

SÖKE DEĞİRMENCİLİK SANAYİ

HALKA ARZ FİYATI

TRY7,50

TALEP TOPLAMA

4-6 Ocak

SOKE TI

Lider un markası

■ Söke Değirmencilik halka açılıyor

Türkiye'nin lider un markası, Söke Değirmencilik, sermaye artırımını yoluyla 77,5 milyon hisse satarak halka açılıyor. Hisse başına halka arz fiyatı TRY7,5 olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü TRY581,25 milyon olacaktır. Şirket halka arz sonrası TL2.899 milyon piyasa değerine ulaşacaktır ve halka açıklık oranı %20,05 olacaktır. Halka arzın %65'inin yurt içi bireysel yatırımcılara, %30'unun ise yurt içi kurumsal yatırımcılara ve geri kalan %5'inin yurt dışı kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi planlanmaktadır. Hisse dağılımı bireysel yatırımcılar için oransal olacaktır.

■ Un pazarının lideri

1963'de kurulan şirket, ilk paketli ununu 1985'de üretmiştir. Şirket 2015 yılında bir özel sermayeli şirket tarafından satın alınan Söke Değirmencilik, yeni ürün lansmanlarına başlamış ve 2022 yılında halka açık Ulusoy Un tarafından satın alınmıştır. Söke Değirmencilik, %20 pazar payıyla Türkiye un pazarının lider oyuncusudur. Şirketin Aydın ve Ankara'daki iki tesiste toplamda 432 bin ton buğday işleme kapasitesinde bulunmaktadır. 2021 yılı sonu itibarıyla satışların %34'ünü profesyonel ürünler, %25'ini özel markalı ürünler ve %23'ünü paketli ürünler oluşturmuştur.

■ Halka arz gelirlerinin büyük kısmı yapılacak yatırımlarda kullanılacak

Halka arzda 77,5 milyon hisselik sermaye artırımını yapılması planlanmaktadır. Böylece toplam halka arz büyüklüğü TRY581,25 milyona ulaşacaktır. Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %30'unun güneş enerjisi yatırımında, %12,5'i her iki fabrikada kapasite artışı yatırımında, %15'i unlu mamuller tesisi yatırımında, %35'i işletme sermayesi ihtiyacında ve %7,5'i ise finansal yatırımlarında kullanılması hedeflenmektedir.

■ Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlemede halka arz iskontosu %20 olarak belirlenmiştir

Konsorsiyum lideri aracı kurum (QNB Finans Yatırım) tarafından yapılan Söke Değirmencilik değerlemede ağırlıklandırılmış yurtiçi (%35) ve yurtdışı (%35) benzer şirket çarpan analizi ile indirgenmiş nakit akımları (%30) kullanılarak şirket için TRY2.898 milyon (hisse başı TRY9,38) değere ulaşılmıştır. Buna %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı olan TRY7,50 bulunmuştur. Bu fiyat halka arz sonrası son 12 aylık finansallarına göre (9A22 finansallarıyla) 20,1x F/K ve 8x FD/FAVÖK'e işaret etmektedir. Şirketin FAVÖK marjı 2019-21 döneminde %7-9 aralığında dalgalanırken, son on iki ayda bu değer %13'e yaklaşmıştır. Önümüzdeki dönemde normalleşmeyle birlikte bu çarpanlar bir miktar yükselebilir. Söke'nin yurt içi benzerlerinin bulunduğu BIST Gıda içecek endeksindeki şirketlerin 9A22 medyan çarpanları ise 15,4x F/K ve 13,5x FD/FAVÖK seviyesindedir. Şirketin ana ortağı Ulusoy Un ise aynı dönemde 9,6x F/K ve 6,9 FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Hisse Detayları

Milyon TL	2019	2020	2021	Son 12 Ay
Net satışlar	419	566	773	2,035
FAVÖK	29	50	52	258
Net kar	(6)	10	13	144
Net kar marjı (%)	(1.4)	1.8	1.7	7.1
FAVÖK marjı (%)	6.9	8.8	6.8	12.7
Satış büyümesi (%)	-	35.2	36.5	163.2
Net borç	67	69	85	(247)
Defter değeri	74	84	163	657
F/K (x)*	a.d	287.7	225.4	20.1
FD/FAVÖK (x)*	72.0	41.5	39.6	8.0
PD/DD (x)*	39.4	34.7	17.8	4.4
Net borç/FAVÖK (x)	2.3	1.4	1.6	(1.0)
Net borç/Özsermaye (%)	90.6	82.0	52.4	(37.6)
Özsermaye verimliliği (%)	(8.1)	12.1	7.9	22.0

* Halka arz sonrası oluşan Piyasa Değeri üzerinden hesaplanmıştır.

Ortaklık yapısı (%)	Arz öncesi		Arz sonrası	
	A Grubu	B Grubu	A Grubu	B Grubu
Ulusoy Un AŞ	10.00	90.00	8.00	71.95
Halka açık kısım	0.00	0.00	0.00	20.05
Toplam	10.00	90.00	8.00	92.00
Arz sonrası piyasa değeri (Milyon TL)	2,899			
Hisse sayısı (Milyon)	387			
Halka açık hisse sayısı (Milyon)	78			

Kaynak: Söke Değirmencilik Sanayi; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

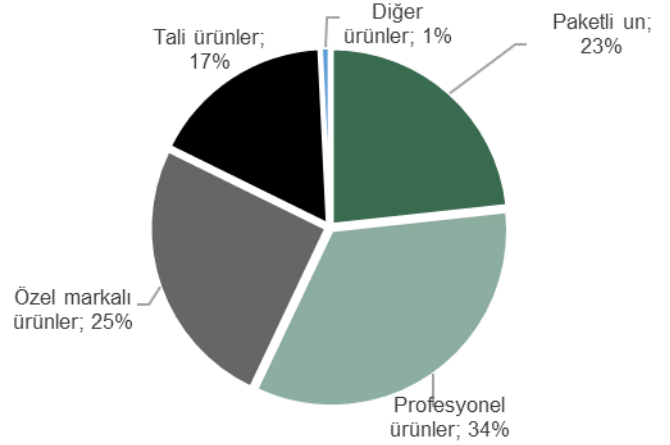
Söke Değirmencilik 1963 yılında günlük 60 ton kapasiteyle kurulun değirmeniyle üretime başladı. Şirket, 2015 yılında özel sermayeli bir şirket tarafından satın alındı ve 2022 yılında halka açık Ulusoy Un uhdesine geçti. Bugün Aydın ve Ankara'daki iki tesisinde yıllık toplam 432 bin ton buğday işleme kapasitesine sahip olan Söke, %20 pazar payıyla Türkiye'nin lider un markasıdır.

Üst Yönetim

İsim	Görev
Eren Günhan Ulusoy	Yönetim Kurulu Başkanı
Zekir Başar Kılıç	CEO

www.soke.com.tr

Satışların dağılımı (2021)



Kaynak: Söke Değirmencilik Sanayi

Şirket Profili

Söke Değirmencilik 1963 yılında Aydın'ın Söke ilçesinde kurulan ve günde 60 ton buğday işleme kapasite sahip tesisle satışlarına başlamıştır. 2015'e kadar bu bölgede yaptığı yatırımlarla büyüyen ve bu yıl bir özel sermayeli şirkete satılan Söke Değirmencilik, 2017 yılında Ankara Sincan'daki fabrikayı kiralarak toplam un buğday işleme kapasitesini günlük 1,440 tona yükseltmiştir. Şirket, 2022 yılı başında Ulusoy Un tarafından TRY169m ve EUR0.65m'ye satın alınmış, kiralık Ankara fabrikasının devralınması sürecinde şirkete TRY221,4m'lik sermaye artışı yapılmıştır.

Şirket 2021 yılı sonunda TRY853m ciroya ulaşmış, bu satışların %99'u yurtiçinde gerçekleşmiştir. 2022/09 itibarıyla ise satışlar yıllık bazda %281 artarak TRY1.709m'ye ulaşmıştır. Bu satışların %37'si profesyonel ürünlerden, %32'si paketli ve özel markalı ürünlerden, %17'si ise tahıl satışlarından oluşmuştur. Şirket 2022 yılından itibaren etkin stok yönetimi adına, buğday ticareti yapmaya da başlamıştır. Önümüzdeki dönemde bu satışların devam etmesi ve cirodan %15 civarında pay alması öngörülmektedir.

Artan kapasitesi ile birlikte yükselen pazarlık gücü, mevcut piyasa koşulları ve satış kırıllımındaki değişiklikler, operasyonel kar marjını olumlu yönde etkilemiştir. FAVÖK marjı önceki yıllarda %7-8 bandında dalgalanırken, son 12 ayda bu değer %12,7'ye ulaşmıştır. Şirket gerek artan alım gücü, gerekse daha karlı iş kollarına yapılması hedeflenen yatırımlarla karlılığını, geçmiş yıllardaki seviyelerin üzerinde tutmayı istemektedir.

Şirketin payları A ve B olarak iki gruba ayrılmıştır. Altı kişiden oluşan yönetim kurulunun yarısı A grubu pay sahiplerinin aday göstereceği kişiler arasından seçilmektedir. Tamamı Ulusoy Un'a ait A grubu payların toplam sermaye içerisindeki payının halka arz sonrası %8'e düşmesi hedeflenmektedir.

Değerleme Özeti

Konsorsiyum lideri aracı kurum (QNB Finans Yatırım) tarafından yapılan değerleme çalışmasında, Söke Değirmencilik'un halka arz fiyatının tespiti için ağırlıklandırılmış yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpan analizi ile indirgenmiş nakit akımları (İNA) kullanılmış olup üç yöntemle sırasıyla %35, %35 ve %30 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde:

- Risksiz getiri olarak, 18 Kasım 2022 tarihi itibarıyla Türkiye'nin 2 yıllık tahvilinin geriye dönük altı aylık ortalaması olan %18,4 kullanılmış, bu oran projeksiyon dönemi boyunca her yıl 50 baz puan düşürülmüştür. Risk primi %5,5 varsayılmış, 1x beta, %20 vergi oranı (2022 için %23) ve %22,3 ila %25,8 arasında borçlanma maliyeti kullanılarak %20-%22,3 aralığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaşılmıştır,
- Uç büyüme değeri olarak %5 kullanılmıştır,
- Şirketin ürün grupları bazında satışları tahmin edilmiş, maliyet ve operasyonel gider büyümeleri ile vergi, yatırım harcamaları ve işletme sermaye gereksinimleri hesaplanarak, indirgenmiş nakit akımlarına ulaşılmıştır,
- Önümüzdeki dönemde hem yeni yapılacak yatırımlar hem de demografik koşullara bağlı olarak yükselen talep ile birlikte toplam satış hacminin yükselmeye devam etmesi beklenmektedir. Diğer yandan, satış fiyatlarındaki artış ile birlikte ciro yükselmektedir,
- 2022 yılında daha iyi satın alma koşulları ve mevcut piyasa dinamikleri ile %17'lere ulaşan brüt kar marjının, 2023'te %14'e gerileceği, daha sonraki yıllarda unlu mamullerin katkılarıyla kademeli olarak %15,3'e ulaşacağı varsayılmıştır,
- Operasyonel giderlerin satışlara oranının 2022'de ulaşılan %1 seviyesinde sabit kalacağı, böylece FAVÖK marjının brüt marja paralel dalgalanacağı kabul edilmiştir,
- 2020 ve 2021 yıllarında %10'un üzerinde olan net işletme sermayesinin satışlara oranının 2022 yılında %2,5'e gerileceği, geri kalan dönemde ise %6,3-%6,8 aralığında dalgalanacağı öngörülmüş, yatırım harcamalarının satışlara oranının 2023'ten itibaren %1'in altında olacağı kabul edilmiştir.
- Nihai olarak bu yöntemle Söke Değirmencilik için TRY2.711m firma değeri ile TRY2.997m piyasa değeri hesaplanmıştır.

Piyasa benzer şirket çarpanları yönteminde:

- Yurt içi benzer şirketler için BIST'te işlem gören benzer gıda şirketlerinin son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanları kullanılmış, çarpan değeri 20x'in üzerinde ya da 5x'in altında olan şirketler hesaplama dışı bırakılmıştır. Bu yöntemle şirket için TRY2.661m firma değerine ve TRY2.947m piyasa değerine ulaşılmıştır.
- Benzer şekilde, yurtdışında gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören çeşitli şirketler için son on iki aylık FD/FAVÖK değeri hesaplanmış ve yine uç değerler hesaplama dışında tutulmuştur. Bu yöntemle de TRY2.478m firma değeri ve TRY2.764m piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yukarıda bahsedilen yöntemler ağırlıklandırılarak Söke Değirmencilik'in değeri TRY2.898 milyon olarak hesaplanmıştır. Bu değer hisse başına TRY9,38'e tekabül etmektedir ve uygulanan %20 halka arz iskontosu ile TRY7,5 halka arz fiyatına ulaşılmaktadır.

Tablo 1: Söke Değirmencilik Sanayi ağırlıklandırılmış değerlemesi

Değerleme, milyon TRY	Piyasa değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış piyasa değeri
Indiegenmiş nakit akımları	2,997	30	899
Yurt içi benzer şirket çarpanları	2,947	35	1,031
Yurt dışı benzer şirket çarpanları	2,764	35	967
Ağırlıklandırılmış piyasa değeri			2,898
Ödenmiş sermaye (TL m)			309
Pay başına değer (TL)			9.38
Halka arz iskontosu (%)			20
Halka arz fiyatı (TL)			7.50
Halka arz sonrası sermaye			387
Sermaye artırımından gelen nakit			581
Halka arz sonrası piyasa değeri			2,899

Kaynak: Söke Değirmencilik Sanayi fiyat tespit raporu

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında detaylı bilgilendirme yapılmıştır, diğer yandan değerlemede kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerleme çalışmasında kullanılan “İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)” ve “Çarpan Analizi Yöntemi” kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %30, çarpan analizine %70 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerleme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- 2019-21 döneminde %7-9 aralığında seyreden FAVÖK marjı, 2022/09 itibarıyla zirve noktası olan %13,3 ile zirve seviyesine ulaşmıştır. İNA değerlemesinde kullanılan FAVÖK marjı ve diğer varsayımların 2022'deki zirve seviyelerinin gerisinde olmasını makul karşılıyoruz, gelecek projeksiyonları 2022 öncesine kıyasla daha agresif olsa da İNA'nın ağırlığının düşük olmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde yalnızca FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Şirketin katlandığı finansman giderini de değerlendirmeye alan F/K çarpanı da ağırlık verilmesi daha doğru olabilirdi.
- Kullanılan %20 halka arz iskontosu, yakın zamanda gerçekleşen halka arzlara benzer olsa da, hissedarlık yapısında bulunan imtiyazlı paylar sebebiyle diğer halka arzlardan yüksek bir iskontonun kullanılabilirdi.

Finansal tablolar

Söke Değirmencilik Sanayi

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2019	2020	2021	Son 12 Ay
Hasılat	418.8	566.3	773.2	2,034.9
Satışların maliyeti	(364.6)	(488.7)	(683.1)	(1,700.5)
Brüt kar	54.2	77.6	90.1	334.4
Genel yönetim giderleri	(8.1)	(11.4)	(11.5)	(21.1)
Pazarlama giderleri	(27.1)	(29.0)	(35.0)	(72.5)
Araştırma ve geliştirme giderleri	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	8.3	11.5	16.7	37.8
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(10.8)	(13.1)	(18.9)	(52.6)
Esas faaliyet karı	16.3	35.4	41.2	226.0
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	0.0	0.0	0.1	1.0
TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü kazançları	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Finansman geliri öncesi faaliyet karı	16.3	35.4	41.3	227.0
Finansman gelirleri	1.5	3.1	16.2	31.0
Finansman giderleri	(23.8)	(25.0)	(39.4)	(72.4)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı/(zararı)	(5.9)	13.5	18.1	185.7
Dönem vergi geliri/(gideri)	0.0	(3.8)	(5.2)	(33.7)
Ertelenmiş vergi geliri/(gideri)	0.0	0.4	0.0	(7.7)
Dönem net karı	(5.9)	10.1	12.9	144.3

Amortisman gideri	10.0	12.8	9.0	17.3
FAVÖK	28.8	49.8	52.3	258.1
FAVÖK marjı (%)	6.9	8.8	6.8	12.7

Bilanço (Milyon TL)	2019	2020	2021	2022/09
Dönen varlıklar	133.3	173.9	251.1	1,006.4
Nakit ve nakit benzerleri	26.3	45.1	45.0	583.9
Finansal yatırımları				38.9
Ticari alacaklar	60.4	70.1	103.7	213.8
Diğer alacaklar	9.7	9.2	10.2	6.6
Stoklar	29.8	41.6	57.3	135.5
Peşin ödenmiş giderler	1.2	0.9	25.3	8.5
Diğer dönen varlıklar	5.9	7.1	9.5	19.2
Duran varlıklar	94.9	88.4	161.7	351.8
Diğer alacaklar	0.0	0.0	0.0	0.0
Kullanım hakkı varlıkları	7.7	3.6	1.8	2.0
Maddi duran varlıklar	43.6	41.1	116.3	306.1
Maddi olmayan duran varlıklar	43.6	43.6	43.5	43.7
Peşin ödenmiş giderler	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam Varlıklar	228.2	262.3	412.8	1,358.2

Kısa vadeli yükümlülükler	127.1	160.8	230.3	658.1
Kısa vadeli borçlanmalar	60.3	92.3	129.6	335.8
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	10.7	9.7	0.0	0.0
Ticari borçlar	51.8	47.0	81.1	270.3
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar	1.5	1.9	0.7	3.5
Ertelenmiş gelirler	0.5	1.2	5.8	29.4
Kısa vadeli karşılıklar	1.8	7.4	8.0	15.1
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	0.4	1.3	5.1	4.0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27.5	17.9	19.5	43.4
Uzun vadeli borçlanmalar	21.9	11.7	0.8	1.0
Uzun vadeli karşılıklar	1.7	2.7	4.0	6.6
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	3.9	3.4	14.8	35.8
Öz kaynaklar	73.6	83.6	162.9	656.7
Ödenmiş sermaye	87.6	87.6	87.6	309.0
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir veya giderler	(0.3)	(0.4)	66.0	211.7
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	6.9	6.9	6.9	7.0
Geçmiş yıl karları/(zararları)	(14.7)	(20.6)	(10.5)	2.3
Net dönem karı/(zararı)	(5.9)	10.1	12.9	126.8
Toplam yükümlülükler ve öz kaynaklar	228.2	262.3	412.8	1,358.2

Kaynak: Söke Değirmencilik Sanayi

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.