

DU-PONT ANALİZİ VE ÖRNEK BİR UYGULAMA

DU-PONT ANALYSIS AND A SAMPLE APPLICATION

*Aclan Omağ**

Öz

Salgın hastalıklar, ekonomik göstergelerdeki kötüleşme ve benzeri bir dizi gelişme sebebiyle günümüzde firmalar eski dönemlere kıyasla daha büyük risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle, yatırım ve finansman kararlarının maliyeti ve zorluk derecesi de artmıştır. İşletmelerin finansal kararlarının uygun olup olmadığı finansal analiz sonucu bulunan karlılık göstergeleriyle anlaşılmaktadır. Bu çalışmada, karlılık oranlarından biri olan özsermaye karlılığını birkaç mali tablo oranıyla açıklayan Du-Pont analizi ve uygulaması ele alınmıştır. Uygulama için kırtasiye sektöründen seçilen Adel Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin 2013-2018 dönemi mali tablo verileri kullanılmıştır. Bu verilere dayanılarak bulunan özsermaye karlılığı, işletmenin net kâr marjında düşüşü önleyici önlemlerin önemini ortaya çıkarmıştır.

Anahtar Kelimeler: Du-pont analizi, özsermaye karlılığı, mali tablolar

JEL Kodu: G30, G32, G39

Abstract

Due to epidemics, deterioration in economic indicators and a series of similar developments, companies today face greater risks compared to previous periods. Therefore, the cost and degree of difficulty of investment and financing decisions have also increased. Whether the financial decisions of the enterprises are appropriate or not is understood with the profitability indicators found as a result of financial analysis. In this study, Du-Pont analysis, which explains return on equity with several financial statement ratios, as well as its application are discussed. For data analysis, 2013-2018 financial statement data of Adel Incorporation., selected from the stationery sector, were used. The return on equity based on these data revealed the importance of preventive measures to stop the decrease in the net profit margin of the enterprise.

Key words: Du-Pont analysis, return on equity, financial statements

JEL Code: G30, G32, G39

* Doç.Dr, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, aomag@marmara.edu.tr,
ORCID: 0000-0002-0914-4727

1.Giriş

Ülke ekonomileri açısından üretim faaliyetinin önemi büyüktür. Bu nedenle, üretimi gerçekleştiren firmalarda finansal kararların sonuçları yöneticiler tarafından özenle takip edilmelidir. Bu çerçevede işletme yönetimi kendi değerlendirmesini yaparken kullandığı araçlardan bir tanesi finansal analizdir. Finansal analizde işletme karlılığı finansal kararların sonuçlarının yansımadır. Karlılığı değerlendirmede birden çok oranın bir arada kullanılmasını sağlayan yöntem ise Du-Pont analizidir.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Du-Pont analiziyle ilgili kavramsal açıklama yapılmaktadır. İkinci bölümde konu ile ilgili literatür incelenmektedir. Uygulama bölümü olan üçüncü bölümde kırtasiye sektöründen seçilen bir firmanın mali tablo bilgileri yardımıyla Du-Pont analizini oluşturan oranlar hesaplanmakta ve özsermaye karlılığına ulaşılmaktadır. Buna ek olarak özsermaye karlılığına hangi oranların daha fazla etki ettiği belirtilmektedir. Son bölümde teori ve uygulamada elde edilen sonuçlar karşılaştırılmakta, çalışmanın literatüre katkısı belirtilmekte ve özsermaye karlılığı için nelere dikkat edilmesi gerektiği açıklanmaktadır.

2.Kavramsal Açıklama

Du-Pont analizi, aynı ada sahip şirketin bir uygulamasıdır. Bu kapsamda, ilgili analiz yardımıyla işletme yönetiminin kararlarının performansı oluşturan unsurlardan olduğu vurgulanmak istenmiştir. Esas olarak kimya sektöründe faaliyet gösteren Du-Pont şirketinin yan sektörler olarak tarıma ve biyo teknolojiye de ilgi duyduğu belirtilmektedir. Bu nedenle, bilim ve teknolojiyi ön plana çıkardığı ifade edilebilir (Drake ve Fabozzi, 2012, 125, 130). Du-Pont analizinin ilk kullanım yılı 1919 olup, diğer adı birleşik oranlar analizidir (Ceylan ve Korkmaz, 2018, 87).

Du-Pont analizinin finansal analiz bakımından faydası řu şekilde açıklanmaktadır:

“Du-Pont analiz sistemi, firmanın finansal tablolarını parçalara ayırmak ve finansal durumunu değerlendirmek için kullanılır. Gelir tablosu ve bilançoju iki özet karlılık ölçüsü olan toplam varlık karlılığı ve özsermaye karlılığı etrafında inceler.” (Gitman ve Zutter, 2015, 136).

Du-Pont analizinin ilk uygulamasının yatırım karlılığını ele aldığı ifade edilmektedir. Bu çerçevede,

Yatırım karlılığı= (Satışlar/Varlık Toplamı) x (Net Kar/Satışlar) formülü ile bulunmaktadır. (Akgüç, 2013, 85).

Formülün ikinci oranında net kâr marjının düzeyinin bir dizi faktöre bağlı olduğu vurgulanmaktadır. Bu kapsamda, satışlarla ilgili mamul karması, fiyatlama, iade ve iskontolar ile maliyetlere bakıldığı ifade edilmektedir. Formülün birinci oranı aktif devir hızının sağlıklı kabul edilebilmesinin koşulunun ise belirli düzeyde aktif yatırıma göre daha çok satış yapmak olduğu belirtilmektedir. Yine bu çerçevede, dönen varlık-duran varlık dengesi korunarak kullanılmayan varlıklardan kaçınılmasının önemi vurgulanmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2018, s.229-230).

Du-Pont analizi ikinci olarak özsermaye karlılığını konu alır. Bu çerçevede,

Özsermaye karlılığı= (Net Kar/Satışlar) x (Satışlar/Toplam Varlıklar) x (Toplam Varlıklar/Özsermaye) formülüne göre bulunmaktadır (Berk ve De Marzo, 2017, 78). Benzer bir görüş bir başka çalışmada da ifade edilmiştir (Gitman ve Zutter, 2015, 138). İkinci formülde toplam varlıklar/özsermaye oranı borçlanma göstergesidir. Bunun bir diğer adı finansal kaldıraçtır. Finansal kaldıraçın karlılığa etkisi řu şekilde açıklanmaktadır:

“İlk bakışta, faiz oranları maliyetleri artırdığı ve kârı düşürdüğü için borçluluk karlılığı olumsuz yönde etkiler. Gerçekte ise, getiri oranı faiz oranından yüksekse, borcun karlılık ve şirketin serveti/refahı üzerinde olumlu bir etkisi vardır.” (Bunea, Corbos ve Popescu, 2019, s.2)

3.Literatür Taraması

Du-Pont analizinin kısa geçmişi, özellikleri ve faydalarını ele alan çalışmada, Du-Pont analizinin yatırım karlılığını ne şekilde geliştirebileceği konusunda yardımcı olduğu ifade edilmektedir. Buna ek olarak, söz konusu yöntemin bölüm bazında (işletme içi) denetimlere katkı sağladığı vurgulanmaktadır. Bu kapsamda, bölümlerin karlılığı varlıkları aracılığıyla görülebilmektedir. Bunun özellikle büyük işletmelerin performans analizi için uygun olduğu ifade edilmektedir (Berk, 2020, s.127).

Du-Pont kavramının literatüre girişinin arka planını ve yatırım karlılığını belirleyici unsurları açıklayan çalışmada, dönem karının yeterliliğinin yalnızca kar marjının yüksekliği ile değil kaynak kullanımına da bağlı olduğuna ve satış hacmindeki artışların da kar marjı ile desteklenmesi zorunluluğuna vurgu yapılmaktadır (abuk ve Lazol, 2018, s.228).

Du-pont analizini oluşturan oranları ve söz konusu oranların bir arada gösterildiği şemayı ele alan çalışmalarda, özsermaye karlılığının net kar marjı, toplam varlık devir hızı ile özsermaye çarpanıyla ilişkili olduğunu belirtilmektedir. Burada, net kâr marjı için karlılık; toplam varlık devir hızı için etkinlik ve özsermaye çarpanı için kaldıracın (borçlanma) eř anlamlı kavramlar olarak kullanıldığı görülmektedir (Toroslu ve Durmuş, 2017, s.179-180, 184; Titman, Keown ve Martin, 2018, s.131,132).

Yukarıda belirtilen çalışmalar gibi Du-Pont analizinin kavramsal unsurlarına değinen çalışmada, karlılığı destekleyici iki stratejiye vurgu yapıldığı ve bunların sırasıyla ürün farklılaştırması ve maliyet farklılaştırması şeklinde açıklandığı gözlenmektedir. Ürün farklılaştırmasının, fiyatlar yönünden etkili olduğu belirtilmektedir. Buna karşı, maliyet farklılaştırmasının, etkinlik yönünden fayda sağladığı vurgulanmaktadır (Libby, Libby ve Short, 2014, s.649).

Du-Pont analizini sektörler temelinde inceleyen bir çalışmada, Borsa İstanbul'a kote edilmiş imalat sektöründeki işletmelerin performanslarının belirlendiği görülmektedir (Akyüz, Yeşil ve Kara, 2019, s.61). Benzer şekilde, Türk imalat sektörüne yönelik başka bir çalışmada da küçük, orta ve büyük ölçekli işletmelerin finansal performansının Du-Pont analiziyle yardımcıyla açıklandığı ifade edilmektedir (Koşan ve Karadeniz, 2013, s.45). Turizm sektörünü konu alan çalışmada da özsermaye karlılığının Du-Pont analizi ve birleşenleriyle açıklandığı vurgulanmaktadır. Diğer bazı çalışmaların gayrimenkul yatırım ortaklığına dönük olarak (Gümüş ve ıbık, 2018, s.2178) tarafından ve hastane hizmetleri içinse (Karadeniz ve Koşan, 2017, s.37) tarafından yapıldığı belirtilebilir, Bunlara ek olarak, etkinlik (verimlilik) ve rekabet gibi çeşitli kavramlar bakımından bankacılık sektörünü (Padake ve Soni, 2015, s.59); bilgi teknolojileri sektörünü (Dehning ve Stratopoulos, 2002, s.165); enerji sektörünü (Bunea, Corbos ve Popescu, 2019, s.1) konu alan çalışmalar da söz konusudur. Bunlarda da Du-Pont analizinin yöntem olarak tercih edildiği görülmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan bir çalışmada, Du-Pont analizinin kullanımı bakımından bilançoda tarihsel maliyetle değerlenen varlıkların bir etkiye sahip olup olmadığı ele alınmıştır. Bu çerçevede, söz konusu varlıkların bilançoda tarihsel maliyetle yer almalarının muhasebe oranları bakımından yanlış/hatalı sonuçlar anlamına geldiği vurgulanmıştır. Bunun en belirgin etkisinin toplam varlık devir hızında olduğu ifade edilmiştir (Curtis, Lewis-Western ve Toynebe, 2015, s.1210).

Kanada'da yapılan bir çalışmada da UFRS uygulamasıyla Du-Pont analizindeki değişimin ele alındığı belirtilmektedir. Bu kapsamda, gelecek dönem özsermaye karlılığının tahmininde Du-Pont analizinde yer alan finansal oranların önemli rol oynadığı ifade edilmektedir. Buna karşılık, UFRS uygulamasıyla özsermaye karlılığındaki istikrarın düşüşe geçtiği vurgulanmaktadır (Jin, 2017, s. 205).

Son olarak, finansal piyasalara yönelik bir çalışmada da, piyasa katılımcılarının Du-Pont analizine olan ilgisinin ele alındığı ifade edilmektedir. Bu kapsamda, hisse senedi getirileri bakımından Du-Pont formülünü oluşturan oranların anlam taşıdığı vurgulanmaktadır (Soliman, 2008, s.23).

4.Veri Seti ve Uygulama

Özsermaye karlılığını aşamalı açıklayan Du-Pont yönteminin uygulaması için kırtasiye sektöründen örnek bir işletmenin 2013-2018 yıllarına ait seçilmiş mali tablo verilerinden yararlanılmıştır. 2019 yılının dahil edilmemesi şirketin o yıl zarar etmesinden kaynaklanmaktadır. 2020 yılı da henüz bitmediği için bu yıl için de yıllık veri bulunmamaktadır. Söz konusu verilerin (2013-2018 yıllarına ait veriler) tablo haline

getirilmesi ve gerekli hesaplamalar için Google E-tablolar programından yararlanılmıştır. Uygulama için gerekli açıklamaları yapmadan önce sektöru ve işletmeyi çok kısa olarak tanımakta yarar görölmektedir.

Kırtasiyenin, kelime anlamıyla “..defter, kağıt, kalem, mürekkep vb.direkt olarak yazmaya yarayan araç gereçler ile yazma faaliyetini desteklemeye yönelik tüm ekipmanlar” şeklinde tanımlandığı görölmektedir. (Küçükçolak ve Kasımoğlu, 2018, s.17). Sektöru belirgin bazı özellikleri ürünler ve dağıtım kanalları gibi konularda kendini göstermektedir. İlgili konular bağlamında müşteriler (tüketiciler) ile işletmeler için birçok alternatifin olduğu ifade edilmektedir (Küçükçolak ve Kasımoğlu, 2018, s.17).

Örnek uygulama için tercih edilen Adel Kalemcilik Sanayi ve Ticaret A.ř. çeşitli alanlarda faaliyette bulunan bir işletmedir. Bu çerçevede, “ağaç cidarlı kurşun, boya kalemleri, oyuncak ürünleri ve diğer kırtasiye ürünleri” üretim faaliyetini oluşturmaktadır. Kuruluş tarihi 17 Temmuz 1967 olup İstanbul Sanayi Odası ile İstanbul Ticaret Odası Üyesi'dir. Faaliyet alanında dünyaca bilinen Faber-Castell, Adel Kalemcilik Sanayi ve Ticaret A.ř.'nin ortağıdır. Bu doğrultuda, sektörde ön plana çıkan yatırımlara katkı sağladığı ifade edilmektedir. (2019 Yılı Faaliyet Raporu, s.1, 4).

Tablo 1'e göre Adel şirketinin net satışlarında dalgalı artan bir seyir söz konusuyken net karlarında tersi bir durum görölmektedir. Bilanço hesaplarından olan toplam varlıklar ile özsermaye dalgalı olarak ilgili dönemde artmıştır.

Tablo 1: Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.ř. 2013-2018 Seçilmiş Mali Tablo Hesapları

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Kar	49.662.101	28.089.319	71.501.290	18.857.000	26.870.000	13.830.000
Özsermaye	142.794.802	148.320.294	205.746.617	195.491.000	205.399.000	188.781.000
Toplam Varlıklar	207.069.865	282.060.860	379.756.095	311.431.000	356.244.000	466.032.000
Net Satışlar	186.099.908	221.347.791	251.614.689	272.288.000	322.397.000	385.115.000

Kaynak: Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.ř. Finansal Tabloları ve Bağımsız Denetçi Raporları (bkz. Kaynakça'daki İnternet Kaynakları)

şirketin Du-Pont analizini ilgilendiren oranları Tablo 2'de yer almaktadır. Tablo 2'ye göre karlılık oranlarından net kar/net satışlar (net kar marjı) 2013'de 0,27 iken 2018'de 0,04'e inmiştir. Özsermaye karlılığı da benzer şekilde ilgili dönemde 0,35'ten 0,082'ye düşmüştür. Net satışlar/toplam varlıklar 2013 yılında 0,90 iken; 2018 yılında 0,83 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü oran olan toplam varlıklar/özsermayede ise tersi bir gelişme söz konusudur. Bu kapsamda, ilgili oran 2013'de 1,45 iken 2018 yılında 2,46 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.ř. Seçilmiş Finansal Tablo Oranları

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Kar/Net Satışlar	0,27	0,13	0,28	0,07	0,08	0,04
Net Satışlar/Toplam Varlıklar	0,9	0,78	0,66	0,87	0,9	0,83
Toplam Varlıklar/Özsermaye	1,45	1,9	1,84	1,6	1,73	2,46

Kaynak: Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.ř. Finansal Tabloları ve Bağımsız Denetçi Raporları'na dayanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 3'te özsermaye karlılığı bulunmaktadır. Özsermaye karlılığı 2013-2018 değerleri için Tablo 2'deki oranlar çarpılmıştır. Bu çerçevede, özsermaye karlılığında net kar/net satışlar oranı gibi ilgili dönemde azalış görölmektedir.

Tablo 3: Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.ř Özsermaye Karlılığı

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Özsermaye Karlılığı(Net Kar/Özsermaye)	0,35	0,19	0,34	0,1	0,12	0,082

Kaynak: Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.ř. Finansal Tabloları ve Bağımsız Denetçi Raporları'na dayanılarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki tablolarda gözlemlenen özsermaye karlılığındaki azalışın diğer üç oranla ilişkili olduğu görölebilir. Bu kapsamda, net kar/net satışlar oranındaki düşüşün ve toplam varlıklar/özsermaye oranındaki yükselişin daha çok ön planda çıktığı ifade edilebilir. Zira, "kaldıraç oranındaki yükseliş, kâr marjı pozitif olduğu sürece, özsermaye karlılığını olumlu yönde etkilemektedir" (Akgüç, 2013, 86). Benzer bir sonuca (Bilici, 2019, s.52)'de ulaşılmıştır.

5.Sonuç

Finansal analiz yapılırken oranları oluşturan mali tablo hesaplarının incelenmesinin yanısıra finansal oranlar arası ilişkilere de bakılarak analiz çalışması desteklenebilir. Bu çerçevede, Du-pont analizi uygun bir araç olarak analizcilerin kullanımına açıktır. Bu çalışmada, incelenen şirketin özsermaye karlılığındaki düşüşün olası nedenleri Du-Pont analizi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Özsermaye karlılığını etkileyen diğer faktörler saklı kalmak şartıyla, şirketin net kâr marjındaki düşüşü engelleyici önlemlere (satışlarla ilgili mamul karması, fiyatlama, iade ve iskontolar ile maliyetlere dönük önlemler) ağırlık vererek aynı zamanda özsermaye karlılığındaki düşüşü de durdurabileceği ifade edilebilir.

Kaynakça

- AKGÜÇ, Öztin (2013). Finansal Yönetim. 7.Baskıdan Tıpkı Basım 8.Baskı. İstanbul. Avcıol Basım Yayın.
- AKYÜZ, Fatma, YEŐİL, Tolga ve KARA, Ebru (2019). İşletmelerin Dupont Karlılık Analiziyle Performansının Belirlenmesi: Borsa İstanbul İmalat Sektörü Örneği. <https://doi.org/10.25095/mufad.579728> Muhasebe ve Finansman Dergisi. Year 2019, Volume , Issue 83, Pages 61 – 84.
- BERK, Jonathan ve DE MARZO, Peter (2017). Corporate Finance 4th Global Edition. Harlow.Pearson Education.
- BERK, Niyazi (2020). Finansal Yönetim. 13.Baskı. İstanbul. Türkmen Kitabevi.
- BİLİCİ, Sanalan Nilgün (2019). Turizm Sektöründe Özsermaye Karlılığının Değerlendirilmesi. Muhasebe ve Finansman Dergisi. (82): 41-54. DOI: 10.25095/mufad.535962. ISSN: 2146-3042.
- BUNEA, Ovidiu-Iulian, CORBOS, Razvan-Andrei ve POPESCU, Ruxandra-Irina (2019) Influence of Some Financial Indicators on Return on Equity Ratio in the Romanian Energy Sector - A competitive approach using a DuPont-based analysis, Energy, Volume 189, 116251, ISSN 0360-5442, <https://doi.org/10.1016/j.energy.2019.116251>, s.1-10.
- CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan (2018). İşletmelerde Finansal Yönetim. Gözden Geçirilmiş 16.Baskı.Bursa. Ekin Yayınevi.
- CURTIS Asher, LEWIS-WESTERN Melissa F ve TOYNBEE Sara (2015). Historical Cost Measurement and the Use of DuPont Analysis by Market Participants. Review of Accounting Studies. 2015;20(3):1210-1245. doi:10.1007/s11142-015-9334-y.

ÇABUK, Adem ve LAZOL, İbrahim (2018). Mali Tablolar Analizi. 18.Baskı. Bursa.Ekin Yayınevi.

DEHNING Bruce ve STRATOPOULOS Theophanis (2002). DuPont Analysis of an IT-Enabled Competitive Advantage. International Journal of Accounting Information Systems. 3(3):165-176. doi:10.1016/S1467-0895(02)00032-5.

DRAKE, Pamela Peterson ve FABOZZİ, Frank J (2012). Analysis of Financial Statements. Third Edition. New Jersey: John Wiley and Sons.

GITMAN, Lawrence J ve ZUTTER, Chad J (2015). Principles of Managerial Finance. 14th Edition. Harlow. Pearson Education.

GÜMÜŞ, Umut Tolga ve ÇİBIK, Erkan (2018). Borsa'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı işletmelerinin birleşik oran analizi (dupont) yöntemiyle performansının ölçülmesi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 11(3). 2178-2194. doi. 10.17218/hititsosbil.421602

JIN, Yan (2017). DuPont Analysis, Earnings Persistence, and Return on Equity: Evidence from Mandatory IFRS Adoption in Canada. Accounting Perspectives. Sep2017, Vol. 16 Issue 3, p205-235. 31p. DOI: 10.1111/1911-3838.12142.

KARADENİZ, Erdiñç ve KOŞAN, Levent (2017). Hastane Hizmetleri Sektörünün Aktif ve Özsermaye Karlılık Performansının Analizi: Hastane Hizmetleri Sektör Bilançolarında Bir Araştırma. İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi. Cilt 5, Sayı 1, 2017, ss.37-47ISSN:2147-804X<http://www.isletmeiktisat.com>

KOŞAN, Levent ve KARADENİZ, Erdiñç (2013).Türk İmalat Sektöründe Küçük, Orta ve Büyük Ölçekli İşletmelerin Finansal Performansının Du Pont Analiz Tekniğıyle İncelenmesi Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2), Aralık 2013, 45-62.

KÜÇÜKÇOLAK, Recep Ali ve KASIMOĞLU, Murat (2018). Türkiye Kırtasiye Sektörü ve Rekabet Gücünün Değerlendirilmesi. İstanbul Ticaret Odası ve İstanbul Düşünce Akademisi, Yayın No:2018-4 İstanbul, <https://www.istka.org.tr/media/67277/t%C3%BCrkiye-k%C4%B1rtasiye-sekt%C3%B6r%C3%BC-ve-rekabet-g%C3%BCc%C3%BCn%C3%BCn-de%C4%9Feriendirilmesi.pdf>, Erişim tarihi: 23.10.2020.

LIBBY, Robert, LIBBY Patricia A.ve SHORT, Daniel G. (2014). Financial Accounting 8th Global Edition. New York: Mc Graw Hill.

PADAKE Vaishali ve SONI Rashmi (2015) Measurement of Efficiency of Top 12 Banks in India Using DuPont Analysis. IUP Journal of Bank Management. 14(4):59-68. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=111965532&lang=tr&site=ehost-live>. Accessed December 12, 2019.

SOLIMAN, Mark T (2008). The Use of DuPont Analysis by Market Participants. The Accounting Review. Vol 83.No3, 823-853.

TITMAN, Sheridan, KEOWN, Arthur J. ve MARTIN John D. (2018). Financial Management Principles and Applications. 13th Global Edition. Harlow.Pearson Education.

TOROSLU, Mahmut Vefa ve DURMUŞ Cem Niyazi (2017). Finansal Tablolar Analizi. 4. Baskı. Ankara. Seçkin Yayıncılık.

İnternet Kaynakları

ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. 2019 Yılı Faaliyet Raporu; http://www.adel.com.tr/content/files/uploads/326/Adel_Kalemcilik_Tic_ve_San_A_S_31_Aralik_2019_Faaliyet_Raporu.pdf, Erişim tarihi: 23.10.2020.

ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. 1 Ocak 2019 – 31 Aralık 2019 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu.

http://www.adel.com.tr/content/files/uploads/327/Adel_mali_tablo_ve_dipnotlar_31_Aral%C4%B1k_2019.pdf

ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. 1 Ocak 2017 – 31 Aralık 2017 Dönemine Ait Finansal Tablolar Ve Bağımsız Denetçi Raporu. <http://www.adel.com.tr/content/files/uploads/151/adel-31-12-2017-finansal-tablolar.pdf>

ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. 1 Ocak - 31 Aralık 2015 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar. <http://www.adel.com.tr/content/files/uploads/153/adel-31-12-2015-finansal-tablolar.pdf>

ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. 1 Ocak - 31 Aralık 2014 Hesap Dönemine Ait Finansal Tablolar. http://www.adel.com.tr/content/files/uploads/154/31122014_Mali_Tablolar.pdf