

TOASO

54,99 TL – ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

%42,8 Getiri Potansiyeli...

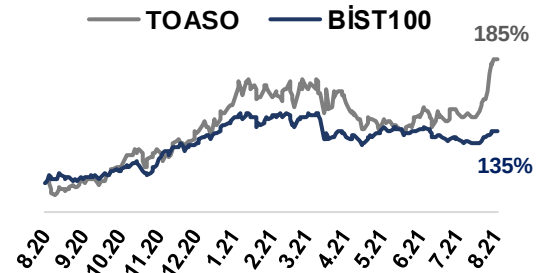
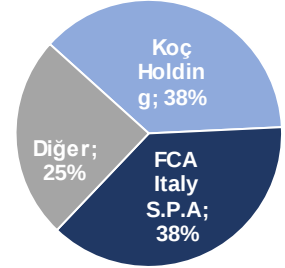
Beklentilerin üzerinde bilanço...

- ✓ TOASO, güçlü iç piyasa performansı ve sıkı operasyonel gider kontrolü ile maliyet artışlarının yansıtıldığı ihracat kontratlarının da etkisiyle 2021 yılının ilk çeyreğinde, beklentimizin de üzerinde, 2Ç20'ye kıyasla %200,6 artışla **867,2 mn TL net kar** açıkladı.
- ✓ AB otomotiv pazarında FCA'nın zayıf Pazar payı ve pandemi nedeniyle yurt dışı satışlarındaki gerilemeye karşın yurt içi talepteki canlılık marjları destekleyici etki yarattı. Yılın ilk çeyreğinde, 2Ç20'ye kıyasla, geçtiğimiz yıl salgın nedeniyle reel ekonomide yaşanan ciddi daralmalar olması sebebiyle 2Ç21'de baz etkisiyle %147,9 artışla **7.564 mn TL ciro** elde eden TOASO, yıllık %148,9 artışla 1.232 mn TL brüt kar elde etmiştir. Bir önceki çeyrekte %13,1 olarak gerçekleşen brüt kar marjı %15,9 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ TOFAŞ'ın net borcu, işletme sermayesi görünümündeki bir miktar bozulma nedeniyle arttı. 2Ç21'de Şirket'in net borcu, yıllık %38,2 artarak 5.018 mn TL'ye yükselmiştir.
- ✓ 2Ç20'ye göre piyasadaki canlanma paralelinde faaliyet giderlerinde de %74,8 artış oldu.
- ✓ Yurt içi satışlarda Egea modeli ön plana çıkarken yurt dışı satışlarda Tipo modeli ön plana çıktı. TOFAŞ'ın araç üretimi, 2Ç20'ye kıyasla, baz etkisiyle %163,6 artışla 68.117 adet, 2021'in ilk yarısında 126.297 adet araç üretildi. Satış kanadında ise yurt içi satış adetlerinde toplamda %68,9 artış, yurt dışı satışlarda %186,1 artış gerçekleşti.
- ✓ Yılın ikinci çeyreğinde, yıllık %123,6 artışla **1.212 mn TL FAVÖK** elde eden Şirket'in FAVÖK marjı %15,6 olarak gerçekleşti.
- ✓ Tofaş'ın yılın ikinci çeyreğinde yaptığı yatırım harcamaları toplam 199 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Binek araçlar için yatırımlar devam etmekte olup önümüzdeki dönemde yeni versiyonların pazara sunulması beklenmektedir.
- ✓ Yılın ilk yarısında toplam Türkiye otomotiv üretimi yıllık 23% artarak 640 bin adet olarak gerçekleşti. Tofaş'ın üretimi toplam üretimin %19,7'sini oluştururken 2Ç21 Tofaş üretim hacmi yıllık 126% artarak 68 bin adede ulaştı.
- ✓ Temel riskler, salgın nedeniyle vaka sayısındaki oluşabilecek artışlar ve delta varyantına dair endişeler, Şirket'in gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturan ihracat pazarlarında oluşabilecek dalgalanmalar, binek segmentinin kırılgan yapısı ve artan ÖTV, artan kurun yurtiçi pazarı olumsuz etkilemesi hisse fiyatını baskılayabilir. Mevcut finansal koşullar ve 2Ç21 mali gerçekleştirmelerini baz alarak TOASO'nun 2021 yılında 33,5 milyar TL satış geliri ve %15,9 marjla 5,3 milyar TL FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Yaptığımız İNA ve Çarpan değerlemesi sonucunda TOASO için hedef fiyatımızı pay başına 41,54 TL'den 54,99 TL'ye yükseltiyor; %42,8 getiri potansiyeli ve endeks üzerinde getiri tavsiyesi ile model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Hisse Verileri (TL)	8.8.21
Bloomberg/Reuters Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	38,52
Halka Açıklık Oranı	24,00
Hedef Fiyat	54,99
Getiri Potansiyeli	42,8%
Önceki Hedef Fiyat (01.08.18)	41,54
YBB TL Getiri	24,6%
Temettü Verimi, 2020	7,8%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mTL)	93,31
Piyasa Değeri (mTL)	19.260
Net Borç (2021/06) (mTL)	5.018
Firma Değeri (mTL)	24.278
Net Döviz Pozisyonu (mTL)	-3.145

Piyasa Çarpanları	2018	2019	2020T
FD/FAVÖK	4,54	6,41	8,0
F/K	6,35	9,51	6,7
PD/DD	2,28	3,80	2,7

Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TOASO Performans	24,7%	34,6%	84,6%
Relatif Getiri	20,1%	35,2%	36,4%



Özet Mali Veriler (mTL)	2018	2019	2020	2021T
Net Satışlar	18.603	18.897	23.557	33.515
FAVÖK	2.533	2.480	3.026	5.342
FAVÖK Marjı	13,6%	13,1%	12,8%	15,9%
Net Kar	1.330	1.482	2.867	3.558

BMD beklentisi

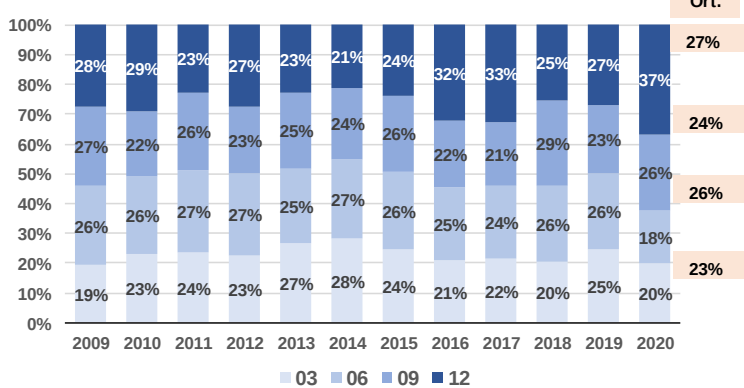
Otomotiv sektörünü çeşitli perspektiflerden ele alarak marka bazlı pazar paylarını, satışların ve üretimlerinin faiz-döviz-enflasyon vb. değişkenlerle ilişkisini ve aralarındaki korelasyon katsayılarını analiz ettiğimiz "Otomotiv Satışları" raporumuz için [tıklayınız.](#)

TOASO

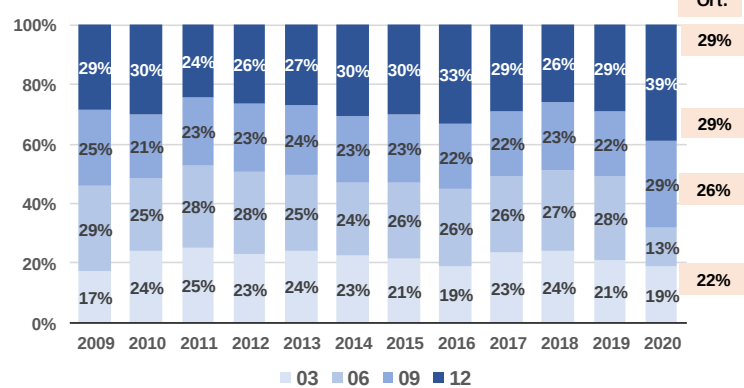
TOASO Özet Mali Veriler									Değişim	
(mTL)	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	6A20	6A21	2Ç21/2Ç20	6A21/6A20
Net Satışlar	4.447,3	3.051,5	6.860,3	9.197,6	6.447,0	7.564,2	7.498,8	14.011,2	147,9%	86,8%
Finans Sek. Hasılatı	101,6	95,7	103,9	124,4	156,2	195,7	197,4	351,9	104,5%	78,3%
Toplam Hasılat	4.549,0	3.147,2	6.964,1	9.322,0	6.603,2	7.759,9	7.696,2	14.363,1	146,6%	86,6%
Brüt Kar	591,6	495,1	890,4	1.236,5	866,0	1.232,1	1.086,7	2.098,2	148,9%	93,1%
Brüt Marj	13,0%	15,7%	12,8%	13,3%	13,1%	15,9%	14,1%	14,6%	0,1%	3,5%
Faaliyet Giderleri	-200,5	-162,8	-242,2	-341,4	-238,1	-284,6	-363,3	-522,7	74,8%	43,9%
Faaliyet Gid./Ciro	4,4%	5,2%	3,5%	3,7%	3,6%	3,7%	4,7%	3,6%	-1,5%	-22,9%
Esas Faaliyet Karı	391,1	332,3	648,2	895,1	627,9	947,5	723,4	1.575,5	185,1%	117,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	8,6%	10,6%	9,3%	9,6%	9,5%	12,2%	9,4%	11,0%	1,7%	16,7%
Amortisman	207,9	209,8	125,3	215,8	247,2	264,5	417,7	511,8	26,1%	22,5%
FAVÖK	599,1	542,1	773,5	1.110,9	875,2	1.212,1	1.141,1	2.087,3	123,6%	82,9%
FAVÖK Marjı	13,2%	17,2%	11,1%	11,9%	13,3%	15,6%	14,8%	14,5%	-1,6%	-2,0%
Diğer Gelir/Gider	-75,2	-25,9	-129,6	30,1	-14,1	-12,0	-101,1	-26,1	-53,6%	-74,2%
Finansman Gel./Gid.	29,3	-17,6	27,4	-285,1	-4,6	-56,8	11,7	-61,4	223,0%	-622,8%
Net Kar	346,2	288,5	510,3	639,2	616,7	867,2	634,6	1.483,8	200,6%	133,8%
Net Kar Marjı	7,6%	9,2%	7,3%	6,9%	9,3%	11,2%	8,2%	10,3%	2,0%	25,3%
Özkaynak	3.387,5	3.553,3	3.554,4	4.468,6	3.437,0	4.276,3	3.553,3	4.276,3	20,3%	20,3%
Aktif Büyüklük	13.291,3	13.946,7	17.447,2	19.475,6	18.918,1	19.534,1	13.946,7	19.534,1	40,1%	40,1%
Yatırım	179,5	178,2	230,9	320,2	386,9	198,9	357,6	585,8	11,6%	63,8%
Yatırım/Ciro	3,9%	5,7%	3,3%	3,4%	5,9%	2,6%	4,6%	4,1%	-3,1%	-12,2%
İşletme Sermayesi	-270,6	704,1	-385,1	-803,8	-297,7	444,9	704,1	444,9	-36,8%	-36,8%
İşletme Sermayesi/Ciro	-6,1%	9,4%	-2,7%	-3,4%	-4,6%	3,2%	9,4%	3,2%	-6,2%	-66,2%
Net Borç	2.841,8	3.631,4	3.154,0	2.439,0	4.755,2	5.017,9	3.631,4	5.017,9	38,2%	38,2%
Net Borç/FAVÖK	115,0%	152,9%	122,3%	80,6%	144,0%	126,3%	152,9%	126,3%	-17,3%	-17,3%

TOASO Araç Satışları	1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	6A20	6A21	2Ç21/2Ç20	6A21/6A20
Yurtiçi Satışlar, mTL	1.348.465	1.883.319	4.243.310	4.966.415	2.790.636	3.878.046	3.231.784	6.668.682	105,9%	106,3%
Binek, adet	11.977	14.878	33.966	36.194	20.146	24.564	26.855	44.710	65,1%	66,5%
Hafif Ticari, adet	4.929	8.304	15.564	16.164	8.437	12.269	13.233	20.706	47,7%	56,5%
Toplam Yurtiçi adet	16.906	23.182	49.530	52.358	28.583	36.833	40.088	65.416	58,9%	63,2%
Ortalama Fiyat, binTL	79,8	81,2	85,7	94,9	97,6	105,3	80,6	101,9	29,6%	26,5%
Ortalama Fiyat, bin€	11,8	10,7	10,1	10,1	11,0	10,4	11,3	10,7	-3,0%	-4,9%
Yurtdışı Satışlar, mTL	3.040.772	1.142.326	2.537.580	4.100.365	3.527.468	3.506.301	4.183.098	7.033.769	206,9%	68,1%
Binek	23.220	3.781	15.389	19.112	15.779	15.752	27.001	31.531	316,6%	16,8%
Hafif Ticari	16.205	4.033	14.980	21.183	17.329	13.838	20.238	31.167	243,1%	54,0%
Toplam Yurtdışı adet	39.425	7.814	30.369	40.295	33.108	29.590	47.239	62.698	278,7%	32,7%
Ortalama Fiyat, binTL	79,8	81,2	85,7	94,9	97,6	105,3	80,6	101,9	29,6%	26,5%
Ortalama Fiyat, bin€	11,8	10,7	10,1	10,1	11,0	10,4	11,3	10,7	-3,0%	-4,9%
Toplam Araç Satışı	56.331	30.996	79.899	92.653	61.691	66.423	87.327	128.114	114,3%	46,7%
Ortalama Fiyat, binTL	77,9	97,6	84,9	97,9	102,4	111,2	84,9	107,0	13,9%	26,0%
Ortalama Fiyat, bin€	11,6	12,9	10,1	10,4	11,5	11,0	11,9	11,3	-14,7%	-5,3%

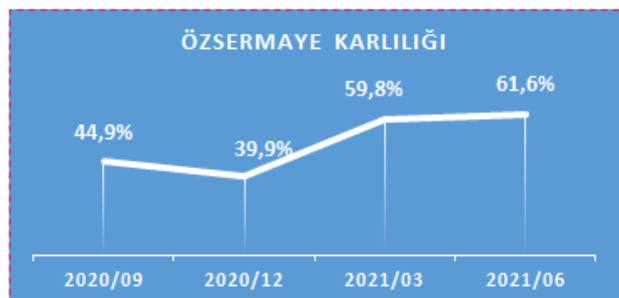
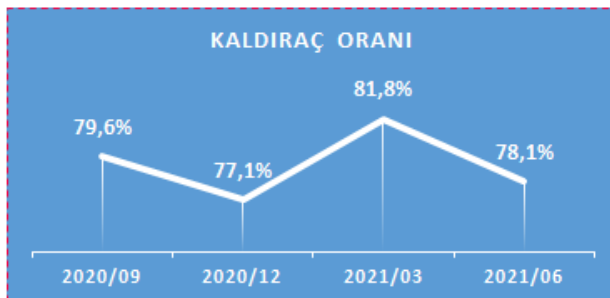
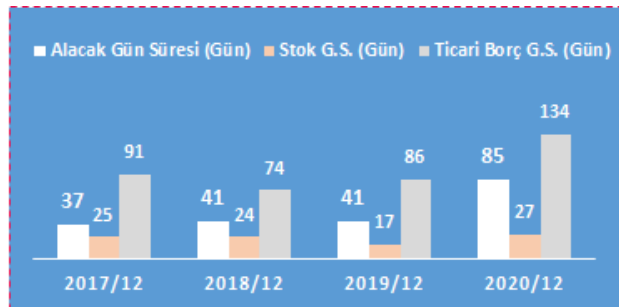
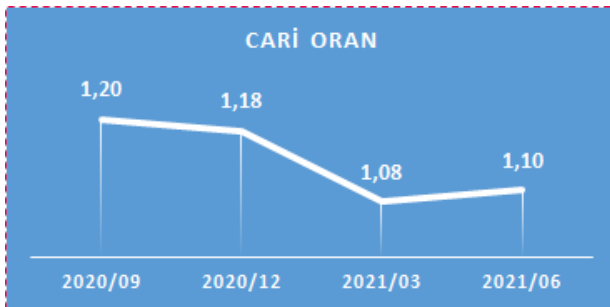
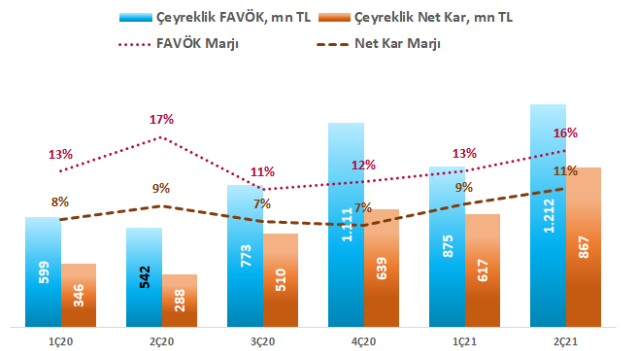
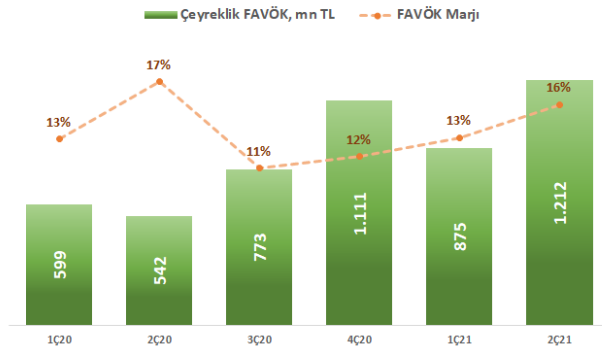
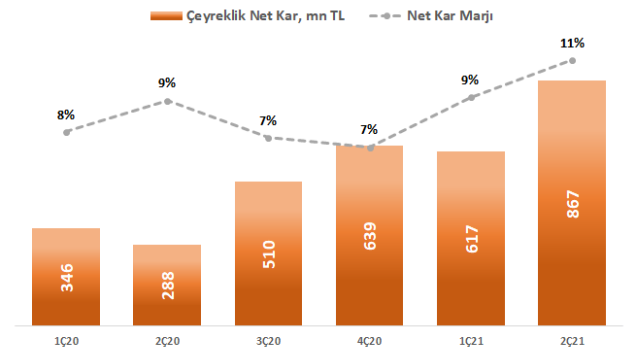
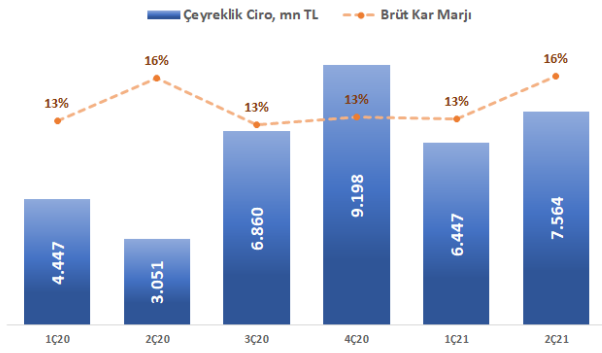
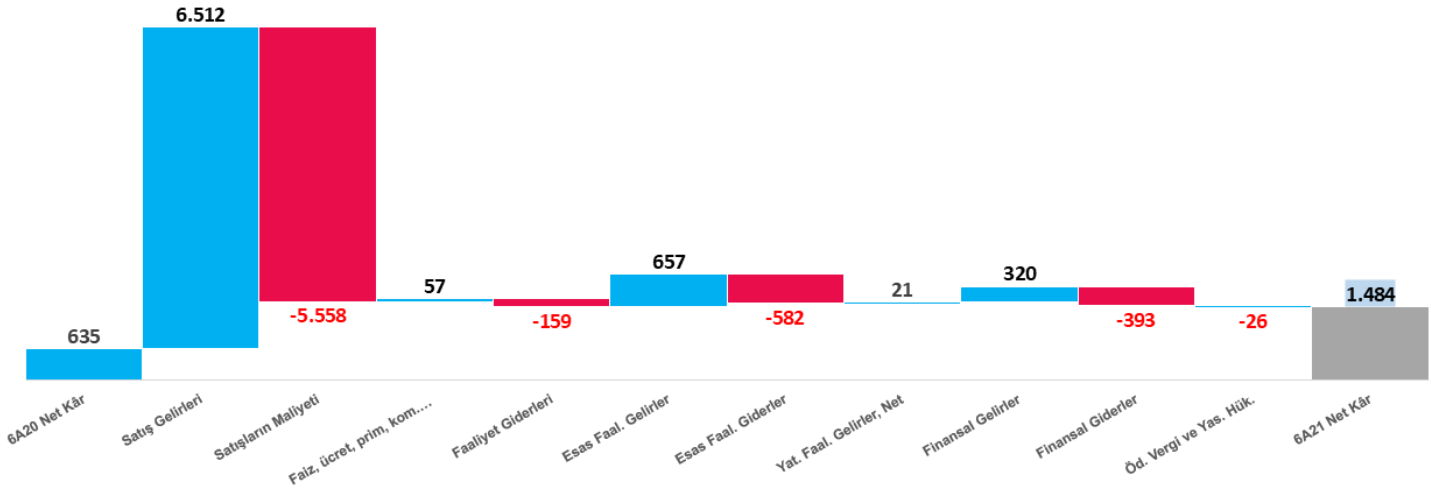
TOASO Çeyreksele FAVÖK



TOASO Çeyreksele Ciro



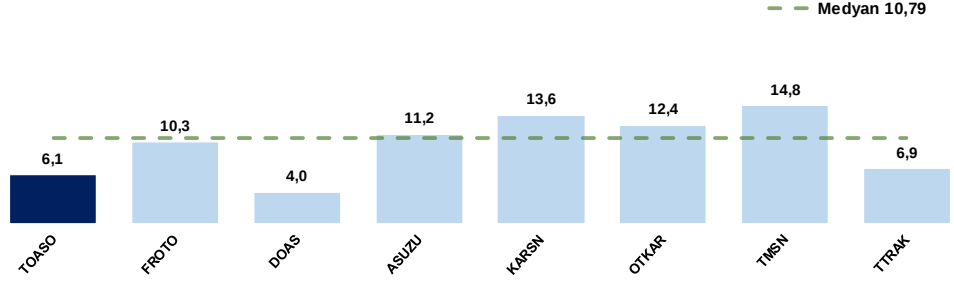
TOASO



TOASO

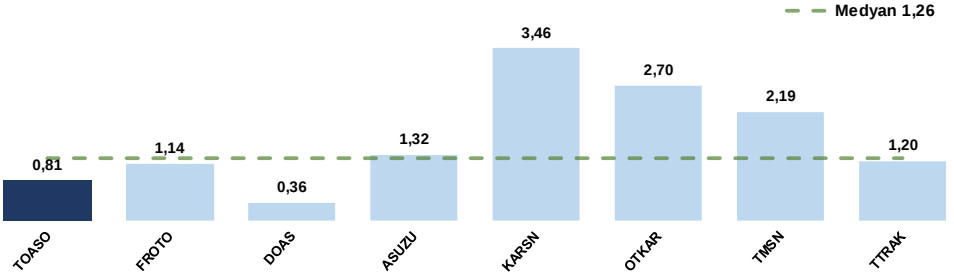
BİST100 Endeksinde işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerini baz aldığımızda TOASO, sektör ortalamasının altında FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Otomotiv Sektörü 2021/06 Dönemi FD/FAVÖK Değerleri



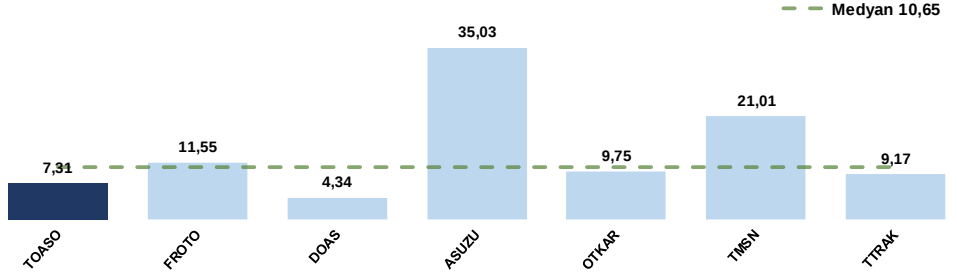
TOASO, sektör ortalamasının altında FD/CİRO çarpanıyla işlem görüyor.

Otomotiv Sektörü 2021/06 Dönemi FD/Ciro Değerleri



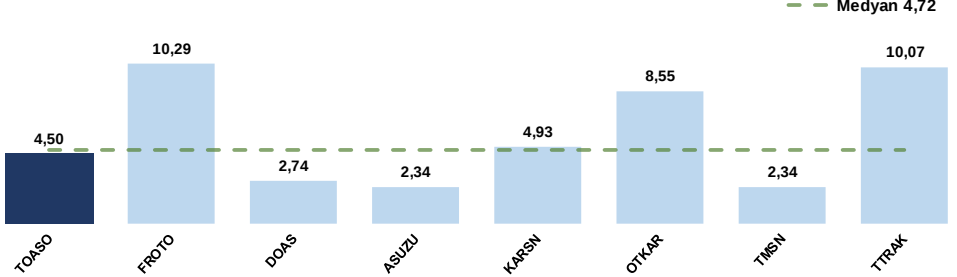
TOASO, sektör ortalamasının altında Fiyat/Kazanç çarpanıyla işlem görüyor. F/K çarpanı medyanı hesaplamasında KARSN, F/K çarpan değeri (x296) anlamlı olmadığı için hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Otomotiv Sektörü 2021/06 Dönemi Fiyat/Kazanç Değerleri



TOASO, sektör ortalamasına paralel PD/DD çarpanıyla işlem görüyor.

Otomotiv Sektörü 2021/06 Dönemi PD/DD Değerleri

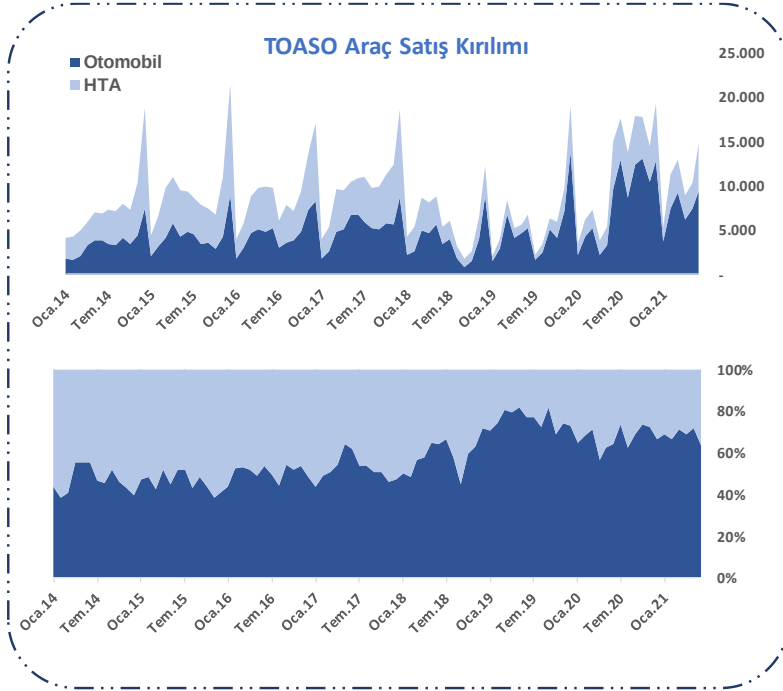


Kaynak: BMD & Finnet

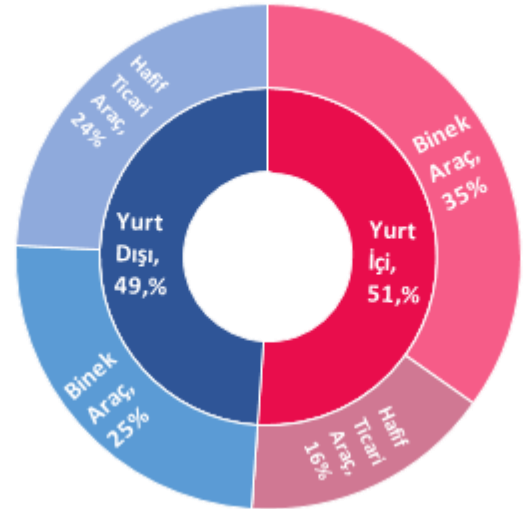
TOASO

TOASO Üretim & Satış Miktarı									Değişim		
		1Ç20	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	6A20	6A21	2Ç21/2Ç20	6A21/6A20
ÜRETİM	Doblo	16.315	6.780	20.172	25.531	18.321	18.752	23.095	37.073	176,6%	60,5%
	MCV	5.595	3.145	9.455	11.901	5.660	9.105	8.740	14.765	189,5%	68,9%
	Egea	36.750	15.920	46.359	52.707	34.199	40.260	52.670	74.459	152,9%	41,4%
	Toplam Üretim	58.660	25.845	75.986	90.139	58.180	68.117	84.505	126.297	163,6%	49,5%
SATIŞ											
YURT İÇİ	Egea Sedan	9.962	13.552	26.424	40.556	14.167	16.545	23.514	30.712	22,1%	30,6%
	Egea HB & SW	738	521	5.078	4.786	1.599	192	1.259	1.791	-63,1%	42,3%
	Doblo	16.315	6.780	20.172	25.531	18.321	18.752	23.095	37.073	176,6%	60,5%
	Fiorino	1.629	2.526	6.061	6.651	2.420	4.889	4.155	7.309	93,5%	75,9%
	İthal Araçlar	1.989	1.777	3.643	2.870	2.306	2.110	3.766	4.416	18,7%	17,3%
	Toplam Yurt İçi Satış	30.633	25.156	61.378	80.394	38.813	42.488	55.789	81.301	68,9%	45,7%
YURT DIŞI	Tipo Sedan	5.117	2.662	5.818	5.556	3.919	6.076	7.779	9.995	128,2%	28,5%
	Tipo HB & SW	17.938	1.053	9.435	13.261	8.052	7.168	18.991	15.220	580,7%	-19,9%
	Tipo Cross	0	0	0	0	3.726	2.333	0	6.059		
	Doblo	16.315	6.780	20.172	25.531	18.321	18.752	23.095	37.073	176,6%	60,5%
	RAM Promaster City	2.866	1.334	2.327	3.797	4.405	1.733	4.200	6.138	29,9%	46,1%
	MCV	5.595	3.145	9.455	11.901	5.660	9.105	8.740	14.765	189,5%	68,9%
	Transit & Diğer	0	0	4	13	0	3	0	3	-100,0%	
Toplam Yurt Dışı Satış	47.831	14.974	47.211	60.059	44.083	45.170	62.805	89.253	201,7%	42,1%	
Toplam Satış Adedi		78.464	40.130	108.589	140.453	82.896	87.658	118.594	170.554	118,4%	43,8%
Üretim/Satış Oranı		74,8%	64,4%	70,0%	64,2%	70,2%	77,7%	71,3%	74,1%		

Kaynak: TOFAŞ, BMD

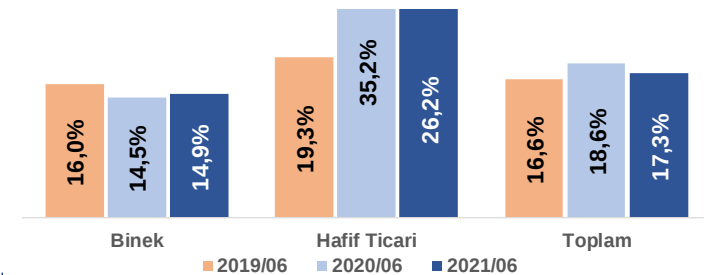


2Ç21 TOASO Satış Kırılımı

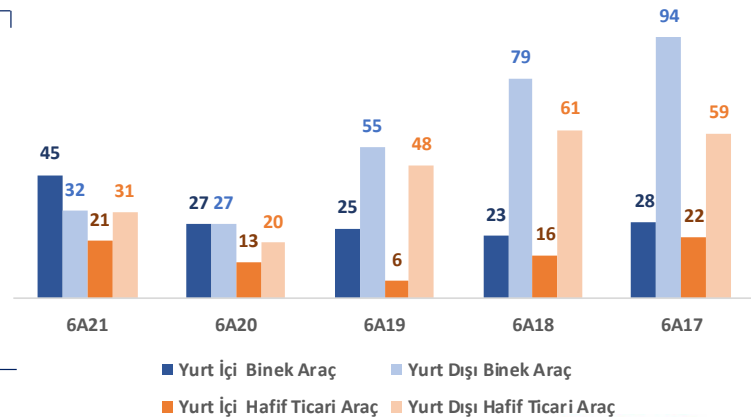


TOASO Yurt İçi ve Yurt Dışı Araç Satışları, Bin Adet

TOASO, 2021/06'da Binek Otomobilde %14,9; hafif ticaride %26,2 ve toplamda %17,3 yurtiçi paya sahip

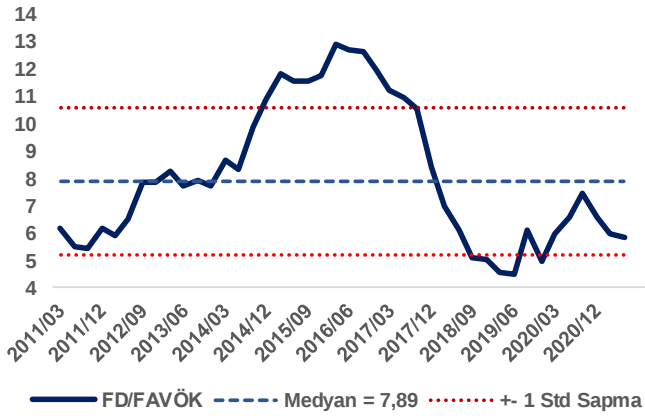


Kaynak: BMD & ODD

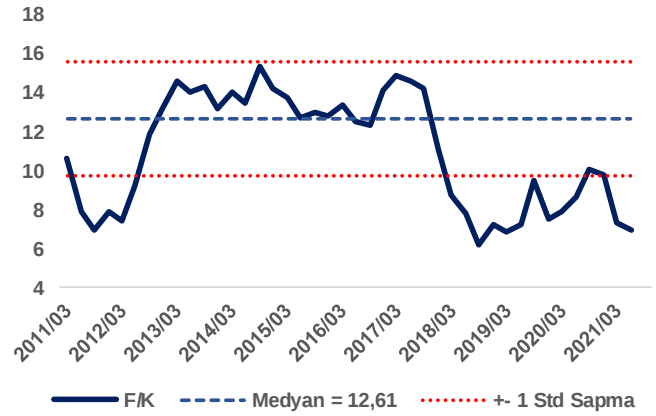


TOASO

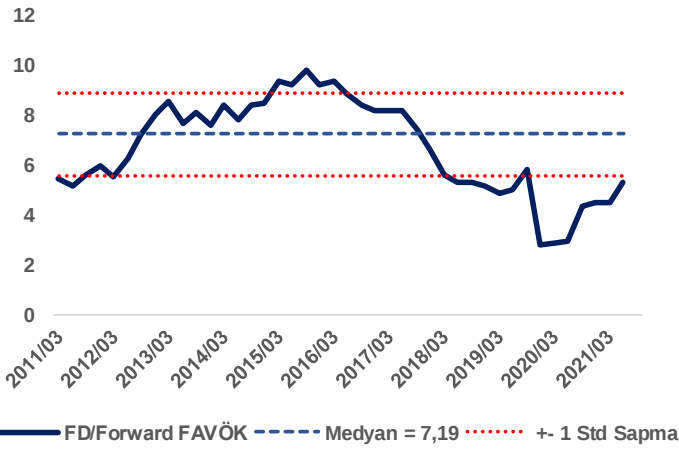
FD/FAVÖK Son4Ç



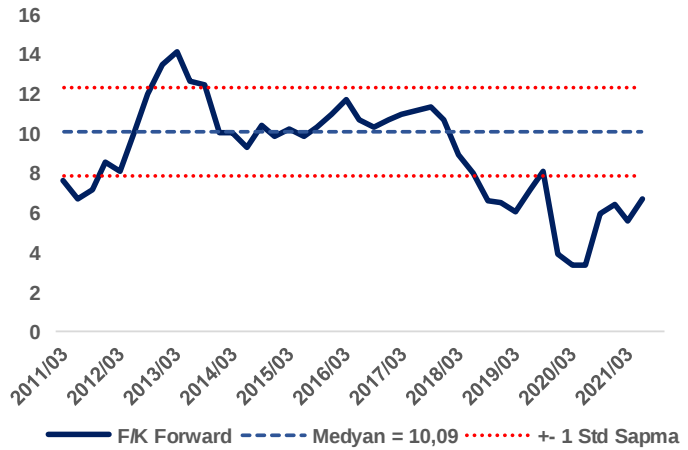
F/K Son4Ç



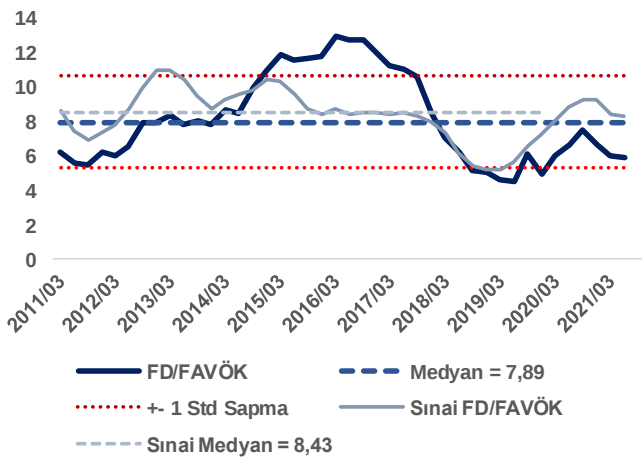
FD/FAVÖK Forward



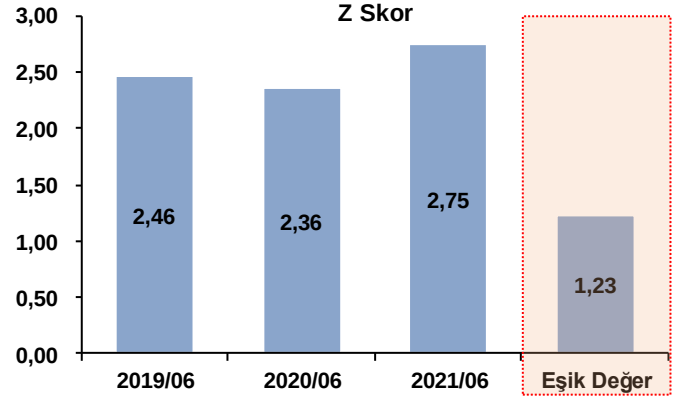
F/K Forward



FD/FAVÖK Son4Ç TOASO & XUSIN



Z Skor

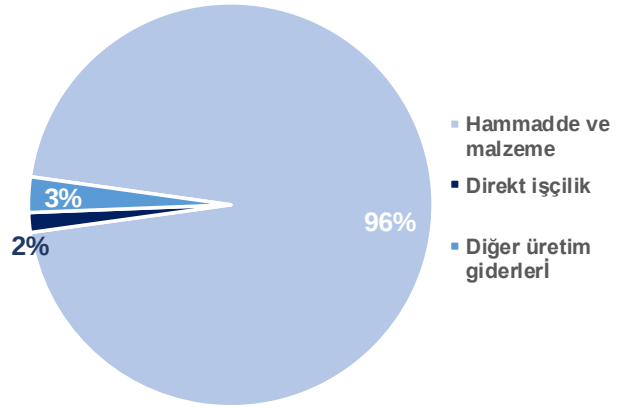
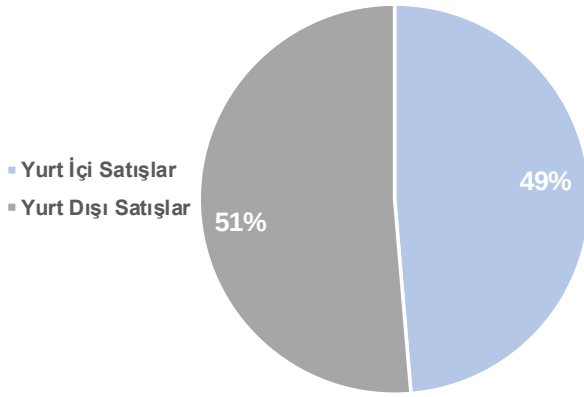


TOASO

Gelir Kırılımı

2021/06

SMM Kırılımı



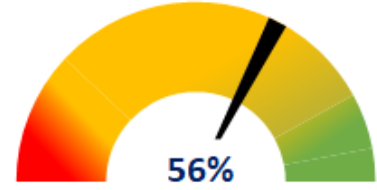
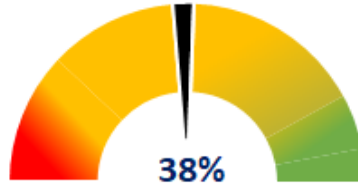
Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2020 yılının ilk yarısında 84.505 adet araç üreten Şirket, 2021 yılının ilk çeyreğinde 126.297 adet araç üretmiştir. 450.000 adet kapasiteye sahip olan TOFAŞ'ın kapasite kullanım oranı, Covid-19 salgını nedeniyle yaşanan kapanmalar ve arz-talep kanatlarındaki aksamalar nedeniyle 2020'nin ilk yarısında %38 olarak gerçekleşmiş olup 2021 yılının ilk yarısında %56'ya yükselmiştir.

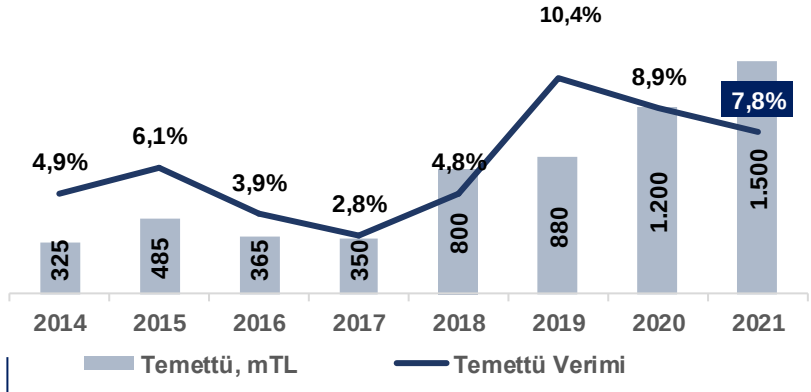
TOASO Kapasite Kullanım Oranları

2020/06

2021/06



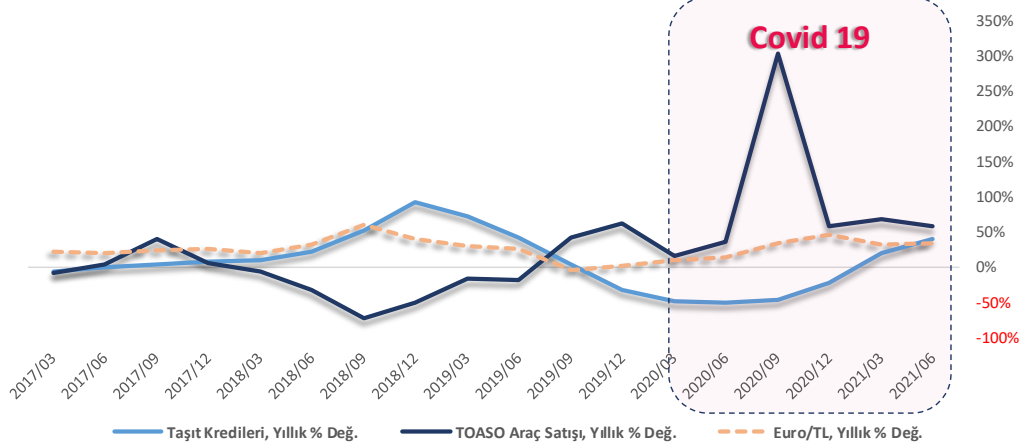
Dalgalı seyreden temettü verimi 2020 yılında %8,9 olurken 2021 yılında dağıtılan olan 1.500 mTL temettü ile %7,8 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in dağıttığı temettü tutarı artarken piyasa değerindeki göreceli artış temettü veriminde aşağı yönlü bir trende sebep olmuştur.



Kaynak: BMD & Finnet

Taşıt kredi faizlerindeki yıllık yüzdesel değişim ile TOFAŞ'ın araç satışlarının yıllık değişimleri arasındaki korelasyon katsayısı 0,56 olarak gerçekleşmiş olup orta düzey bir ilişki vardır. 3Ç20'de otomotiv satışlarında yaşanan patlama korelasyon değerinde sapmaya neden olmuştur. TOFAŞ'ın araç satışlarının yıllık yüzdesel değişimi ile Euro/TL paritesindeki yıllık yüzdesel değişim arasındaki korelasyon katsayısı 0,28 olarak gerçekleşmiştir.

Taşıt Kredisi Faizi- TOASO Araç Satışı Yıllık % Değ.



TOASO

Likidite Rasyoları	2021/06	2020/06	2019/06	Referans
Cari Oran	1,10	1,24	1,07	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,92	1,06	0,92	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	72	79	44	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	28	29	25	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	97	94	99	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	2	14	-30	Sektör
İşletme Sermayesi (TL)	950	1.058	-1.004	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	3,2%	6,2%	-5,5%	Sektör

Borçluluk Oranları	2021/06	2020/06	2019/06	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	78,1%	74,5%	73,7%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	85,8%	58,2%	73,2%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	12,4	21,6	49,0	>3
Net Borç/FAVÖK	1,3	1,5	0,7	<4
Net Borç/Özkaynak	1,2	1,0	0,5	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	0,3	0,3	0,2	Sektör

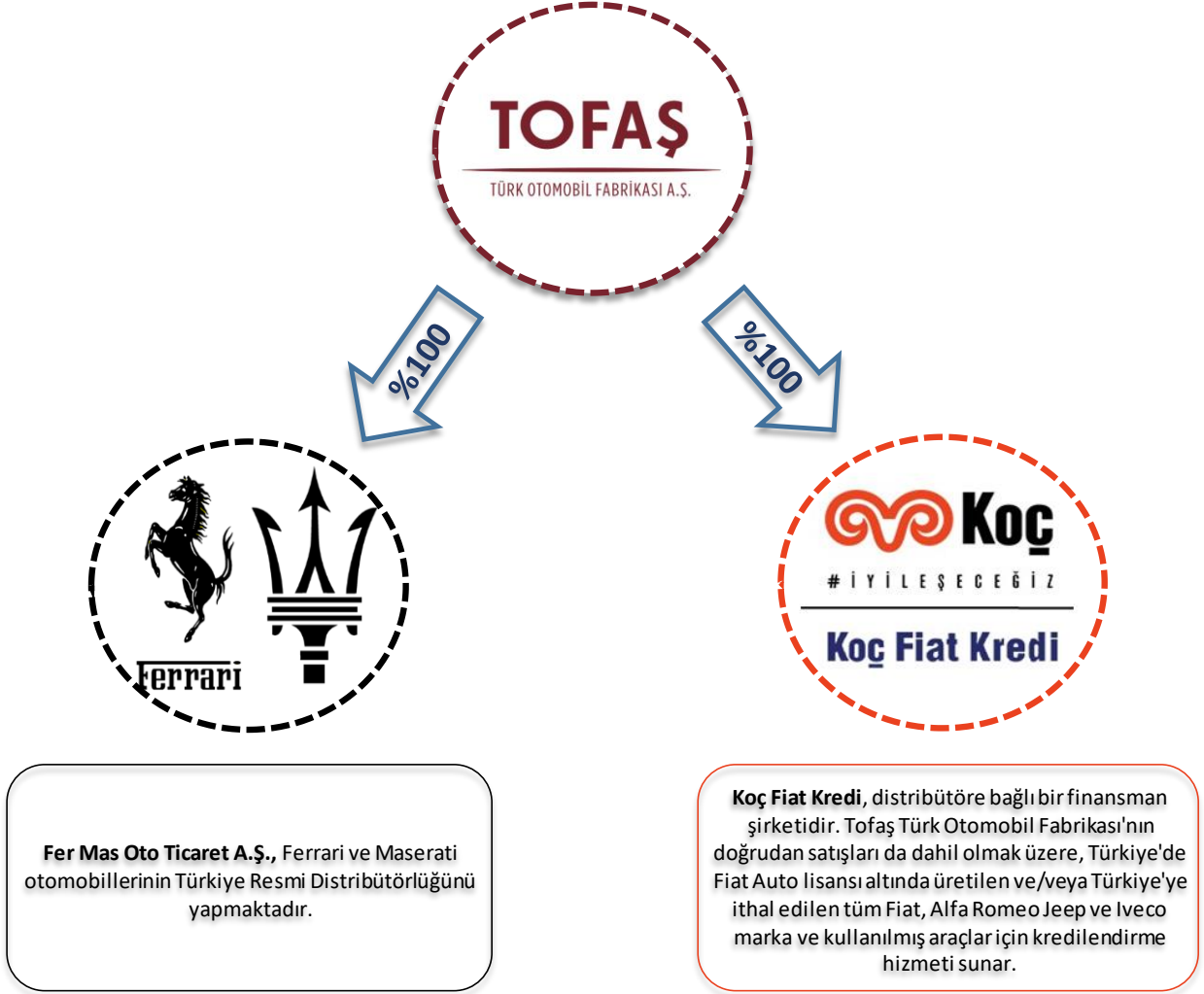
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2021/06	2020/06	2019/06	Referans
Brüt Marj	13,5%	13,2%	13,7%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	10,4%	9,2%	10,1%	Sektör
FAVÖK Marjı	13,2%	13,9%	14,2%	Sektör
Net Kar Marjı	8,8%	8,1%	7,5%	Sektör
Aktif Karlılık	13,5%	9,9%	10,3%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	1,1%	0,6%	0,3%	<%3

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2021/06	2019/06	Referans
Brüt Marj	16,3%	12,7%	Sektör
FAVÖK Marjı	16,0%	12,0%	Sektör
Net Kar Marjı	11,5%	7,7%	Sektör
Satış Büyümesi	43,0%		Sektör
FAVÖK Büyümesi	90,4%		Sektör
Net Kar Büyümesi	112,3%		Sektör
Brüt Kar Büyümesi	83,4%		Sektör

Yatırım Rasyoları	2021/06	2020/06	2019/06	Referans
EVA-mTL	2.115	857	1.326	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	85,3%	41,0%	122,8%	>AOSM
CRR	9,7%	17,8%	6,6%	Sektör

DUPONT	2021/06	2020/06	2019/06	Referans
Aktif / Özkaynak	4,57	3,92	3,80	
Net Satış/ Aktif	153,9%	122,8%	137,7%	
Net Kar / Satış	8,8%	8,1%	7,5%	
Özsermaye Karlılığı	61,6%	38,9%	39,0%	18,6%

TOASO Bağlı Ortaklıkları



BMD Araştırma
BMDArastirma@bmd.com.tr

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma Bölümü
Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr
Telefon : 0216-547-13-52

Endekse Göre Getiri Tanımlamaları

Endeksin Üzerinde Getiri	Hisse Senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* Endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
Endekse Paralel Getiri	Hisse Senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* Endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
Endeksin Altında Getiri	Hisse Senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* Endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

* BİST100 için önümüzdeki 12 aylık getiri beklentimiz mevcut finansal koşullarda %21 seviyesindedir.

Önemli Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.