

TOASO

117,09 TL – ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

%48,5 Getiri Potansiyeli...

Beklentilerin üzerinde bilanço...

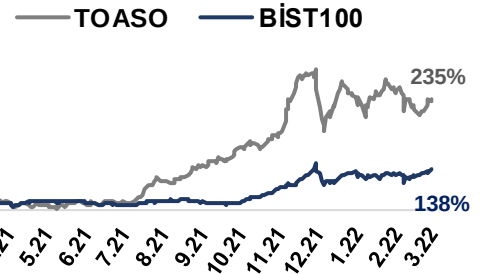
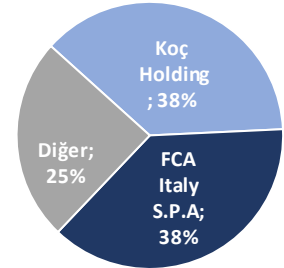
- ✓ TOASO, güçlü iç piyasa performansı ve sıkı operasyonel gider kontrolü ile maliyet artışlarının yansıtıldığı ihracat kontratlarının da etkisiyle 2021 yılının dördüncü çeyreğinde, beklentimizin de üzerinde, 4Ç20'ye kıyasla %90,4 artışla 1.217 milyon TL net kar açıkladı.
- ✓ AB otomotiv pazarında FCA'nın zayıf Pazar payı ve pandemi nedeniyle yurt dışı satışlarındaki gerilemeye karşın yurt içi talepteki canlılık marjları destekleyici etki yarattı. Yılın dördüncü çeyreğinde, 4Ç20'ye kıyasla, geçtiğimiz yıl salgın nedeniyle reel ekonomide yaşanan ciddi daralmalar olması sebebiyle 4Ç21'de baz etkisiyle %99,5 artışla 10.078 mn TL ciro elde eden TOASO, yıllık %124,8 artışla 2.780 mn TL brüt kar elde etmiştir. Bir önceki çeyrekte %16,3 olarak gerçekleşen brüt kar marjı %26,9 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ TOFAŞ'ın net borcu, 4Ç21'de bir önceki yılın aynı dönemine göre işletme sermayesi görünümündeki bozulma nedeniyle arttı. 4Ç21'de Şirket'in net borcu, yıllık %45,3 artarak 3.544 mn TL'ye yükselmiştir.
- ✓ 3Ç21'e göre piyasadaki canlanma paralelinde faaliyet giderlerinde de %28,9 artış oldu. Yurt içi satışlarda Egea modeli ön plana çıkarken yurt dışı satışlarda Tipo modeli ön plana çıktı. TOFAŞ'ın araç üretimi, 3Ç21'e kıyasla, baz etkisiyle %53 artışla 61.811 adet, 2021'in tamamında ise 228.544 adet araç üretildi. 2021'de Tofaş toplam satış hacmi yıllık %9,5 düşüş kaydederek 234.786 adet seviyesinde gerçekleşti. Global mikroçip tedariğinde yaşanan aksaklıklar sebebiyle 4Ç21'de satış hacimleri yıllık bazda 32% gerileyerek 62.654 adet seviyesinde gerçekleşirken bir önceki çeyreğe kıyasla 42,3% artış kaydetti.
- ✓ Yılın dördüncü çeyreğinde, yıllık %145,9 artışla 2.731,5 milyon TL FAVÖK elde eden Şirket'in FAVÖK marjı %26,5 olarak gerçekleşti.
- ✓ Tofaş'ın yılın dördüncü çeyreğinde yaptığı yatırım harcamaları toplam 323 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Binek araçlar için yatırımlar devam etmekte olup önümüzdeki dönemde yeni versiyonların pazara sunulması beklenmektedir.
- ✓ Temel riskler, salgın nedeniyle vaka sayısındaki oluşabilecek artışlar ve omikron 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, Rusya-Ukrayna savaşının global ekonomideki yansımaları, çip üretiminde beklenen normalleşmenin gecikmesi hisse fiyatını baskılayabilir. Mevcut finansal koşullar ve 4Ç21 mali gerçekleştirmelerini baz alarak TOASO'nun 2022 yılında 52,8 milyar TL satış geliri ve %20,2 marjla 10,7 milyar TL FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Yaptığımız İNA ve Çarpan değerlemesi sonucunda TOASO için hedef fiyatımızı pay başına 54,99 TL'den 117,09 TL'ye yükseltiyor; %48,5 getiri potansiyeli ve endeks üzerinde getiri tavsiyesi ile model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

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](#).

Hisse Verileri (TL)	18.3.22
Bloomberg/Reuters Kodu	TOASO.TI/ TOASO.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	78,85
Halka Açıklık Oranı	24,00
Hedef Fiyat	117,09
Getiri Potansiyeli	48,5%
Önceki Hedef Fiyat (09.08.21)	54,99
YBB TL Getiri	4,2%
Temettü Verimi, 2022	8,1%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mTL)	459,02
Piyasa Değeri (m TL)	39.425
Net Borç (2021/12) (m TL)	3.544
Firma Değeri (m TL)	42.969
Net Döviz Pozisyonu (m TL)	-2.735

Piyasa Çarpanları	2020	2021	2022T
FD/FAVÖK	6,41	7,14	4,0
F/K	9,51	11,54	7,1
PD/DD	3,80	6,59	4,7

Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TOASO Performans	-6,4%	-7,3%	134,7%
Relatif Getiri	-11,1%	-11,3%	69,8%



Özet Mali Veriler (mTL)	2019	2020	2021	2022T
Net Satışlar	18.897	23.557	29.684	52.752
FAVÖK	2.480	3.026	5.794	10.668
FAVÖK Marjı	13,1%	12,8%	19,5%	20,2%
Net Kar	1.482	1.784	3.281	5.587

BMD beklentisi

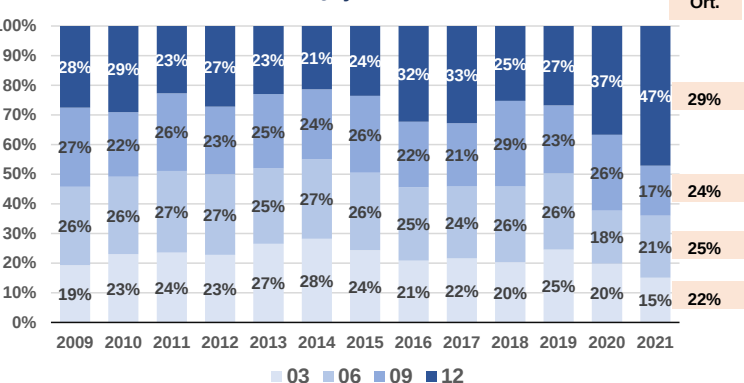
TOASO

TOASO Özet Mali Veriler									Değişim	
(mTL)	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	12A20	12A21	4Ç21/4Ç20	12A21/12A20
Net Satışlar	6.860,3	9.197,6	6.447,0	7.564,2	5.594,9	10.078,2	23.556,7	29.684,3	9,6%	26,0%
Finans Sek. Hasılatı	103,9	124,4	156,2	195,7	228,6	248,2	425,6	828,7	99,5%	94,7%
Toplam Hasılat	6.964,1	9.322,0	6.603,2	7.759,9	5.823,5	10.326,4	23.982,3	30.513,0	10,8%	27,2%
Brüt Kar	890,4	1.236,5	866,0	1.232,1	950,4	2.779,9	3.213,6	5.828,5	124,8%	81,4%
Brüt Marj	12,8%	13,3%	13,1%	15,9%	16,3%	26,9%	13,4%	19,1%	13,7%	42,6%
Faaliyet Giderleri	-242,2	-341,4	-238,1	-284,6	-270,7	-440,1	-946,9	-1.233,5	28,9%	30,3%
Faaliyet Gid./Ciro	3,5%	3,7%	3,6%	3,7%	4,6%	4,3%	3,9%	4,0%	0,6%	2,4%
Esas Faaliyet Karı	648,2	895,1	627,9	947,5	679,7	2.339,8	2.266,8	4.595,0	161,4%	102,7%
Esas Faaliyet Kar Marjı	9,3%	9,6%	9,5%	12,2%	11,7%	22,7%	9,5%	15,1%	13,1%	59,3%
Amortisman	125,3	215,8	247,2	264,5	295,6	391,7	758,8	1.199,1	81,5%	58,0%
FAVÖK	773,5	1.110,9	875,2	1.212,1	975,4	2.731,5	3.025,5	5.794,1	145,9%	91,5%
FAVÖK Marjı	11,1%	11,9%	13,3%	15,6%	16,7%	26,5%	12,6%	19,0%	14,5%	50,5%
Diğer Gelir/Gider	-129,6	30,1	-14,1	-12,0	80,3	-553,5	-200,6	-499,3	-1940,4%	148,9%
Finansman Gel./Gid.	27,4	-285,1	-4,6	-56,8	-168,7	-391,9	-245,9	-622,0	37,4%	152,9%
Net Kar	510,3	639,2	616,7	867,2	580,6	1.216,9	1.784,2	3.281,3	90,4%	83,9%
Net Kar Marjı	7,3%	6,9%	9,3%	11,2%	10,0%	11,8%	7,4%	10,8%	4,9%	44,6%
Özkaynak	3.554,4	4.468,6	3.437,0	4.276,3	5.001,8	5.743,4	4.468,6	5.743,4	28,5%	28,5%
Aktif Büyüklük	17.447,2	19.475,6	18.918,1	19.534,1	19.698,7	23.473,3	19.475,6	23.473,3	20,5%	20,5%
Yatırım	230,9	320,2	386,9	198,9	213,5	322,9	908,7	1.122,2	0,8%	23,5%
Yatırım/Ciro	3,3%	3,4%	5,9%	2,6%	3,7%	3,1%	3,8%	3,7%	-0,3%	-2,9%
İşletme Sermayesi	-385,1	-803,8	-297,7	444,9	88,3	259,4	-803,8	259,4	-132,3%	-132,3%
İşletme Sermayesi/Ciro	-2,7%	-3,4%	-4,6%	3,2%	0,5%	0,9%	-3,4%	0,9%	4,3%	-125,6%
Net Borç	3.154,0	2.439,0	4.755,2	5.017,9	4.038,8	3.544,1	2.439,0	3.544,1	45,3%	45,3%
Net Borç/FAVÖK	122,3%	80,6%	144,0%	126,3%	96,8%	61,2%	80,6%	61,2%	-24,1%	-24,1%

TOASO Araç Satışları	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	12A20	12A21	4Ç21/4Ç20	12A21/12A20
Yurtiçi Satışlar, mTL	4.243.310	4.966.415	2.790.636	3.878.046	2.850.343	5.124.250	12.441.509	14.643.275	3,2%	17,7%
Binek, adet	35.145	37.073	20.862	25.355	14.653	16.317	100.757	77.187	-56,0%	-23,4%
Hafif Ticari, adet	14.382	14.888	7.721	11.478	9.442	16.481	40.819	45.122	10,7%	10,5%
Toplam Yurtiçi adet	49.527	51.961	28.583	36.833	24.095	32.798	141.576	122.309	-36,9%	-13,6%
Ortalama Fiyat, binTL	85,7	95,6	97,6	105,3	118,3	156,2	87,9	119,7	63,5%	36,2%
Ortalama Fiyat, bin€	10,1	10,2	11,0	10,4	11,7	12,2	10,4	10,4	20,0%	0,6%
Yurtdışı Satışlar, mTL	2.537.580	4.100.365	3.527.468	3.506.301	2.632.358	4.598.083	10.821.043	14.264.210	12,1%	31,8%
Binek	15.253	18.817	15.697	15.577	3.249	11.001	60.840	45.524	-41,5%	-25,2%
Hafif Ticari	15.120	21.474	17.411	14.013	16.674	18.855	57.063	66.953	-12,2%	17,3%
Toplam Yurtdışı adet	30.373	40.291	33.108	29.590	19.923	29.856	117.903	112.477	-25,9%	-4,6%
Ortalama Fiyat, binTL	85,7	95,6	97,6	105,3	118,3	156,2	87,9	119,7	63,5%	36,2%
Ortalama Fiyat, bin€	10,1	10,2	11,0	10,4	11,7	12,2	10,4	10,4	20,0%	0,6%
Toplam Araç Satışı	79.900	92.252	61.691	66.423	44.018	62.654	259.479	234.786	-32,1%	-9,5%
Ortalama Fiyat, binTL	84,9	98,3	102,4	111,2	124,6	155,2	89,7	123,1	57,9%	37,3%
Ortalama Fiyat, bin€	10,1	10,5	11,5	11,0	12,4	12,1	10,6	10,7	15,9%	1,4%

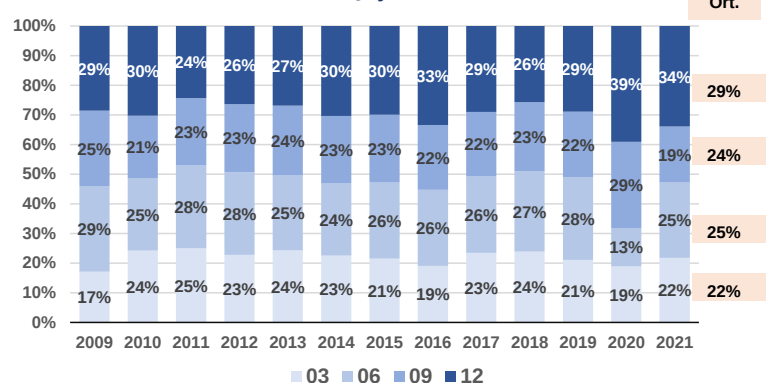
TOASO Çeyrek FAVÖK

Ort.



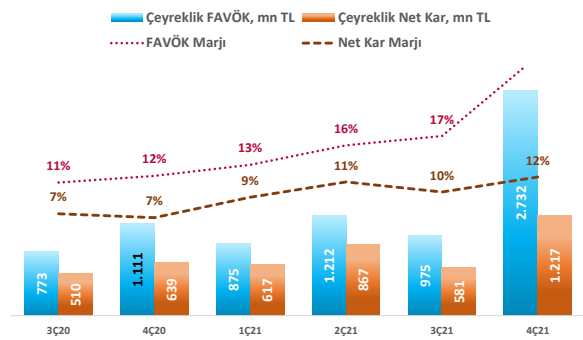
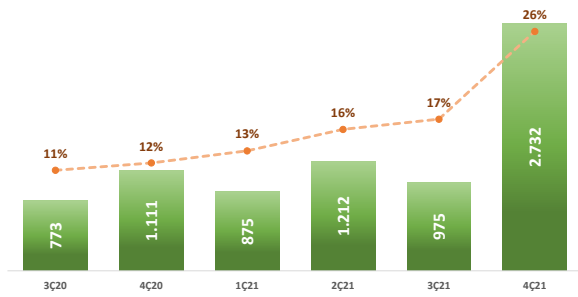
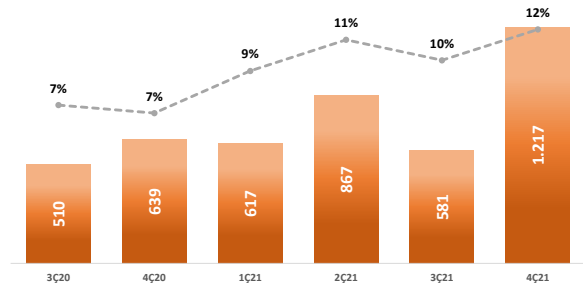
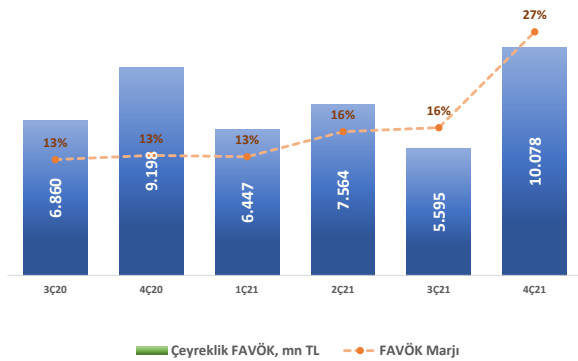
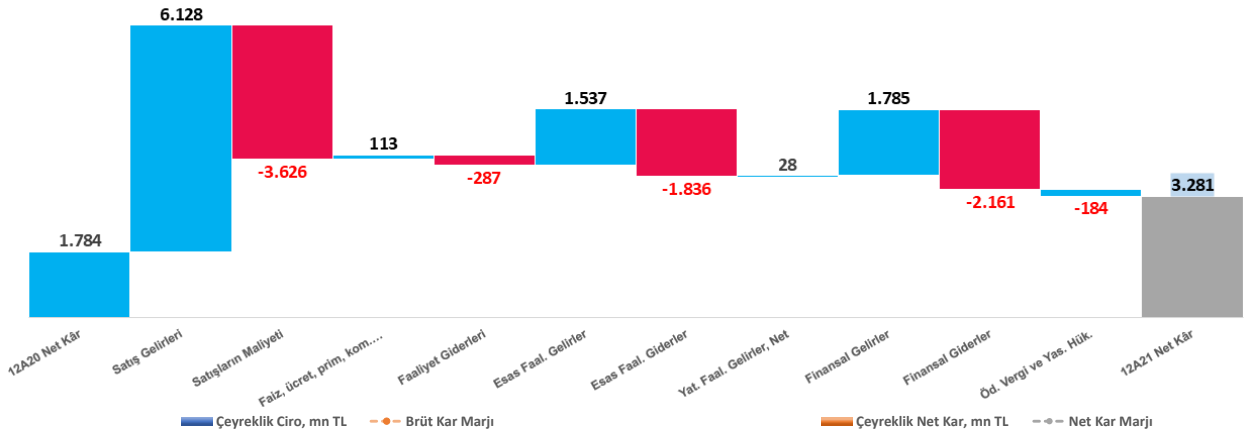
TOASO Çeyreksel Ciro

Ort.

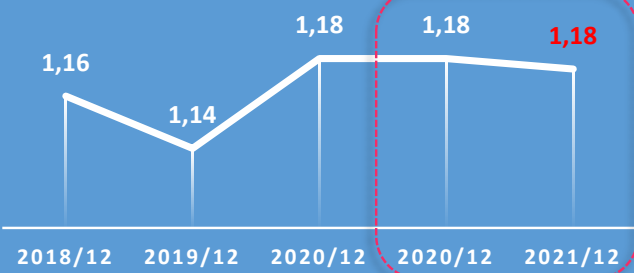


TOASO

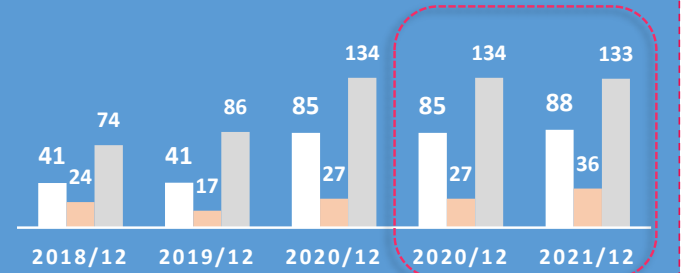
TOASO 12A21 Net Kâr Köprüsü, Milyon TL



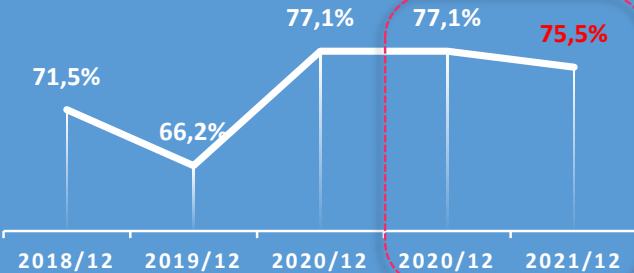
CARİ ORAN



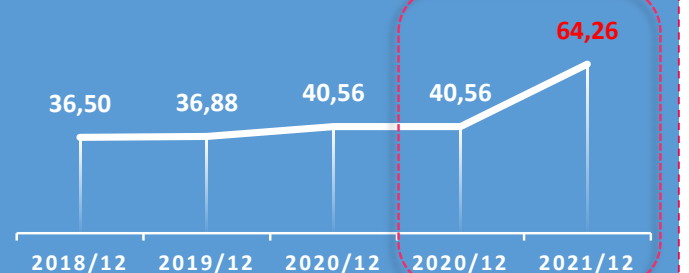
Alacak Gün Süresi (Gün) Stok G.S. (Gün) Ticari Borç G.S. (Gün)



KALDIRAÇ ORANI



ÖZSERMAYE KARLILIĞI

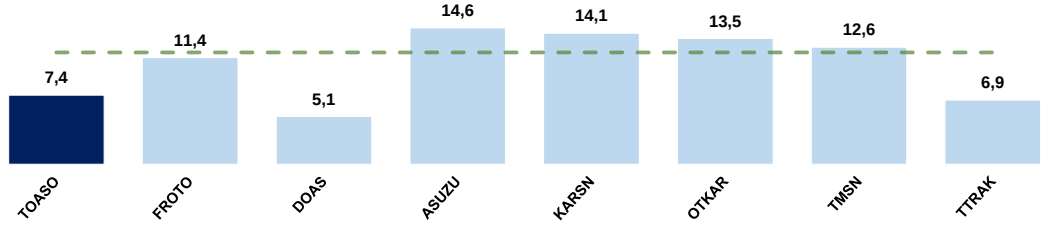


TOASO

Otomotiv Sektörü 2021/12 Dönemi FD/FAVÖK Değerleri

Medyan 12,00

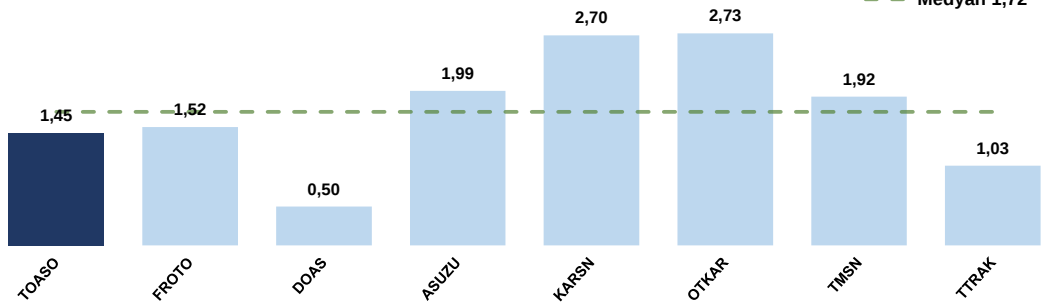
BİST100 Endeksinde işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerini baz aldığımızda TOASO, sektör ortalamasının altında FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.



Otomotiv Sektörü 2021/12 Dönemi FD/CİRO Değerleri

Medyan 1,72

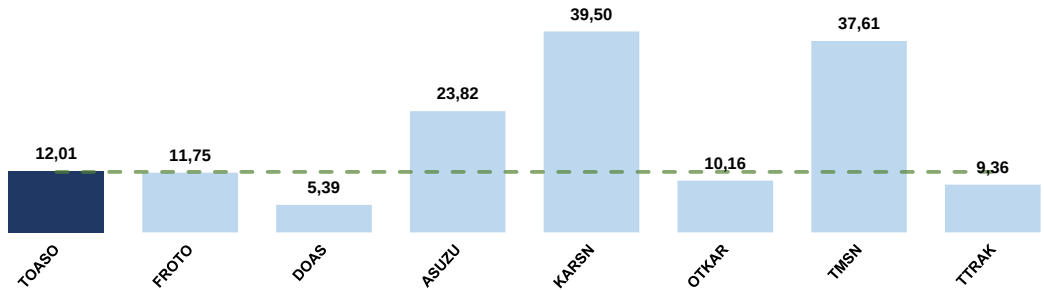
TOASO, sektör ortalamasının altında FD/CİRO çarpanıyla işlem görüyor.



Otomotiv Sektörü 2021/12 Dönemi Fiyat/Kazanç Değerleri

Medyan 11,88

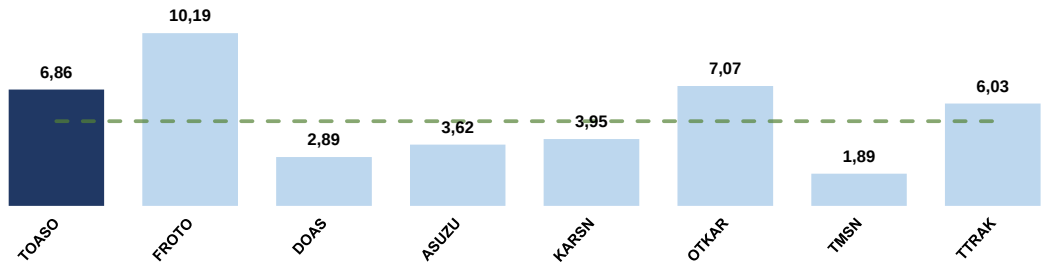
TOASO, sektör ortalamasına yakın Fiyat/Kazanç çarpanıyla işlem görüyor.



Otomotiv Sektörü 2021/12 Dönemi PD/DD Değerleri

Medyan 4,99

TOASO, sektör ortalamasının üzerinde PD/DD çarpanıyla işlem görüyor.



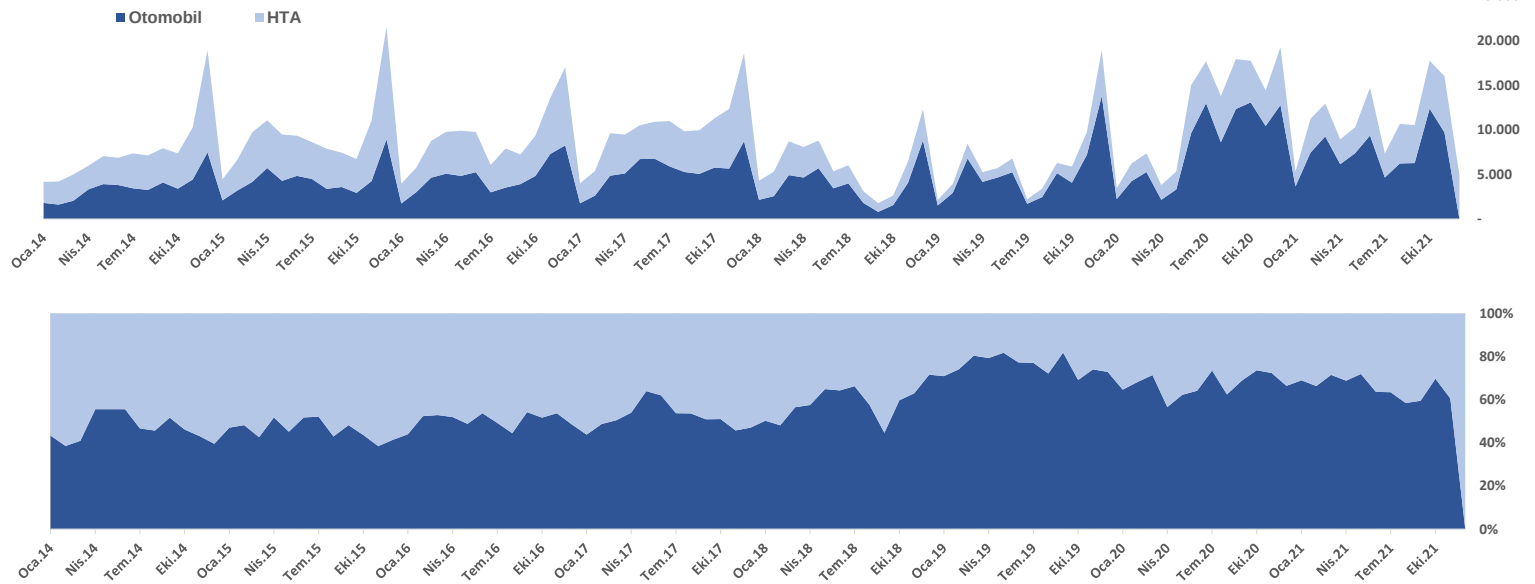
Kaynak: BMD & Finnet

TOASO

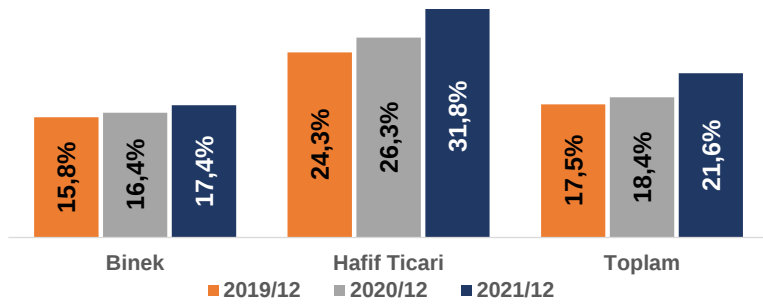
TOASO Üretim & Satış Miktarı									Değişim		
		3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	12A20	12A21	4Ç21/4Ç20	2A21/12A20
ÜRETİM	Doblo	20.172	25.531	18.321	18.752	19.233	21.214	68.798	77.520	-16,9%	12,7%
	Egea	46.359	52.707	34.199	40.260	16.118	26.102	30.096	34.345	-50,5%	14,1%
	MCV	9.455	11.901	5.660	9.105	5.085	14.495	151.736	116.679	21,8%	-23,1%
	Toplam Üretim	75.986	90.139	58.180	68.117	40.436	61.811	250.630	228.544	-31,4%	-8,8%
SATIŞ											
YURT İÇİ	Egea Serisi	31.502	34.219	18.556	23.245	13.826	15.233	90.494	70.860	-55,5%	-21,7%
	Doblo	8.321	8.237	5.301	6.589	6.834	10.141	23.952	28.865	23,1%	20,5%
	Fiorino	6.061	6.651	2.420	4.889	2.608	6.340	16.867	16.257	-4,7%	-3,6%
	İthal Araçlar	3.643	2.854	2.306	2.110	827	1.084	10.263	6.327	-62,0%	-38,4%
	Toplam Yurt İçi Satış	49.527	51.961	28.583	36.833	24.095	32.798	141.576	122.309	-36,9%	-13,6%
YURT DIŞI	Tipo Serisi	15.253	18.817	15.697	15.577	3.249	11.001	60.840	45.524	-41,5%	-25,2%
	Doblo	9.364	12.448	9.646	9.060	10.355	8.636	33.387	37.697	-30,6%	12,9%
	RAM Promaster City	2.327	3.797	4.405	1.733	2.986	1.940	10.324	11.064	-48,9%	7,2%
	MCV Fiat	3.425	5.216	3.360	3.217	3.326	8.277	13.335	18.180	58,7%	36,3%
	Transit & Diğer	4	13	0	3	7	2	17	12	-84,6%	-29,4%
	Toplam Yurt Dışı Satış	30.373	40.291	33.108	29.590	19.923	29.856	117.903	112.477	-25,9%	-4,6%
Toplam Satış Adedi		79.900	92.252	61.691	66.423	44.018	62.654	259.479	234.786	-32,1%	-9,5%
Üretim/Satış Oranı		95,1%	97,7%	94,3%	102,6%	91,9%	98,7%	96,6%	97,3%		

Kaynak: TOFAŞ, BMD

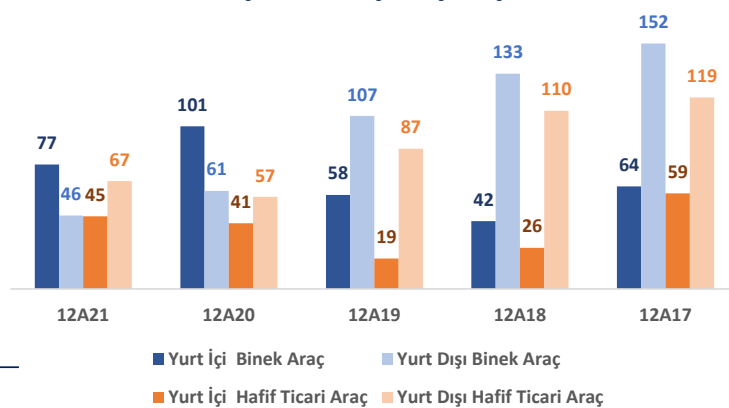
TOASO Araç Satış Kırılımı



TOASO, 2021/12 de Binek Otomobilde %17,4; hafif ticaride %31,8 ve toplamda 21,6 yurtiçi paya sahip



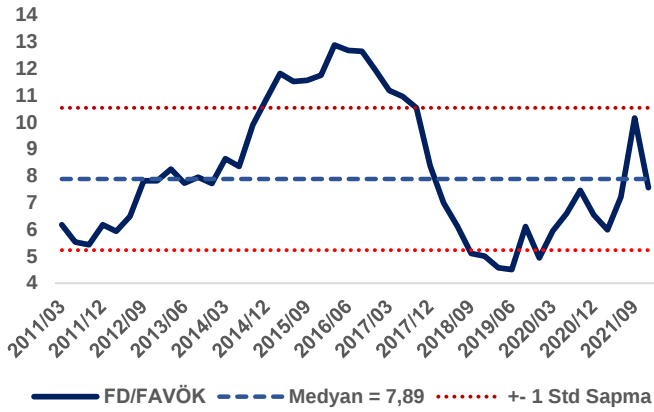
TOASO Yurt İçi ve Yurt Dışı Araç Satışları, Bin Adet



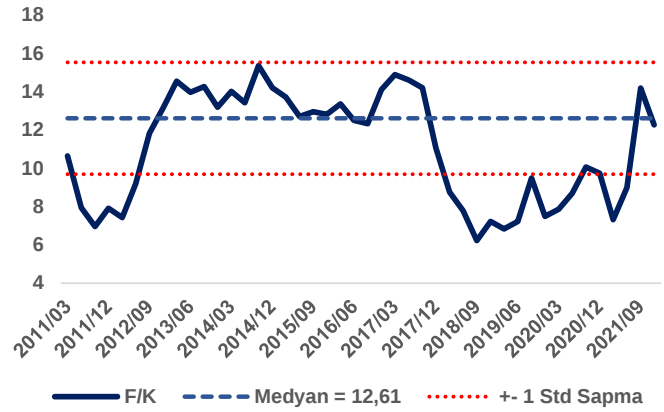
Kaynak: BMD & ODD

TOASO

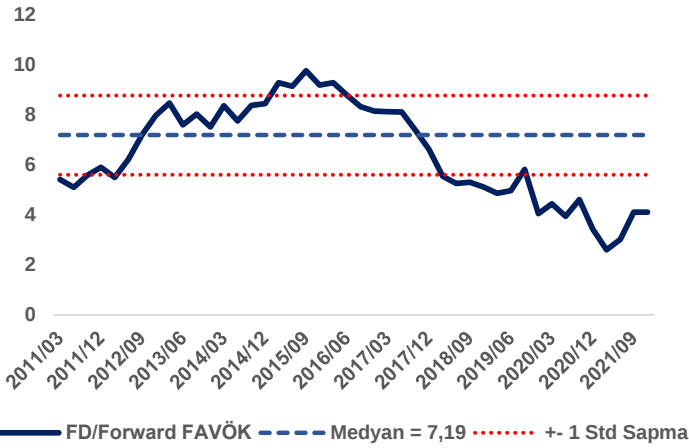
FD/FAVÖK Son4Ç



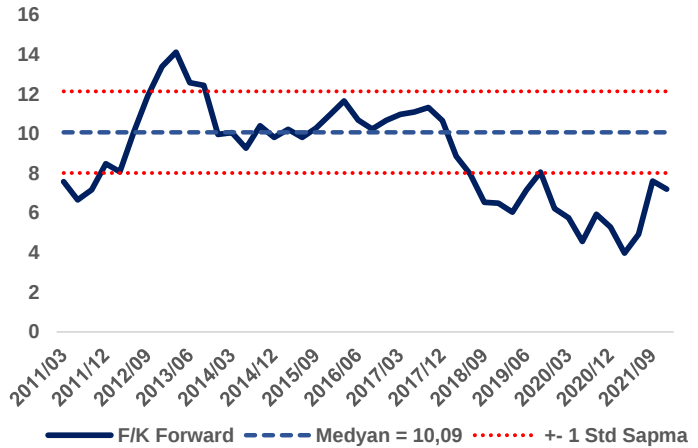
F/K Son4Ç



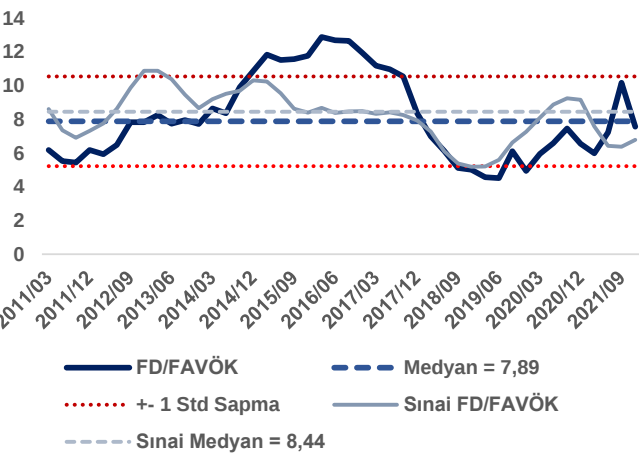
FD/FAVÖK Forward



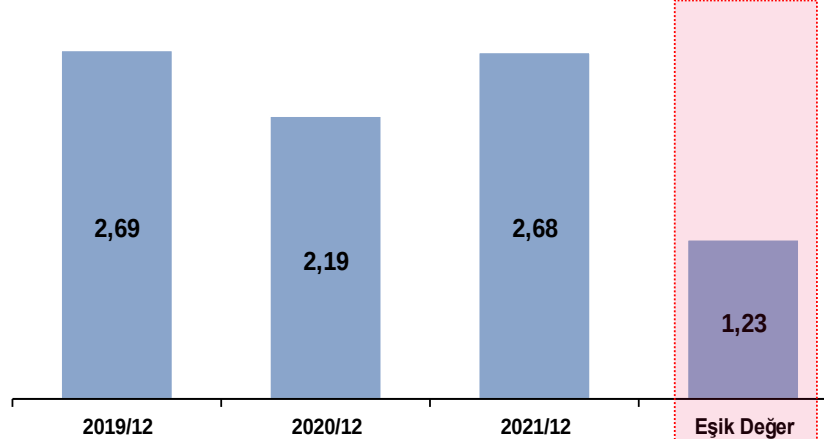
F/K Forward



FD/FAVÖK Son4Ç TOASO & XUSIN

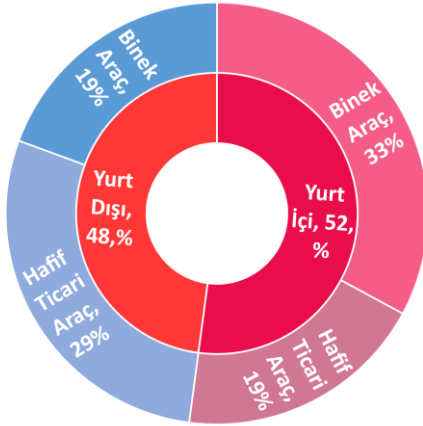


Z Skor



TOASO

4Ç21 TOASO Satış Kırılımı

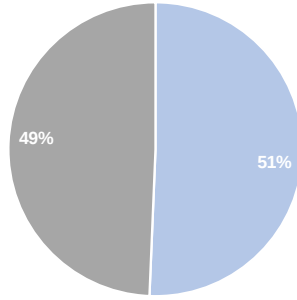


Gelir Kırılımı

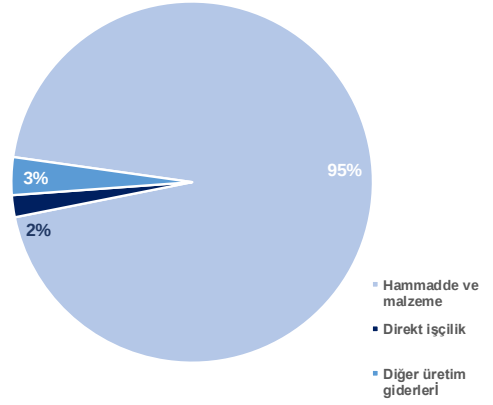
2021/12

SMM Kırılımı

• Yurt İçi Satışlar
• Yurt Dışı Satışlar



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

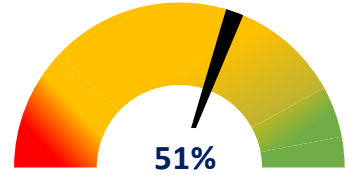
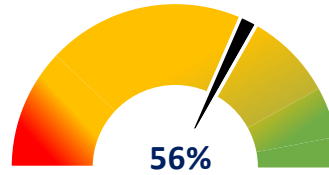


2020 yılının dördüncü çeyreğinde 90.139 adet araç üreten Şirket, 2021 yılının dördüncü çeyreğinde 61.811 adet araç üretmiştir. 450.000 adet kapasiteye sahip olan TOFAŞ'ın kapasite kullanım oranı, Covid-19 salgını nedeniyle yaşanan kapanmalar ve arz-talep kanatlarındaki aksamalar nedeniyle 2020'nin dördüncü çeyreğinde %80 olarak gerçekleşmiş olup 2021 yılının dördüncü çeyreğinde %55'e gerilemiştir.

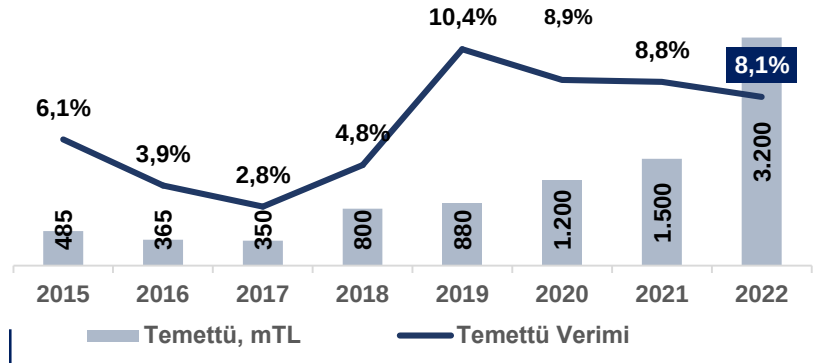
TOASO Kapasite Kullanım Oranları

2020/12

2021/12



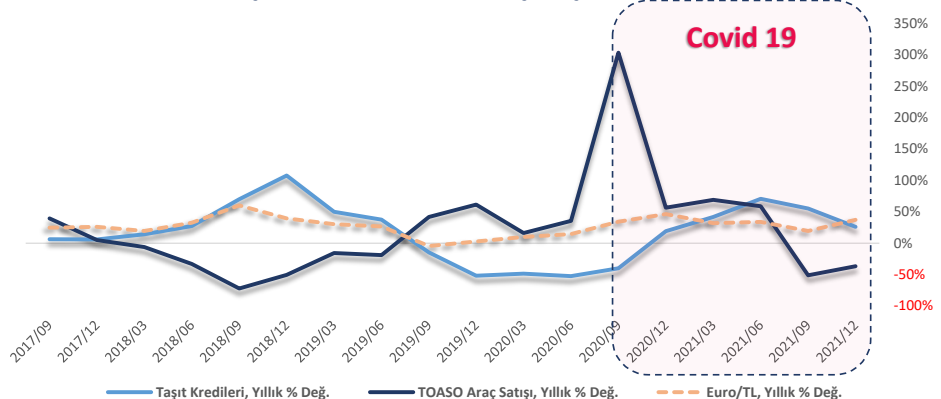
Dalgali seyreden temettü verimi 2021 yılında %8,8 olurken 2022 yılında dağıtılacak olan 3.200 mın TL temettü ile %8,1 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in dağıttığı temettü tutarı artarken piyasa değerindeki göreceli artış temettü veriminde aşağı yönlü bir trende sebep olmuştur.



Kaynak: BMD & Finnet

Taşıtlı kredi faizlerindeki yıllık yüzdesel değişim ile TOFAŞ'ın araç satışlarının yıllık değişimleri arasındaki korelasyon katsayısı -0,50 olarak gerçekleşmiş olup orta düzey ters yönlü doğrusal 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 -0,11 olarak gerçekleşmiştir.

Taşıtlı Kredis Faizi- TOASO Araç Satışı Yıllık % Değ.



TOASO

Likidite Rasyoları	2021/12	2020/12	2019/12	Referans
Cari Oran	1,18	1,18	1,14	1,0-1,5
Likidite Oranı	1,00	1,04	1,02	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	88	85	41	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	36	27	17	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	133	134	86	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	-9	-21	-28	Sektör
İşletme Sermayesi (TL)	753	-467	-992	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	2,5%	-2,0%	-5,2%	Sektör

Borçluluk Oranları	2021/12	2020/12	2019/12	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	75,5%	77,1%	66,2%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	72,1%	63,3%	42,7%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	9,3	12,3	11,5	>3
Net Borç/FAVÖK	0,6	0,8	0,5	<4
Net Borç/Özkaynak	0,6	0,5	0,3	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	0,2	0,2	0,1	Sektör

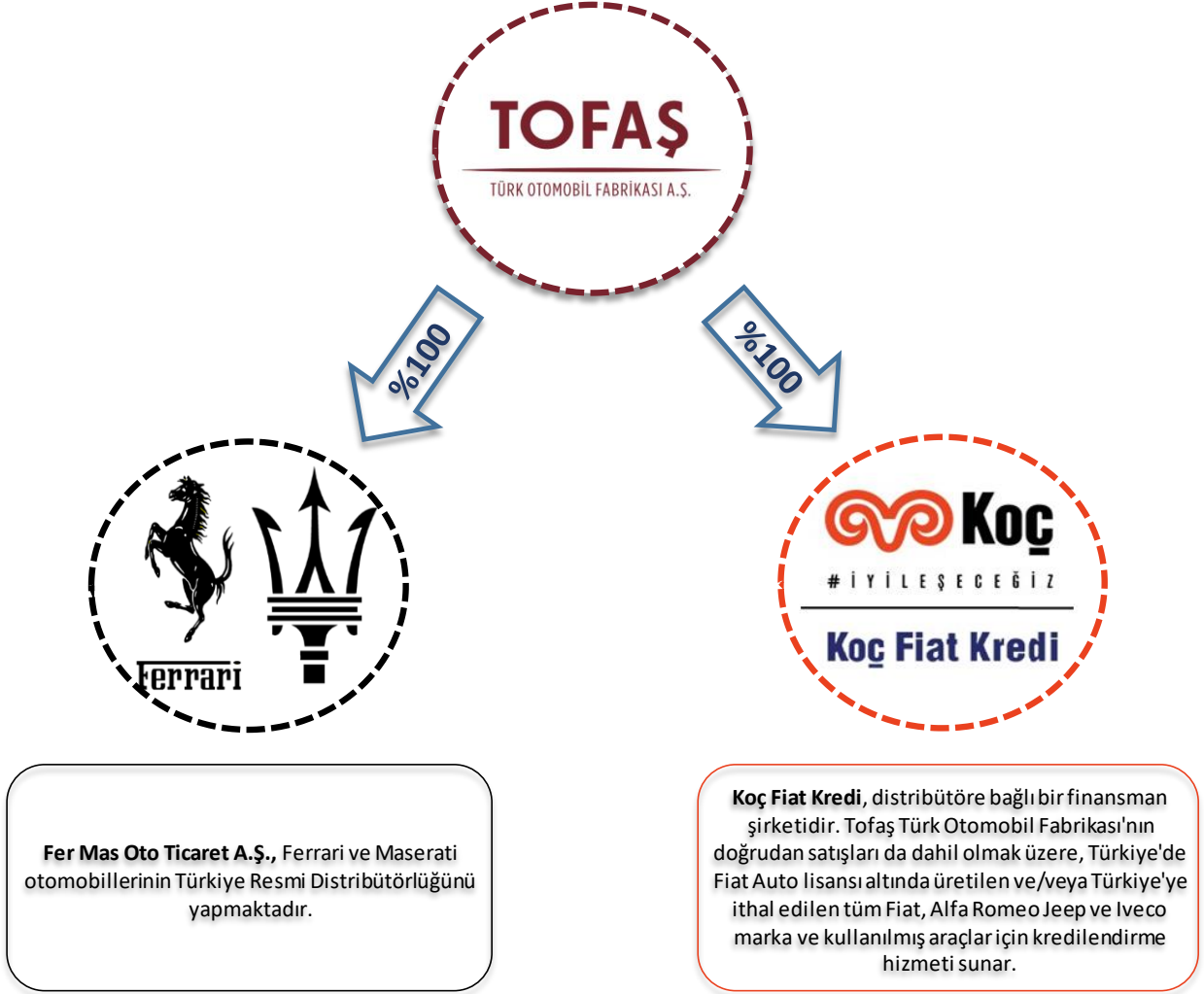
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2021/12	2020/12	2019/12	Referans
Brüt Marj	18,9%	13,2%	12,6%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	15,5%	9,6%	9,1%	Sektör
FAVÖK Marjı	19,5%	12,8%	13,1%	Sektör
Net Kar Marjı	11,1%	7,6%	7,8%	Sektör
Aktif Karlılık	14,0%	9,2%	11,6%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	2,1%	1,0%	1,1%	<%3

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2021/12	2020/12	2019/12	Referans
Brüt Marj	27,6%	13,4%	12,7%	Sektör
FAVÖK Marjı	27,1%	12,1%	12,2%	Sektör
Net Kar Marjı	12,1%	6,9%	8,2%	Sektör
Satış Büyümesi	9,6%	68,2%		Sektör
FAVÖK Büyümesi	145,9%	67,1%		Sektör
Net Kar Büyümesi	90,4%	41,9%		Sektör
Brüt Kar Büyümesi	124,8%	78,1%		Sektör

Yatırım Rasyoları	2021/12	2020/12	2019/12	Referans
EVA-mTL	3.331	1.609	1.230	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	138,4%	115,5%	122,8%	>AOSM
CRR	9,0%	6,7%	5,9%	Sektör

DUPONT	2021/12	2020/12	2019/12	Referans
Aktif / Özkaynak	4,09	4,36	2,96	
Net Satış / Aktif	126,5%	121,0%	147,5%	
Net Kar / Satış	11,1%	7,6%	7,8%	
Özsermaye Karlılığı	57,1%	39,9%	34,2%	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.