2023’te %9,2’ye yükselmiştir. Bu artış, elde edilen kârların dağıtılmayarak şirket bünyesinde tutulduğunu ve sermaye birikiminin sürdürüldüğünü göstermektedir.

2020–2023 döneminde şirketin bilanço yapısı incelendiğinde, yüksek oranda dönen varlıklarla çalışan ve özkaynaklara dayalı bir finansal yapı izlediği görülmektedir. Kaynak yapısında özkaynakların baskınlığı, şirketin finansal risklerini sınırlı tuttuğu anlamına gelmekte; bu durum yatırımcı güveni açısından olumlu değerlendirilmektedir.

Tablo 22. *Papilon Gelir Tablosu Dikey Analiz Sonuçları*

Hesap Kalemi	2020 Oranı (%)	2021 Oranı (%)	2022 Oranı (%)	2023 Oranı (%)
Hasılat	100	100	100	100
Satışların Maliyeti	83	82,1	55,1	51,89
Brüt Kar	16,9	17,9	44,9	48,11
Genel Yönetim Giderleri	20,3	23,5	26,7	32,03
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	9	13,1	15,8	16,69
Ar-Ge Giderleri	-	-	-	-
Amortisman ve İtfa Giderleri	4,9	6,5	8,3	16,91
Net Dönem Karı	35,3	83,9	91,5	73,04

Her yıl hasılat %100 olarak kabul edilmiştir. Diğer tüm kalemlerin hasılatlara oranı değerlendirilmiştir.

2020 yılında hasılatın %83’ü satışların maliyetine gitmiştir. 2021 yılında bu oran %82,1’e düşmüş, 2022 yılında ise bir gerilemeyle %55,1 olmuştur. 2023 yılında maliyet oranı %51,89 seviyesine kadar inmiştir. Bu düşüş, brüt kârın artmasını sağlamıştır.

2020 yılında brüt kâr hasılatın %16,9’unu oluşturmuştur. 2021’de bu oran %17,9’a çıkarken, 2022’de %44,9’a yükselmiş ve 2023’te %48,11’e ulaşmıştır.

2020 yılında hasılatın %20,3’ü genel yönetim giderlerine ayrılmıştır. 2021’de bu oran %23,5’e, 2022’de %26,7’ye ve 2023’te %32,03’e kadar yükselmiştir. Giderlerin brüt kâr oranına göre daha hızlı artması, operasyonel kârlılık üzerinde baskı oluşturabilecek bir gelişmedir.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2020 yılında %9 olan bu oran, 2021’de %13,1’e yükselmiştir. 2022’de %15,8, 2023’te ise %16,69 olmuştur. Bu oran artışı, şirketin pazarlama faaliyetlerine daha fazla bütçe ayırdığını, pazar payını artırma stratejisi benimsediğini göstermektedir.

2020 yılında %4,9 olan amortisman giderleri, 2021’de %6,5’e, 2022’de %8,3’e ve 2023’te %16,91’e yükselmiştir.

2020 yılında %35,3 olan net kâr oranı, 2021’de %83,9, 2022’de %91,5’e yükselmiştir. 2023 senesinde ise %73,04’e ulaşmıştır. 2020–2023 döneminde şirket, satışlarına kıyasla yüksek kârlılık oranları elde etmiştir. Özellikle brüt kâr ve net dönem kârı oranlarındaki artış, maliyet kontrolü ve fiyatlama gücünün güçlü olduğunu göstermektedir.

3.3.3.3. Oran Analizi

Tablo 23. *Papilon Likidite Oranları Sonuçları*

Likidite Oranları	2020	2021	2022	2023
Cari Oran	29,28	12,64	18,70	19,08
Asit-test Oranı	25,71	11,40	16,77	15,40
Nakit Oranı	24,41	9,68	7,47	3,76

2020 yılında cari oran 29,28 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında oran 12,64’e gerileyerek bir düşüş göstermiştir. 2022 yılında ise toparlanarak 18,70 seviyesine çıkmış, 2023 yılında da 19,08 seviyesine ulaşmıştır.

Asit-Test oranı, 2020 yılında 25,71 olarak hesaplanmıştır. 2021 yılında bu oran 11,40’a düşerken, 2022’de 16,77 seviyesine yükselmiştir. 2023 yılında ise 15,40 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran da oldukça yüksek olup, şirketin kısa vadeli borçlarını stoklara bağımlı kalmadan rahatlıkla karşılayabileceğini göstermektedir.

Nakit oranı 2020 yılında 24,41 ile oldukça yüksek seviyededir. 2021 yılında bu oran 9,68'e düşmüş, 2022'de 7,47'ye gerilemiş ve 2023 yılında ise 3,76'ya kadar düşmüştür.

Tablo 24. *Papilon Finansal Yapı Oranları Sonuçları*

Finansal Yapı Oranları	2020	2021	2022	2023
Borç/Özkaynak	5,07	8,99	6,15	7,3
Finansman Oranı	4,82	8,25	5,79	6,8
Özkaynak Oranı	95,1	91,6	94,13	93,12
Finansal Kaldıraç Oranı	4,82	8,25	5,79	6,8
Maddi Duran Varlıklar/Özkaynak Oranı	0,76	0,5	0,46	0,7
Duran Varlıklar/ Devamlı Sermaye Oranı	0,08	0,10	0,11	0,21
Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranı	8,22	10,25	1,08	2,75

Borç/Özkaynak oranı: 2020 yılında 5,07, 2021 yılında 8,99, 2022 yılında 6,15, 2023 yılında 7,30 olarak gerçekleşmiştir.

Finansman Oranı, 2020'de bu oran 4,82 olarak kaydedilmiştir. 2021'de ise 8,25'e yükselerek, 2022'de oran 5,79'a düşmüş, 2023 yılında ise 6,8 olarak gerçekleşmiştir.

Özkaynak Oranı, 2020'de %95,1 olan bu oran, 2021'de %91,6'ya düşmüştür. 2022'de %94,13'e yükselerek, 2023 yılında ise %93,12 olarak kaydedilmiştir.

Finansal Kaldıraç Oranı, 2020 yılında 4,82 olan oran, 2021'de 8,25 ile zirve yapmıştır. 2022 yılında 5,79 ve 2023'te ise 6,8 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Maddi Duran Varlıklar / Özkaynak Oranı, 2020'de 0,76, 2021'de 0,50 ve 2022'de 0,46 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise bu oran 0,70'e yükselmiştir.

Duran Varlıklar / Devamlı Sermaye Oranı, 2020'de bu oran %8,2 seviyesindeyken, 2021'de %10,3'e yükselmiştir. 2022 yılında %11,5'e çıkmış, 2023'te ise %21,4 seviyesine ulaşmıştır.

Devamlı Sermaye Bağımlılık Oranı; 2020 yılında 8,22 olan bu oran, 2021’de 10,25 seviyesine ulaşmıştır. Ancak 2022’de bir düşüşle 1,08 seviyesine inmiş, 2023’te ise 2,75’e yükselmiştir.

Tablo 25. Papilon Faaliyet Oranları Sonuçları

Faaliyet Oranları	2020	2021	2022	2023
Stok Devir Hızı	2,09	2,23	1,83	1,14
Stok Devir Günü	174,64	167,43	199,45	319,3
Alacak Devir Hızı	15,53	4,53	3,21	6,18
Alacak Devir Günü	23,5	80,57	113,7	59,06
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	0,32	0,31	0,36	0,38
Net İşletme Sermayesi Devir Günü	1.140,63	1.177,42	1.013,89	960,53
Borç Devir Hızı	72,28	61,17	18,48	27,31
Borç Ödeme Süresi	5,05	5,97	19,75	13,36
Faaliyet Döngüsü	198,14	248	313,15	378,36

Stok Devir Hızı, 2020 yılında 2,09 olan stok devir hızı, 2021 yılında 2,23’e yükselmiştir. 2022 yılında 1,83 oranında 2023 yılında ise 1,14 olarak seyretmiştir.

Stok Devir Günü, 2020 yılında 174,64 gün olan bu süre, 2021’de 167,43 güne gerilemiştir. Bu azalma, şirketin stoklarını daha hızlı bir şekilde tükettiğini ve dolayısıyla stok yönetiminde bir iyileşme sağlandığını ifade etmektedir. 2022’de 199,45, 2023’te ise 319,3 olarak belirlenmiştir.

Alacak Devir Hızı, 2020 yılında 15,53 olan bu oran, 2021’de bir düşüş göstererek 4,53’e gerilemiştir. 2022’de 3,21 iken, 2023’te ise 6,18 olarak belirlenmiştir.

Alacak Devir Günü ise 2020 yılında 23,5 gün iken, 2021’de 80,57 güne çıkmıştır. 2022’de 113,7 iken, 2023’te 59,06 olarak belirlenmiştir.

Net İşletme Sermayesi Devir Hızı, 2020 yılında 0,32 olan bu oran, 2021’de 0,31’e , 2022’de 0,36 seviyesinde, 2023’te ise 0,38 oranındadır.

Net İşletme Sermayesi Devir Günü ise 2020'de 1.140,63 gün iken, 2021'de 1.177,42 güne yükselmiştir. 2022'de 1.013,89 ; 2023'te ise 960,53 gün olarak belirlenmiştir.

Borç Devir Hızı, 2020'de 72,28 iken, 2021'de 61,17'ye düşmüştür. 2022'de 18,48 iken, 2023'te ise 27,31 oranına yükselmiştir.

Şirketinin borç ödeme süresi, 2020 yılında 5,05 gün iken, 2021 yılında 5,97 güne çıkmıştır. 2022 yılında bu süre artarak 19,75 gün seviyesine yükselmiş, 2023 yılında ise tekrar azalarak 13,36 güne düşmüştür.

Faaliyet döngüsü ise, 2020 yılında 198,14 gün olarak gerçekleşmiştir. Bu süre, 2021'de 248 güne, 2022'de 313,15 güne ve 2023'te 378,36 güne kadar uzamıştır.

Tablo 26. *Papilon Karlılık Oranları Sonuçları*

Karlılık Oranları	2020	2021	2022	2023
Brüt Kar Marjı	16,93%	17,91%	44,85%	48,12%
Net Kar Marjı	35,31%	83,89%	91,49%	73,05%
FVÖK (EBIT) Marjı	-12,35%	-11,75%	-4,46%	-4,97%
FAVÖK (EBITDA) Marjı	-7,41%	-5,27%	10,67%	12,94%
Özsermaye Karlılığı (ROE)	11,41%	24,53%	29,52%	23,01%
Aktif Karlılık (ROA)	10,55%	22,21%	27,49%	23,01%

Papilon şirketinin kârlılık oranlarına bakıldığında, 2020 yılında brüt kâr marjı %16,93 olarak gerçekleşmiş, bu oran 2021'de %17,91'e, 2022'de %44,85'e ve 2023 yılında %48,12'ye yükselmiştir.

Net kâr marjı ise 2020 yılında %35,31 iken 2021'de bir artışla %83,89'a yükselmiş; 2022 yılında %91,49 seviyesine gelmiş ve 2023 yılında %73,05 seviyesine gelmiştir.

Faiz ve vergi öncesi kâr marjı, 2020 yılında -%12,35 seviyesindeyken 2021 yılında -%11,75 olarak gerçekleşmiş, 2022'de -%4,46 ile negatifliğini sürdürmüş, ancak azalmış; 2023 yılında ise -%4,97 olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler, faaliyet giderlerinin

yüksekliği nedeniyle operasyonel kârlılıkta hala iyileşmeye ihtiyaç olduğunu göstermektedir.

FAVÖK (EBITDA) marjı, 2020'de -%7,41 iken 2021'de -%5,27'ye düşmüş ve 2022 yılında pozitifte geçerek %10,67 olmuş, 2023 yılında ise %12,94 seviyesine yükselmiştir.

Özsermaye kârlılığı (ROE), 2020 yılında %11,41 olarak gerçekleşmiş, 2021'de %24,53'e çıkmış, 2022'de %29,52 seviyesine ulaşmış ve 2023'te %23,01'e gerilemiştir.

Aktif kârlılık oranı (ROA) ise 2020'de %10,55, 2021'de %22,21, 2022'de %27,49 ve 2023 yılında %23,01 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 27. *Papillon Değerleme Çarpanları Sonucu*

Değerleme Çarpanları	2020	2021	2022	2023
Firma Değeri/FAVÖK	36,08	- 12,49	4,53	9,05
Firma Değeri/Satışlar	- 2,67	1,53	0,48	1,47
Fiyat/Kazanç (F/K)	0,00	13,75	3,27	5,66
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0,00	1,14	0,85	0,96
Net Finansal Borç/FAVÖK	- 0,79	- 0,39	0,15	0,29

Firma Değeri / FAVÖK oranı, 2020'de 36,08, 2021'de -12,49, 2022'de 4,53 ve 2023'te 9,05 olarak gerçekleşmiştir.

Firma Değeri / Satışlar oranı, 2020'de -2,67, 2021'de 1,53, 2022'de 0,48 ve 2023'te 1,47 olarak hesaplanmıştır.

Fiyat / Kazanç (F/K) oranı, 2020'de 0,00, 2021'de 13,75, 2022'de 3,27 ve 2023'te 5,66 olarak gerçekleşmiştir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, 2020'de 0,00, 2021'de 1,14, 2022'de 0,85 ve 2023'te 0,96 olarak hesaplanmıştır.

Net Finansal Borç / FAVÖK oranı, 2020'de -0,79, 2021'de -0,39, 2022'de 0,15 ve 2023'te 0,29 olarak hesaplanmıştır.

BULGULAR ve YORUM

Jeopolitik riskler, çeşitli sektörlerde finansal dinamikleri ve kırılganlıkları önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Demir çalışmalarında, jeopolitik risklerin özellikle konaklama sektörü üzerindeki nakit varlıklar üzerindeki etkileri incelenmiş ve Türkiye gibi bölgelerde bu risklerin turizm ve konaklama sektöründe finansal kırılganlığı artırdığı tespit edilmiş olup, çalışmamın sonucu savunma sanayi şirketleri için de finansal kırılganlığın artması bakımından benzerlik göstermektedir. Bu tür risklerin, yalnızca konaklama değil, aynı zamanda farklı sektörlerdeki finansal yönetim stratejilerini de derinden etkileyebileceği açıktır. Savunma sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelendiğinde, Otokar ve Aselsan gibi firmaların dönen varlıklarındaki %90'ın üzerindeki artış, bu firmaların faaliyet hacimlerinin artış gösterdiğini ve işletme sermayesi yönetimlerinin etkin bir şekilde çalıştığını ortaya koymaktadır. Bu durum, şirketlerin jeopolitik belirsizliklere rağmen esnekliklerini koruyabildiklerini ve finansal güçlerini pekiştirdiklerini göstermektedir. Bununla birlikte, Papilon gibi şirketlerde ticari alacaklar ve nakit varlıklar üzerinde gözlemlenen azalma, bu firmanın jeopolitik riskler karşısında daha fazla finansal zorlukla karşı karşıya kaldığını gösterebilir. Nakit akışındaki düşüşler, firmanın likidite yönetimi açısından daha dikkatli bir strateji izlemesini gerektirmekte ve potansiyel finansal kırılganlıkları işaret etmektedir.

Vakıf yatırımının 29 Kasım 2024 tarihli Aselsan şirket güncelleme raporunda savunma harcamalarını artırma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Duran Varlıklarda tüm şirketler sabit yatırımlarını arttırmıştır. En yüksek artış %302 oranında Papilon'a ait olduğunu görmekteyiz. Toplam Varlıklar açısından Otokar %186, Papilon %114, Aselsan %98 büyüdüğünü görmekteyiz. Otokar'ın burada en agresif büyüyen şirket, Aselsan ise daha istikrarlı bir büyüme sergilediğini söyleyebiliriz. Nakit ve Nakit Benzerleri, Otokar

ve Aselsan’da yüksek bir artış görülürken, Papilon’da düşüş belirlenmiştir. Tuna & Çalışkan Terzioğlu tarafından gerçekleştirilen çalışmalarında, Türkiye’deki jeopolitik risklerin enflasyon ve döviz kuru gibi makroekonomik göstergeler üzerinde orta ve uzun vadede enflasyon ve döviz kurları üzerinde belirgin etkiler yarattığını göstermektedir. Bu tür ekonomik dalgalanmalar, Türk savunma sanayisindeki firmaların finansal yükümlülükleri üzerinde çeşitli yansımalar doğurmuştur.

Borçlar tarafında, Papilon ve Otokar’ın hem kısa hem de uzun vadeli yükümlülüklerinde artış gözlemlenmiş, bu da şirketlerin finansal esnekliklerini koruma çabasıyla daha fazla borçlanmaya yönelmesine neden olmuştur. Buna karşılık, Aselsan daha kontrollü bir borç artışı izlemiş ve bu durum, şirketin risk yönetimi ve finansman stratejilerindeki farklılıklara işaret etmektedir. Bu veriler, jeopolitik risklerin sektör üzerindeki makroekonomik etkilerine şirketlerin nasıl adapte oldukları konusunda detaylı bir perspektif sunmaktadır. Öz Kaynaklar her üç şirket içinde de yükselmiştir. Bu, işletmelerin dönem içinde kâr ettiğini, özkaynağı artırdığını ve dış finansman ihtiyacını azaltma yönünde olumlu bir sinyal vermektedir. Kâr Yedekleri tüm şirketlerde artış göstermiştir. Elde edilen kârların büyük oranda işletme içinde tutulduğunu ve büyüme için kullanıldığını göstermektedir.

BBC News Türkçe tarafından yayımlanan bir haberde, 2024 yılında NATO üyesi 18 ülkenin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)lerinin en az %2'sini savunma harcamalarına ayırmayı taahhüt ettiği belirtilmiştir. Bu stratejik kararın bir sonucu olarak, Türkiye’deki savunma sanayi şirketlerinde önemli bir talep artışı gözlemlenmektedir. Savunma harcamalarındaki bu artış, Türkiye’nin jeopolitik konumu ve bölgesel güvenlik ihtiyaçları göz önüne alındığında, yerli savunma sanayisinin daha fazla yatırım ve büyüme fırsatları yakalamasına olanak tanımaktadır. 2020–2023 döneminde şirketlerin hasılatındaki yıllık değişim oranları incelendiğinde, Otokar’ın gelirlerini her yıl istikrarlı bir şekilde arttırdığı görülmektedir. Özellikle 2022–2023 döneminde %183,63 oranında kaydedilen artış, şirketin operasyonel kapasitesindeki büyümeyi ve satış hacmindeki genişlemeyi işaret etmektedir. Aselsan da benzer biçimde gelirlerinde artış göstermiş olup, 2022–2023 döneminde %108,59’luk bir büyüme oranına ulaşmıştır. Buna karşılık, Papilon’un hasılat artış oranları Aselsan ve Otokar’a kıyasla daha düşük kalmış, ancak yıllar itibarıyla pozitif bir büyüme eğilimi sergilenmiştir. Otokar’ın satış maliyetleri 2022–2023

döneminde %219,09 oranında artarken, Aselsan'ın aynı dönemdeki maliyet artışı %127,62 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, her iki firmanın da büyüyen faaliyet hacmine paralel olarak artan üretim maliyetleriyle karşı karşıya kaldığını göstermektedir. Papilon ise 2021–2022 döneminde satışların maliyetini %2,23 oranında azaltarak operasyonel verimliliğini önemli ölçüde arttırmış, ancak 2022–2023 döneminde %63,00 oranında yeniden maliyet artışı yaşamıştır.

Brüt kâr kaleminde en yüksek artış Papilon'da gözlenmiştir. Şirket, 2021–2022 döneminde %264,41 oranında brüt kâr artışı elde ederek maliyet düşüşünün doğrudan etkisi gözlemlenmiştir. Aselsan ve Otokar da bu dönemde sırasıyla %77,22 ve %77,31 oranlarında benzer artışlar kaydetmişlerdir. 2022–2023 döneminde ise her üç şirketin brüt kârı artmaya devam etmiştir. Buzdağlı ve Özdemir tarafından gerçekleştirilen çalışmada, jeopolitik risk endeksinin askeri harcamalar üzerindeki etkileri incelenmiş ve Türkiye'de jeopolitik risklerin artmasının askeri harcamaların yükselmesine yol açtığı saptanmıştır. Bu bağlamda, şirketlerin genel giderlerinde belirgin bir artış gözlemlenmiştir. Özellikle Aselsan, 2022–2023 döneminde genel yönetim giderlerinde %181,02 oranında bir artış kaydetmişken, Otokar %142,63 ve Papilon %107,51 oranlarında artış göstermiştir. Bu bulgular, firmaların jeopolitik belirsizliklere karşı maliyetlerini artırdığını ve yönetim faaliyetlerini genişlettiğini göstermektedir. Pazarlama giderleri analiz edildiğinde, Otokar'ın 2022–2023 döneminde %173,03 oranıyla en yüksek artışı kaydettiği görülmektedir. Aselsan da pazarlama giderlerini %64,81 oranında istikrarlı biçimde artırmış, Papilon ise %83,90 oranında artış sağlamıştır. Bu veriler, şirketlerin pazarlama stratejilerini güçlendirerek daha geniş pazarlara ulaşma çabasında olduğunu ortaya koymaktadır. Ar-Ge harcamaları açısından bakıldığında, Aselsan'ın Ar-Ge giderleri 2022–2023 döneminde %223,85, Otokar'ın ise %364,75 oranında artmıştır. Bu bulgu, her iki şirketin de rekabet güçlerini artırma amacıyla uzun vadeli teknoloji yatırımını sürdürdüğünü göstermektedir. Papilon ise bu dönemde Ar-Ge harcaması gerçekleştirilmemiştir. Bu durum, Papilon'un teknolojik yenilik ve rekabetçilik konularında farklı stratejiler izlediğini düşündürmektedir. Amortisman ve itfa giderlerinde de tüm şirketlerde artışlar yaşanmıştır. Aselsan, 2022–2023 döneminde %477,68 ile bu alanda en yüksek artışı kaydetmiş, Otokar ise %407,34 oranında artış göstermiştir. Papilon'un amortisman giderleri de %252,86 oranında artmıştır.

Net dönem kârı açısından bakıldığında, Papilon 2020–2021 döneminde %161,03 oranında artış yaşanmış, ancak sonraki yıllarda bu oranlar sırasıyla %58,71 ve %38,35’e gerilemiştir. Otokar ise her yıl kârını artırarak 2022–2023’te %58,82’ye ulaşmıştır. Bu, şirketin kârlılık bakımından istikrarlı bir büyüme göstermektedir. Aselsan ise 2021–2022 döneminde %20,24 oranında net kâr düşüşü yaşamış, ancak sonraki yıl %16,11 oranında toparlama kaydetmiştir. Bu bulgular, Papilon’un başlangıçta yüksek oranda kârlılık yakalamasına rağmen bu performansı sürdüremediğini, Otokar’ın ise kârlılıkta en istikrarlı şirket olduğunu ortaya koymaktadır.

Dönen varlıklar, Papilon’un dönen varlık oranı, tüm yıllar boyunca oldukça yüksek seyretmiş; 2020 yılında %92,06 olan oran, 2023 itibarıyla %79,5’e gerilemiştir. Bu durum, şirketin likit yapıda olduğunu ancak zamanla dönen varlık ağırlığını bir miktar azalttığını göstermektedir. Otokar ise benzer bir yapı sergileyerek 2022 yılında %93,84 ile zirve yapmış, 2023 yılında bu oran %74,15’e gerilemiştir. Aselsan ise dönen varlıklar açısından daha dengeli bir yapıya sahip olup, 2020 yılında %57,43 olan oran 2023 itibarıyla %48,41’e düşmüştür. Bu durum, Aselsan’ın daha sermaye yoğun ve yatırım odaklı bir varlık yapısı tercih ettiğini göstermektedir. Likiditenin doğrudan göstergesi olan nakit ve nakit benzerleri kaleminde Papilon oldukça yüksek oranlarla öne çıkmaktadır. Aselsan’ın nakit oranı ise dönem boyunca azalmış; 2020’de %11,97 iken 2023’te %4,39’a düşmüştür. Bu, Aselsan’ın nakit yönetiminde daha düşük elde tutma politikası izlediğine işaret etmektedir.

Aselsan ticari alacak oranı 2020’de %20,94 iken 2022’de %44,47’ye yükselmiş, 2023’te %34,68 seviyesine gerilemiştir. Otokar’ın ticari alacak oranı benzer biçimde dalgalı seyretmiştir. (%30,44’ten %26,37’ye gerilemiştir). Papilon’un ticari alacak oranı ise 2021’de %9,03’e kadar yükselmiş ancak 2023’te %2,5 seviyesine inmiştir. Aselsan’ın stok oranı yıllar içerisinde artış göstermiş (%16,21’den %21,37’ye), Otokar’ın stok oranı da benzer bir şekilde artış eğilimindedir. Papilon ise 2020 yılında %11,23 olan stok oranını 2023’te %15,3’e çıkarmıştır. Aselsan’ın duran varlık oranı 2020’de %42,47 iken 2023’te %51,59’a ulaşmıştır. Bu artış, sabit kıymet yatırımlarının arttığını ve şirketin uzun vadeli varlıklara yöneldiğini göstermektedir. Otokar’da ise oranlar dalgalanmış, 2022’de %6,44’e düşmüş ancak 2023’te yeniden %25,85’e yükselmiştir. Papilon, 2020 yılında yalnızca %7,95 oranında duran varlığa sahipken, 2023 itibarıyla bu oran %20,5’e

çıkıştır. Bu eğilim, Papilon'un da sermaye yatırımlarına yöneldiğini ve varlık yapısını çeşitlendirdiğini göstermektedir. Maddi duran varlık oranı kaleminde Aselsan'ın oranı %6,86'dan %15,76'ya yükselmiş, Otokar ve Papilon'da ise daha düşük seviyelerde kalmıştır. Papilon'un maddi duran varlık oranı 2020'de %0,73 iken 2023'te sadece %0,7 seviyesindedir. Bu durum, Papilon'un fiziksel sermaye yatırımlarının sınırlı olduğunu ve daha az varlık yoğun çalıştığını göstermektedir.

Otokar, 2022'de %88,09 ile en yüksek kısa vadeli borçluluk oranına ulaşmış, bu oran 2023'te %64,36'ya gerilemiştir. Aselsan bu kaleminde daha dengeli bir yapı sergileyerek, yükümlülük oranlarını yaklaşık %33–39 arasında tutmuştur. Papilon'un ise kısa vadeli borçları oldukça düşük düzeydedir (%4,2 – 2023), bu durum firmanın borçsuz veya özkaynak ağırlıklı bir finansman politikası benimsediğini göstermektedir. Uzun vadeli yükümlülüklerde Otokar dikkat çekmektedir; 2020'de %27,69 olan oran, 2023'te %10,08'e gerilemiştir. Bu azalma, şirketin borç ödeme kabiliyetini kullanarak vadeli borçlarını azaltmış olabileceğini düşündürmektedir. Aselsan ise uzun vadeli yükümlülüklerini daha sabit bir düzeyde (%8–10) tutmuştur. Papilon ise uzun vadeli yükümlülük taşımayan veya çok düşük seviyelerde tutan bir yapı sergilemiştir (2023: %2,6). Ticari borçlar kaleminde Aselsan 2020 ve 2021'de neredeyse hiç borç taşımazken, 2022 ve 2023'te oran %12,86 ve %9,92 olmuştur. Bu artış, tedarikçilere yönelik borç yönetiminin daha aktif kullanılmaya başlandığını gösterir. Otokar benzer şekilde %8–19 arasında değişen ticari borç oranlarına sahiptir. Papilon'un ticari borçları ise oldukça düşük düzeydedir; 2023 itibarıyla yalnızca %0,2 oranında gerçekleşmiştir.

Papilon'un özkaynak oranı %95'in üzerinde seyretmiş ve 2023'te %93,2 olmuştur. Bu durum, şirketin faaliyetlerini neredeyse tamamen özkaynakla finanse ettiğini göstermektedir. Aselsan da yüksek özkaynak yapısına sahip olup 2023'te bu oran %58,7'ye ulaşmıştır. Otokar'ın özkaynak oranı ise daha düşük seviyelerde kalmıştır (2023: %25,55), bu da daha fazla dış kaynak kullanımını işaret etmektedir. Kar yedekleri kaleminde Aselsan ve Otokar sınırlı artışlar kaydederken, Papilon'un oranı %4,04'ten %9,2'ye yükselmiştir.

Satışların maliyeti, Hem Aselsan hem de Otokar, dönem boyunca yüksek maliyet oranlarına sahiptir ve bu oranlar zamanla artış göstermektedir. Papilon, 2020 yılında en

yüksek maliyet oranına sahip şirketken (%83), bu oranı 2023'te %51,89'a kadar düşürmüştür. Bu durum, Papon'un maliyetlerini azaltarak brüt kâr marjını iyileştirmeyi başardığını gösterir. Aselsan ve Otokar ise bu konuda gerileme yaşamıştır. Brüt Kar, Tüm firmalar için 2021 yılı genellikle brüt kâr marjının zirve yaptığı yıldır. Papon, 2020 yılında %16,9 gibi düşük bir brüt kâr marjına sahipken 2023'te bu oranı %48,11'e çıkarmıştır. Bu, kârlılık açısından iyileşmedir. Öte yandan, Otokar ve Aselsan'da brüt kâr marjı 2023'te düşüş göstermiştir. Genel Yönetim Giderleri, Tüm şirketlerde bu gider oranı artma eğilimindedir. Papon, yönetim giderlerini çok daha yüksek seviyelerde gerçekleştirmiştir. 2023'te %32,03 oranla en yüksek paya sahipken, Aselsan bu kalemi oldukça düşük seviyelerde tutmuştur (%4,6). Bu fark, şirket ölçekleri ve organizasyonel yapıları arasındaki farkı yansıtır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri, Hem Otokar hem de Papon, bu kalemden hasılatlarının yaklaşık %13–16'sını ayırmıştır. Aselsan'da bu oran oldukça düşüktür. Aselsan ve Otokar, Ar-Ge'ye düzenli olarak yatırım yapmaktadır. Papon için bu kaleme dair veri sunulmamıştır. Tüm firmalar amortisman giderinde zamanla artış göstermektedir. Papon, 2023 yılında amortisman oranında (%16,91) açık ara en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Tüm şirketlerde net kar oranı zamanla dalgalanma göstermiştir. Papon, 2020–2023 döneminde en yüksek net kâr marjına ulaşan şirket olmuştur (2023'te %73,04). Aselsan'da bu oran sürekli düşerek %8,97'ye gerilemiştir. Otokar da benzer şekilde düşüş eğilimindedir (%21,25 → %7,23). Bu farklılık, Papon'un kârlılığını koruma ve geliştirme konusunda daha başarılı olduğunu ortaya koymaktadır.

2020–2023 yılları arasındaki likidite oranları incelendiğinde, Aselsan ve Otokar'ın sektör ortalamasının belirgin biçimde altında kaldığı, Papon'un ise sektör dışı denebilecek kadar yüksek oranlara sahip olduğu görülmektedir. Cari oran açısından bakıldığında Aselsan ve Otokar, dönem boyunca 1 ile 1,6 arasında seyreden oranlarla sınırlı bir kısa vadeli ödeme gücüne sahipken, sektör ortalaması 2020'de 10,79 gibi oldukça yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Papon ise bu yıllar boyunca cari oranını 12 ile 29 arasında tutarak sektör ortalamasını önemli ölçüde yukarı çekmiştir. Bu durum, Papon'un kısa vadeli borçlarına karşı fazlasıyla temkinli ve hatta kaynak kullanımında verimsiz bir yapıda olduğunu düşündürmektedir. Asit-test oranı yönünden değerlendirildiğinde Aselsan ve Otokar, 1'in altında kalan oranlarıyla dönen varlıklar

içinde stok dışı likit varlıkların yetersizliğini ortaya koyarken, Papilon her yıl bu oranı 11'in üzerinde tutarak nakde yakın varlıkların fazlalığını açıkça yansıtmaktadır. Sektör ortalamasının bu dönemde 4,57 ile 9,24 arasında değişmiş olması, Papilon'un etkisiyle yukarı çekilen bir ortalamaya işaret ederken, Aselsan ve Otokar'ın bu seviyelere yaklaşamaması, likidite yönetimi açısından zayıf olduğu gözlenmektedir. Nakit oranı açısından ise Aselsan'ın oranı 2023 itibarıyla 0,13'e kadar gerilerken, Otokar aynı yıl bu oranı 0,33'e çıkarmayı başarmış ve görece bir toparlanma göstermiştir. Sektör ortalaması ise 2020'de 8,33 iken 2023'te 1,40'a gerileyerek önemli bir düşüş yaşamıştır. Papilon'un 2020'de 24,41 gibi yüksek bir nakit oranına sahip olması ve bu değer 2023'te dahi hâlâ 3,76 düzeyinde olması, işletmenin büyük miktarda kullanılmayan nakit veya nakde çevrilebilir varlık tuttuğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, Aselsan ve Otokar, sektör ortalamasının altında kalan likidite oranları ile kısa vadeli borçlarını karşılama noktasında daha kırılgan bir yapıya sahiptir. Özellikle Aselsan'ın hem asit-test hem de nakit oranlarındaki düşüş eğilimi, kısa vadeli finansal risklerin arttığını göstermektedir. Otokar'da ise 2023 yılında gözlemlenen kısmi toparlanma, finansal yönetim açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Öte yandan, Papilon'un likidite oranlarının sektör ortalamasının çok üzerinde olması, borçsuzluk ve aşırı ihtiyatlılık gibi olumlu göstergeler içermekle birlikte, kaynakların etkin kullanılmadığı ve büyüme potansiyelinin sınırlı kalabileceği yönünde eleştirel bir bakış açısını da gündeme getirmektedir.

2020–2023 yılları arasında sektör ortalaması mali yapı oranları incelendiğinde, genel olarak borçluluk düzeyinin yüksek ancak dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Borç/özkaynak oranı, sektör genelinde 3,03 ile 4,27 arasında değişirken, Aselsan bu oranda 0,7–0,91 aralığında daha düşük ve kontrollü bir borçlanma politikası izlemektedir. Otokar ise sektör ortalamasına paralel, hatta 2022 yılında önemli bir artışla 5,76'ya kadar yükselen dalgalı bir borç/özkaynak oranına sahiptir. Papilon'da ise bu oran genel sektörden yüksek olarak gözlemlenmektedir. Özkaynak oranı açısından sektör ortalaması %30-32 civarında sabit kalırken, Aselsan'ın %53–59 arasında oldukça yüksek seviyelerde seyretmesi, firmanın finansal sağlamlığını desteklemektedir. Otokar'ın %18–26 arasında değişen düşük özkaynak oranları ise şirketin daha riskli bir finansal yapı

benimsediğini göstermektedir. Papilon'un ise %90'ların üzerinde bildirilen özkaynak oranı, sektör ortalamasının çok üstünde görünmektedir.

Finansal kaldıraç oranı sektör genelinde 2,31 ile 3,44 arasında iken, Aselsan'da 1,7–1,91 aralığında daha düşük ve dengeli seyretmektedir. Otokar'da ise bu oran dönemsel dalgalanmalarla 0,74–1,06 arasında kalmış, sektöre göre daha mütevazı kaldıraç kullanımı olduğu görülmüştür. Maddi duran varlıklar/özkaynak oranı sektör ortalamasında 0,27–0,56 arasında değişirken, Aselsan ve Otokar'ın bu oranı 0,13–0,36 arasında, Papilon'da ise 0,46–0,76 aralığında seyretmiştir. Bu durum, firmaların sabit varlık yatırımlarında sektör ortalaması civarında veya üzeri yatırımlar yaptığını göstermektedir. Duran varlıklar/devamlı sermaye oranı ve devamlı sermaye bağımlılık oranı verilerinde ise sektör genelinde dalgalanmalar yaşanmakta, Aselsan'ın daha stabil bir yapıya sahip olduğu, Otokar'ın dalgalı ancak toparlanmaya yönelik bir seyir izlediği görülmektedir.

2020–2023 dönemi faaliyet oranları açısından Aselsan, Otokar, Papilon ve sektör ortalaması karşılaştırıldığında stok devir hızı açısından Otokar sürekli bir artış göstererek 2023'te 3,7 ile sektöre ve diğer firmalara göre çok daha verimli bir stok yönetimi gerçekleştirmiştir. Buna karşılık Papilon'da stok devir hızı düşüş eğiliminde olup, 2023'te 1,14'e kadar inmiş ve stok devir günü 319,3 ile sektör ortalamasının (211,5 gün) ve diğer firmaların oldukça üzerinde kalarak stokların işletmede uzun süre beklediğini göstermektedir. Aselsan ise 2023'te stok devir hızı 1,66 ile sektör ortalamasının biraz altında yer almıştır. Alacak devir hızı açısından Papilon, 2020'de yüksek bir performans gösterse de sonraki yıllarda düşüş yaşamış, 2023'te ise 6,18 ile sektöre (3,95) ve Aselsan'a (1,41) göre daha iyi bir tahsilat süresi sağlamıştır. Otokar ise 2023'te 4,26 ile sektöre yakın, Aselsan'ın ise oldukça üzerinde bir performans sergilemiştir. Bu, Otokar ve Papilon'un alacak yönetiminde daha etkin olduğunu göstermektedir. Net işletme sermayesi devir hızı, Otokar'da 2022'de 15,64 ile zirve yapmış, 2023'te 8,56 ile sektör ortalaması (4,06) ve Aselsan'ın (3,24) oldukça üzerinde seyretmiştir. Papilon ise bu oranlarda çok düşük kalarak sermaye kullanımında verimsizlik göstermiştir. Sektör ortalaması da Papilon'dan daha iyi olmakla beraber Otokar'ın gerisindedir. Borç yönetiminde Aselsan'ın borç ödeme süresi 2023'te 100,55 gün ile sektör ortalamasının (61,80 gün) oldukça üstünde bulunurken, Otokar ve Papilon daha kısa ödeme süreleriyle

borçlarını daha hızlı çevirmektedir. Faaliyet döngüsü açısından Otokar 2023'te 129,15 gün ile sektörden (292,96) ve diğer firmalardan çok daha kısa bir faaliyet döngüsüne sahiptir. Aselsan ve Papilon ise 370 gün civarında faaliyet döngüsü ile sektör ortalamasının üzerinde daha uzun süreçler yaşamaktadır.

Genel olarak, Otokar stok, alacak ve işletme sermayesi yönetiminde en etkin performansı sergileyerek likidite ve operasyonel verimlilik açısından üstünlük göstermektedir. Aselsan orta düzeyde bir performans ortaya koyarken, Papilon stok ve sermaye yönetiminde önemli zorluklar yaşamakta ve sektör ortalamasının altında kalmaktadır. Bu sonuçlar, firmaların finansal yönetim stratejilerindeki farklılıkları ve sektördeki rekabet avantajlarını açıkça ortaya koymaktadır.

Aselsan'ın karlılık oranları sektör ortalamasına göre daha istikrarlı ve yüksek kalmıştır. 2023'te bile Aselsan'ın brüt kar marjı %27,32, net kar marjı %8,97 iken, sektör marjları %0,33-0,30 civarındadır. Özsermaye karlılığı Aselsan'da %10,29 iken, sektör %0,24 seviyesindedir. Bu durum Aselsan'ın sektöre göre daha dayanıklı ve güçlü bir karlılık yapısına sahip olduğunu gösterir. Otokar'ın karlılık oranları sektör ortalamasına paralel ancak genellikle daha düşük veya benzer seviyelerdedir. Özellikle 2023'te Otokar'ın net kar marjı %7 ve aktif karlılık %6 ile sektörün üzerinde görünse de, FVÖK ve FAVÖK marjları çok düşük veya negatif değerlere yaklaşmıştır. Bu da Otokar'ın sektörün genel sıkıntılarına benzer zorluklar yaşadığını göstermektedir. Papilon, net ve brüt kar marjlarında sektörün çok üstünde seviyelerde performans sergilemiştir (%48 civarı brüt kar marjı, %73 net kar marjı 2023'te). Ancak FVÖK marjı negatif, FAVÖK marjı ise pozitif ancak düşük seviyelerde kalmıştır. Özsermaye karlılığı da sektöre kıyasla oldukça yüksektir.

Firma Değeri/FAVÖK oranı açısından sektör ortalaması 2023'te 108,88 ile oldukça yüksek bir seviyededir. Bu, sektör genelinde şirketlerin piyasa değerlerinin faaliyet kârlarına göre aşırı primlendiğine işaret eder. Otokar ise bu noktada 304,35 ile çok daha yüksek ve dikkat çekici bir değerlemeye sahipken, Aselsan'ın oranı (13,24) sektör ortalamasına göre makul, Papilon ise (9,05) sektörün altında kalmaktadır. Firma Değeri/Satışlar oranında sektör ortalaması 2023'te 7,61 gibi yüksek bir seviyededir. Otokar (18,48) ve Aselsan (2,88) bu değerlerin üzerinde ve altında olmak üzere farklı

profiller gösterirken, Pabilon (1,47) sektör ortalamasının oldukça altında, daha temkinli bir fiyatlama sergilemektedir.

Rusya-Ukrayna Savaşı'nın Avrupa'daki savunma stokları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmada, 2023 yılı itibarıyla savunma sektöründe Fiyat/Kazanç (F/K) oranlarının 97,18 gibi oldukça yüksek seviyelere ulaşabildiğini göstermiştir. Bu durum, savunma sektörünün yatırımcılar tarafından beklentilerin üzerinde bir büyüme ve potansiyel riskle ilişkilendirildiğine işaret etmektedir. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı sektörde 2023'te 97,18'e kadar çıkarken, Otokar (254,85) bu oranın çok üzerinde, Aselsan (31,02) ve Pabilon (5,66) ise daha düşük ve nispeten dengeli oranlar göstermektedir. Bu durum, Otokar'ın kârlılığındaki zayıflığa rağmen piyasa tarafından çok yüksek risk ve büyüme beklentisi ile fiyatlandığını düşündürür. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı sektör ortalamasında 21,23 gibi çok yüksek bir seviyedeysen, Otokar (60,40) bunun çok üzerinde aşırı değerlemeye işaret eder. Aselsan (2,32) ve Pabilon (0,96) ise sektöre kıyasla daha makul, hatta Pabilon piyasa değerinin defter değerine çok yakın olduğunu gösterir. Net Finansal Borç/FAVÖK oranı sektör genelinde 3,43 seviyesinde olup, Otokar (8,76) sektörün oldukça üzerinde yüksek finansal risk taşımaktadır. Aselsan (1,24) ve Pabilon (0,29) bu açıdan daha sağlıklı finansal yapıya sahiptir.

Aselsan özelinde, savaş sonrası dönemde Türkiye'nin savunma yatırımlarındaki artış ve uluslararası güvenlik endişelerinin derinleşmesi şirketin finansal göstergelerine olumlu yansımıştır. 2021 yılında 20,1 milyar TL olan net satışlar, savaşın hemen ardından 2022'de %77 artışla 35,3 milyar TL'ye, 2023'te ise %110'luk bir sıçramayla 74,1 milyar TL'ye yükselmiştir. Net dönem kârı da bu paralelde 2021'deki 4,4 milyar TL seviyesinden 2023 sonunda 7,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu artışta hem savunma projelerine yönelik devlet destekli siparişlerin hem de ihracat anlaşmalarının katkısı büyüktür. Savaş sonrası dönemde Aselsan'ın brüt kâr marjı %30'dan %29'a, net kâr marjı ise %12'den %10'a gerilemiştir; bu durum artan maliyetler ve enflasyonist baskılar devreye girmektedir. Ancak öz kaynak kârlılığı %18'den %21'e yükselerek şirketin sermaye kârlılığını koruyabildiğini göstermektedir. Aselsan, savaş sonrası dönemde bölgesel güvenlik tehditlerinin artmasına bağlı olarak, hem devlet destekli hem de dış alıcılarla yapılan sözleşmelerin sayısını artırmış; bu da şirketin uzun vadeli iş portföyüne pozitif katkı sağlamıştır. Finansal göstergeler, gelir ve kâr artışı, artan sipariş hacmiyle birlikte Aselsan'ın savaş sonrası dönemde güçlü bir büyüme ivmesi yakaladığını

göstermektedir. Burada savaş, Aselsan için stratejik fırsat yaratmıştır. Aselsan, güçlü bilanço yapısı, istikrarlı kârlılığı ve düşük finansal riskiyle yatırım yapılabilir nitelikte lider bir savunma sanayi şirkettir.

Papilon açısından savaş öncesi ve sonrası dönem finansal açıdan ciddi bir kırılmaya işaret etmektedir. 2021 yılında 32,5 milyon TL olan satış gelirleri, savaş sonrası güvenlik teknolojilerine olan küresel talep artışına rağmen 2023'te 20,7 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu durum, şirketin ulusal ve uluslararası savunma tedarik zincirine entegrasyon eksikliği yaşadığını göstermektedir. 2021 yılında 4,3 milyon TL olan net zarar, 2022'de 7,7 milyon TL'ye ve 2023'te dramatik biçimde -31,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Savaş sonrası dönemde kamu güvenliği ve biyometrik güvenlik sistemlerine yönelik genel bir talep artışı yaşanmasına karşın, Papilon bu potansiyeli finansal performansa dönüştürememiştir. Brüt kâr marjının %40'tan %4,8'e, FAVÖK marjının -%12'den -%146'ya gerilemesi, şirketin maliyet yönetiminde ciddi sorunlar yaşadığını ortaya koymaktadır. Ayrıca artan borçluluk oranı (borç/öz kaynak oranı 2,8), şirketin finansal kaldıraç yapısının sürdürülemez düzeyde olduğunu göstermektedir. Savaş sonrası artan güvenlik taleplerine rağmen şirket satışlarını ve kârlılığını artırmakta zorlanmış, maliyet yönetimi ve borç yükü artmıştır. Bu bağlamda savaş, Papilon için büyüme fırsatının kaçırıldığı ve finansal kırılganlığın derinleştiği bir dönem olmuştur. Papilon, zayıf nakit akışı, negatif kârlılığı ve yüksek borçluluğu nedeniyle yüksek riskli bir profil sunmakta; bu nedenle yakın vadede finansal yapılandırma ve stratejik dönüşüme ihtiyaç duymaktadır.

Otokar, savaş sonrası dönemde hem savunma sanayi hem de ticari araç segmentinde dış talepteki artıştan pozitif yönde etkilenmiştir. 2021 yılında 4,5 milyar TL olan net satışlar, 2022'de 9,1 milyar TL'ye, 2023 yılında ise %37'lik artışla 12,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde net dönem kârı da 891 milyon TL'den 1,5 milyar TL'ye yükselmiştir. Özellikle zırhlı araçlara yönelik uluslararası siparişlerdeki artış, şirketin operasyonel hacmini genişletmiştir. Savaş sonrası dönemde Otokar'ın brüt kâr marjı %22'den %26,9'a, FAVÖK marjı %18'den %21,8'e yükselmiştir. Bu iyileşme, üretim ölçeğinin büyümesine ve maliyet etkinliğine dayanmaktadır. Ancak borç/öz kaynak oranı savaş öncesi dönemde 1,4 iken 2023 sonunda 2,1'e yükselmiş; bu durum finansman maliyetleri açısından dikkatle yönetilmesi gereken bir riski işaret etmektedir. Otokar'ın

kısa vadeli yükümlölükleri karşılamada sınırlı bir marjla hareket ettiği, ancak stok ve ticari alacak devir hızlarındaki olumlu seyirle likidite riskini kısmi olarak dengelediği görölmektedir. Genel olarak Otokar, savaşın yarattığı ortamdan büyüme açısından kısmen olumlu etkilenmiş fakat finansal riskler nedeniyle dikkatli yönetim gerektiren bir performans sergilemiştir. Otokar, operasyonel anlamda başarılı bir performans sergilemekte; ancak borç yönetimi ve likidite pozisyonunda iyileştirme gerekmektedir. İnovatif üretim ve dış pazar açılımı ile orta–uzun vadede değer yaratma potansiyeli taşımaktadır.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Aselsan, artan sipariş ve gelirlerle birlikte sermaye kullanımını optimize ederek, yatırımlardan maksimum getiri sağlanmalı, AR-GE harcamaları etkin ve hedef odaklı artırılabilir. Savaş sonrası artan küresel savunma talebi fırsatına paralel olarak ihracat pazarları çeşitlendirilmeli, özellikle Orta Doğu, Afrika ve Asya pazarlarında aktif rol alınmalıdır. Ancak, büyüme odaklı harcamalar artarken, likidite pozisyonu güçlü tutulmalı; döviz riskleri ve hammadde fiyat dalgalanmalarına karşı etkin risk yönetimi uygulanmalıdır. Aselsan'ın AR-GE harcamalarını mevcut cirosunun yaklaşık %8-10'u seviyesinde tutması kritik, zira savunma sanayiinde teknoloji üstünlüğü sürdürülebilir rekabet avantajı sağlar. Borç/özsermaye oranının daha da düşürölmesi, özellikle döviz bazlı borçların kur riskinden korunması için hedge stratejileri uygulanması önerilir. Likidite pozisyonunun iyileştirilmesi için kısa vadeli varlıkların artırılması ve stok yönetiminin optimize edilmesi gerekir. Yurt dışı satışların toplam cironun %30'un üzerine çıkarılması hedeflenmeli; böylece savaş sonrası artan uluslararası talep fırsatlarına daha iyi adapte olunabilir.

Papillon, finansal kırılganlık azaltılmalıdır, maliyet yapısı gözden geçirilerek verimlilik artırılmalıdır. Yüksek borçluluk oranı düşürölmeli, mümkünse yeniden yapılandırma veya sermaye artırımı düşünölabilir. Üretim süreçleri ve tedarik zinciri optimize edilerek maliyetler azaltılmalıdır. Savaş sonrası talep artışından faydalanmak için ürün ve hizmet kalitesi yükseltilmelidir. Sektörde güçlü şirketler ile ortaklık veya iş birlikleri finansal ve operasyonel güçlendirme sağlanmalıdır. Böylece pazar payı artırılabilir ve riskler dağıtılabilir. Öncelikli olarak borçların yeniden yapılandırılması veya kısa vadeli borçların uzun vadeye çevrilmesi ile finansal risklerin minimize edilmesi

gereklidir. Operasyonel verimliliği artırmak adına maliyet düşürücü programlar ve üretim süreçlerinde otomasyon yatırımları yapılmalıdır. Brüt kar marjının yeniden artırılması için tedarikçi müzakereleri güçlendirilmeli ve hammadde maliyetleri kontrol altına alınmalıdır. Şirketin likidite yönetimi için, kısa vadeli alacak tahsil süreleri kısaltılmalı, stok devir hızı artırılmalıdır.

Otokar, savaş öncesinde güçlü bir finansal yapıya sahip olmakla birlikte, savaş sonrası büyüme fırsatlarını değerlendirirken borç/özsermaye oranını %0.5'ten %0.9'a çıkarmış ve cari oranı 1.3'ten 1.1'e düşürmüştür. Satış gelirleri %10 artış göstermesine karşın, brüt kar marjında hafif bir düşüş (%22'den %20'ye) söz konusudur. Bu durum, savaş sonrası artan hammadde fiyatları ve tedarik zinciri maliyetlerini yansıtmaktadır. Otokar, savaş sonrası büyüme fırsatlarını değerlendirirken artan borç risklerine karşı dikkatli olmalı, nakit akışları etkin yönetilmelidir. Ar-Ge yatırımları artırılarak ürün portföyü güçlendirilmeli, özellikle yüksek katma değerli ve ihracata yönelik ürünlere ağırlık verilmelidir. Borç seviyelerinin artması, likidite riskini artırdığı için nakit yönetimi ve borç geri ödeme planları gözden geçirilmeli, gereğinde sermaye artırımı planlanmalıdır. Tedarik zinciri risklerine karşı alternatif tedarikçi portföyü oluşturulmalı ve stok yönetimi sıkılaştırılmalıdır. Finansal risklerin azaltılması amacıyla döviz kuru riskinden korunma (hedging) stratejileri ve faiz risk yönetimi aktif olarak uygulanmalıdır.

Gelecek çalışmalarda, döviz kurlarındaki volatilité, enflasyon oranlarındaki artış ve özellikle çelik, enerji gibi temel girdilerin fiyatlarındaki değişimlerin savunma sanayi firmalarının maliyet yapısı ve kârlılığı üzerindeki etkileri incelenebilir. Buna ek olarak, Türkiye'deki savunma sanayi şirketlerinin finansal performansı, NATO üyesi ülkelerdeki benzer ölçekli şirketlerle (ör. Rheinmetall – Almanya, Leonardo – İtalya) karşılaştırılabilir. Böylece, coğrafi konum, politik istikrar ve dış ticaret ilişkilerinin finansal etkileri analiz edilebilir. Savaş sonrası tedarik zinciri kesintilerinin (ör. çip krizi, lojistik maliyet artışları) firmaların stok devir hızı, net işletme sermayesi ve nakit dönüş süresi üzerindeki etkileri incelenebilir.

KAYNAKÇA

Adi, I., & Micah, E. (2022). Interrogating Russo-Ukrainian war' implications for human security and global economy. *IOSR Journal of Humanities and Social Science*, 27(6), 21-28. https://www.researchgate.net/publication/361856462_Interrogating_Russo-Ukrainian_War'_Implications_for_Human_Security_and_Global_Economy (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Ajeigbe, K. B. (2023). Does the Russia-Ukraine war affects trade relations and foreign direct investment flows from Europe into Asia and Africa? *International Journal of Research in Business and Social Science*, 12(2), 287-300. <https://www.ssbfn.net/ojs/index.php/ijrbs/article/view/2222> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Ak Akdoğan, N., & Tenker, N. (2010). *Finansal tablolar ve mali analiz teknikleri*. Ankara. Gazi Kitabevi

Alniak, O. (1997). Türk savunma sanayi hakkında genel değerlendirme. *Savunma sanayiindeki teknolojik gelişmeler sempozyumu* (5–6 Haziran), Kara Harp Okulu, Ankara.

Al-Saadi, N. (2023). Russian-Ukrainian War's Effects on the World Economy. *International Journal of Economics and Business Administration*, 11(2), 45-60. <https://doi.org/10.35808/ijeba/799> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Anton, B. (2015). Crimea and the Russian-Ukrainian conflict. *Romanian Journal of European Affairs*, 15(1), 35-54. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2576142 (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Ardan, M. C., Marzaman, A. P., & Deni, S. (2023). The Russian-Ukrainian war effects on global food trade: A review. *Journal of Political Science and International Relations*, 6(2), 54-63. <https://www.sciencepublishinggroup.com/article/10.11648/j.jpsir.20230602.14> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Aselsan. (2024, 11 Ocak). Yatırımcı ilişkileri. <https://www.aselsan.com/tr/yatirimci-iliskileri> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Attinasi, M. G., Bobasu, A., & Zimmer, J. (2022). The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets. *ECB Economic Bulletin*, 4, 1-8. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202204_01~68ef3c3dc6.en.html (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Bayraktar, S. (2019). *Savunma sanayi ve savunma harcamalarının makroekonomik etkileri: Türkiye örneği* (Yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü). ProQuest Dissertations & Theses Global. https://www.proquest.com/openview/e8c5c42a21fd5a462c4d9692ec048dfe/1?cb_l=2026366&diss=y&pq-origsite=gscholar (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Bluszcz, J., & Valente, M. (2019). The war in Europe: Economic costs of the Ukrainian conflict. *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 1804. <https://doi.org/10.10.2139/ssrn.3392199> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Bülbül, F., Özkan, O., & Ağırbaş, İ. (2017). Savunma sanayinin gelişiminin ihracat-ithalat dengesi üzerindeki etkileri [The effects of defence industry development on export-import balance]. *Güvenlik Stratejileri Dergisi*, 16(33), 163-188. https://javstudies.com/files/javstudies_makaleler/319373517_64-72.%20Ferda%20B%C3%9CL%C3%9CC_%20Okan%20%C3%96ZKAN%20%26%20C4%B0sma%20A%C4%9EIRBA%C5%9E.pdf (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Canan-Sokullu, E. (2019, Ekim). Savaş türleri (*Güvenlik Yazıları Serisi*, No. 22). Bahçeşehir Üniversitesi. 3(2) 5-13 https://trguvenlikportali.com/wp-content/uploads/2019/11/SavasTurleri_EbruCananSokullu_v.1.pdf <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.31310.41283> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Canbay, Ş. (2010). *Savunma harcamalarının ve savunma sanayinin makro ekonomik etkileri ve Türkiye örneği* (Yüksek lisans tezi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü). ProQuest Dissertations & Theses Global. <https://www.proquest.com/openview/2e051f4a868818c68d755a0ba970fe6d/1?cbl=2026366&diss=y&pq-origsite=gscholar> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Celasun, O., & Di Bella, G. (2022). The economic impact of the war in Ukraine on emerging and developing economies. *IMF Working Paper*, No. 22/145.

Chepeliev, M., & van der Mensbrugghe, D. (2022). The Russia-Ukraine conflict and global food security. *Global Food Security*, 33, 100642.

Chassang, S., & Miquel, G. P. (2009). Economic shocks and civil war. *Quarterly Journal of Political Science*, 4(3), 211-228. <https://doi.org/10.1561/100.00008072> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Demir, A. (2021). *Türkiye'de savunma sanayinin ekonomik etkileri* (Yüksek lisans tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü). YÖK Ulusal Tez Merkezi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezSorguSonucYeni.jsp> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Dhamame, O. (2024). The impact of the Russia-Ukraine War on the U.S. economy: A comprehensive analysis. *World Journal of Advanced Research and Reviews*, 21(2), 1-10. <https://wjarr.com/sites/default/files/WJARR-2024-2492.pdf> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Eurostat. (2022). EU imports of energy products - latest developments. https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/index.php?title=EU_imports_of_energy_products_latest_developments (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

European Bank for Reconstruction and Development. (2022). *Regional economic prospects in the EBRD regions: The impact of the war on Ukraine*.

European Central Bank. (2022). The economic impact of the war in Ukraine and the sanctions on Russia. *ECB Economic Bulletin*, 3, 1-12. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202203.en.pdf> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

European Central Bank. (2023). Key ECB interest rates. European Commission. (2022). The EU economy after COVID-19 and the war in Ukraine. *European Economy Institutional Paper*, 181. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

European Commission. (2022, October 17). New reports highlight 2nd quarter impact of gas supply cuts. https://commission.europa.eu/news-and-media/news/new-reports-highlight-2nd-quarter-impact-gas-supply-cuts-2022-10-17_en (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

European Commission. (2024, May 21). Trade relations with Russia.

Federal Reserve. (2023). Monetary policy: Open market operations. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Food and Agriculture Organization. (2022). The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the war in Ukraine. <https://www.fao.org/3/cb9013en/cb9013en.pdf> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Götz, L., & Jaghdani, T. J. (2022). The Russia-Ukraine war and its impact on global agricultural markets. *Agricultural Economics*, 53(3), 345-356. <https://doi.org/10.1111/agec.12712> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

International Energy Agency. (2022). The impact of the Russia-Ukraine crisis on global energy markets. <https://www.iea.org/reports/the-impact-of-the-russia-ukraine-crisis-on-global-energy-markets> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

International Labour Organization. (2022). The impact of the Ukraine crisis on the world of work: Initial assessments. https://www.ilo.org/global/about-the-ilo/newsroom/news/WCMS_844625/lang--en/index.htm (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

International Monetary Fund. (2022). *World Economic Outlook: War sets back the global recovery*. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

International Monetary Fund. (2023, January). Global inflation will fall in 2023 and 2024 amid subpar economic growth. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

International Monetary Fund. (2023, April). The outlook is uncertain again amid financial sector turmoil, high inflation, ongoing effects of Russia's invasion of Ukraine, and three years of COVID. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

KAP. (2025, 20 şubat). Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://www.kap.org.tr/en>

Karabag, S. F., & Imre, Ö. (2022). The global, regional, national, sectoral, economic, and commercial impact of the Russo-Ukrainian War and the emerging second Cold War. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 12(2), 58-70. https://www.researchgate.net/publication/366894177_The_global_regional_national_sectoral_economic_and_commercial_impact_of_the_Russo-Ukrainian_War_and_the_emerging_second_Cold_War (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Khudaykulova, M., Yuanqiong, H., & Khudaykulov, A. (2022). Economic consequences and implications of the Ukraine-Russia war. *International Journal of Management Science and Business Administration*, 8(4), 44-52. <https://ideas.repec.org/a/mgs/ijmsba/v8y2022i4p44-52.html> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Koban, E. (1998). Savunma harcamaları, ekonomik etkileri ve Türkiye'deki gelişimi. *Genelkurmay Askeri Tarih ve Stratejik Etüt Başkanlığı*, 40-54. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bauniibfd/issue/70923/1086098> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Liu, N., & Su, Y. (2024). Russia-Ukraine war's effects on the world economy. *Highlights in Business, Economics and Management*, 24, 1105-1113. Makine ve Kimya Endüstrisi Kurumu. (1978). *Savunma sanayii raporu*. Ankara: MKE Yayınları. https://www.researchgate.net/publication/377732117_Russia-Ukraine_War's_Effects_on_the_World_Economy (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Mbah, R. E., & Wasum, D. F. (2022). Russian-Ukraine 2022 war: A review of the economic impact of Russian-Ukraine crisis on the USA, UK, Canada, and Europe. *Advances in Social Sciences Research Journal*, 9(3), 144-153. https://www.researchgate.net/publication/359512955_Russian-Ukraine_2022_War_A_Review_of_the_Economic_Impact_of_Russian-Ukraine_Crisis_on_the_USA (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Markus, S. (2022). Long-term business implications of Russia's war in Ukraine. *Asian Business & Management*, 21(4), 483-487. https://www.researchgate.net/publication/360771537_Long-term_business_implications_of_Russia's_war_in_Ukraine (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Maurya, P. K., Bansal, R., & Mishra, A. K. (2023). Russia-Ukraine conflict and its impact on global inflation: an event study-based approach. *Journal of Economic Studies*, 50(8), 1824-1846. https://www.researchgate.net/publication/369778302_Russia-Ukraine_conflict_and_its_impact_on_global_inflation_an_event_study-based_approach (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Naz, F., & Kear, M. (2022). Impact of Ukraine war on global energy and food supply chains. *Strategic Studies*, 42(2), 38-53. https://www.researchgate.net/publication/387505353_The_impact_of_the_Russia-Ukraine_war_on_the_Russian_supply_chain (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

OECD. (2022). Economic and social impacts and policy implications of the war in Ukraine. <https://www.oecd.org/ukraine-hub/policy-responses/economic-and-social-impacts-and-policy-implications-of-the-war-in-ukraine-2e3b2f8b/> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Orhan, E. (2022). The effects of the Russia-Ukraine war on global trade. *Journal of International Trade, Logistics and Law*, 8(1), 141-146. <https://www.jital.org/index.php/jital/article/view/277> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Otokar. (2025, 20 şubat). Yatırımcı ilişkileri. <https://www.otokar.com.tr/yatirim-iliskileri/yatirimci-iliskileri> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Papilon. (2025, 20 şubat). Yatırımcı ilişkileri raporları. <https://invest.papilon.com.tr/cms/index.php/raporlar> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Pigliucci, M. (2016). Russo-Ukrainian gas war: The lack of a common strategy jeopardizes European unity. *Advances in Economics and Business*, 4(3), 124-131. https://www.researchgate.net/publication/299544282_Russo-Ukrainian_Gas_War_The_Lack_of_a_Common_Strategy_Jeopardizes_European_Unity (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Rae, M. (2022). The economic impact of the Ukraine–Russia war. *SAGE Business Cases Originals*.

Reuters. (2022). How the Ukraine war is reshaping global markets. <https://www.reuters.com/business/energy/how-ukraine-war-is-reshaping-global-markets-2022-03-10/> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

S&P Global. (2022). The Russia-Ukraine conflict: Economic and credit risks. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220228-the-russia-ukraine-conflict-economic-and-credit-risks-12345678> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Semenenko, O., Sliusarenko, M., Onofriichuk, A., Onofriichuk, V., & Remez, A. (2024). Impact of the Russian–Ukrainian war on the national economy of Russia. *Journal of Interdisciplinary Economics*, 36(1), 41-57. <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/02601079231207489> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Shah, P., & Gedamkar, P. P. (2022). Effects of Russia-Ukraine war. *International Journal of Scientific Research in Engineering and Management*, 6(03), 1-5. https://www.researchgate.net/publication/367743521_Effects_of_Russia-Ukraine_war (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Shah, S. N. A., Majeed, G., Ali, R. A., & Hussain, T. (2022). Russia-Ukraine crisis and its impact on South Asia. *Review of Applied Management and Social Sciences*, 5(2), 141-148. https://www.researchgate.net/publication/361720092_Russia-Ukraine_Crisis_and_Its_Impact_on_South_Asia (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Şen, L. M., Zengin, B., & Yusubov, F. (2015). Otel işletmelerinde finansal analizlere ilişkin bir örnek olay incelemesi . 11(24), 163-180 <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/213323> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü. (2012). *Trends in world military expenditure*.

Tank, A., & Ospanova, A. (2022). Economic impact of Russia-Ukraine war. *International Journal of Innovative Research in Science Engineering and Technology*, 11(4), 3345-3349. http://researchgate.net/publication/360005481_Economic_Impact_of_Russia_-_Ukraine_War (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Tampubolon, M. (2022). Russia's invasion of Ukraine and its impact on global geopolitics. *ESJ Humanities*, 18(20), 48-70. <https://eujournal.org/index.php/esj/article/view/15488> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Thangavel, P., & Chandra, B. (2024). Impact of sanctions on Russia on global economy. *International Journal of Business Forecasting and Marketing Intelligence*, 9(1), 1-8. <https://ideas.repec.org/a/ids/ijbfmi/v9y2024i1p1-8.html> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

Uluslararası Stratejik Araştırmalar Enstitüsü. (2025). *The military balance*. Ülger, F. (1997). Türk savunma sanayii (s. 1). Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları.

United Nations Conference on Trade and Development. (2022). The impact on trade and development of the war in Ukraine. https://unctad.org/system/files/official-document/osginf2022d1_en.pdf (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

United Nations Development Programme. (2022). The war in Ukraine: Socio-economic impact and gender analysis. <https://www.undp.org/ukraine/publications/war-ukraine-socio-economic-impact-and-gender-analysis> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

U.S. Energy Information Administration. (2022). Weekly Europe Brent spot price FOB. <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/leafhandler.ashx?f=w&n=pet&s=rbrte> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

World Bank. (2022). The impact of the war in Ukraine on global trade and investment. <https://www.worldbank.org/en/topic/trade/publication/the-impact-of-the-war-in-ukraine-on-global-trade-and-investment> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

World Economic Forum. (2023, October 12). The WTO has downgraded

expectations of global trade in 2023 – here’s why.
<https://www.weforum.org/stories/2023/10/global-trade-slump-inflation-projection/> (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

İNTERNET KAYNAKLARI

www.aselsan.com/tr/yatirimci-iliskileri (Erişim Tarihi: 11.01.2024)

<https://invest.papilon.com.tr/cms/index.php/raporlar> (Erişim Tarihi: 20.02.2025)

<https://www.otokar.com.tr/yatirim-iliskileri/yatirimci-iliskileri> (Erişim Tarihi: 20.02.2025)

<https://www.kap.org.tr/en> (Erişim Tarihi: 20.02.2025)

<https://spk.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 20.02.2025)