

TAAHHÜT



GÜLERMAK İNŞAAT VE TAAHHÜT

HALKA ARZ FİYATI 125,00 TL

TALEP TOPLAMA 8-9-10 Ocak

GLRMK TI

Taahhüt ve inşaat şirketi halka açılıyor

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt halka açılıyor
Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt şirketi 22,6 milyon lotluk sermaye artışı ve 16,16 milyon lotluk ortak satışı (6,46 milyon lotluk ek satış dahil) şeklinde toplam 38,76 milyon lotluk hissesi TL125,0 hisse başı fiyat üzerinden halka arz ediliyor. Halka arz edilecek payların %50'si yurt içi kurumsal yatırımcılara, %40'i yurtiçi bireysel yatırımcılara ve %10'u yüksek talepte bulunan bulunan yatırımcılara tahsis edilecek. %20 iskonto uygulanarak ulaşılan halka arz fiyatıyla birlikte toplam halka arz büyüklüğünün ek satış dahil 4,8 milyar TL tutarında gerçekleşmesi planlanmaktadır. Şirketin halka arz öncesi piyasa değeri 37,5 milyar TL olup, fiyat istikrarı işlemleri planlanmaktadır. Paylar Borsa'da işlem görmeye başladıktan sonra şirkete ait brüt halka arz büyüklüğünün %20'sine kadar olan fiyat istikrarı kapsamındaki işlemlerde kullanabilecektir.

Türkiye'nin önde gelen taahhüt şirketlerinden
1958 yılında Ankara'da kurulan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt 1976 yılından itibaren metro, tramvay, demiryolu, karayolu ve köprü gibi toplu taşıma ve raylı sistemler başta olmak üzere karmaşık altyapı ve üstyapı taahhüt projeleri gerçekleştirmektedir. Şirket son 10 yılda küresel çapta 111 proje tamamlamıştır. Bu projeler 300 km'nin üzerinde tünel, 120 yer altı metro istasyonu ve 1.500 km'den fazla demiryolu/YHT hattını içermektedir. Gülermak 2022 yılında uluslararası taahhüt şirketleri arasında alanında 13. sırada yer almaktadır. Net satışlar 2021 – 2023 yılları arasında TL bazında %15 YBBO ile büyümüştür. 9A2024 itibariyle kalan iş yükü 4,9 milyar ABD doları seviyesindeyken değerlemeye konu 2024 yılsonu hasılat beklentisine göre yaklaşık 5.3 yıllık hasılat karşılık gelmektedir.

Halka arz geliri yeni yatırımlar için harcanması planlanıyor.
Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %45-50'sini makine ve ekipman yatırımı için kullanmayı planlamaktadır. %30-35'lik kısmını KÖİ projesi işletme sermayesi ihtiyacı kullanılması planlanırken, %20-25'lik kısmı ise finansman maliyetinin azaltılması amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlendirilmede halka arz iskontosu %20 olarak hesaplanmıştır.
QNB Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akışı yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değeri hisse başına TL156,3'tür. Belirlenen hisse başı değere %20 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı TL125,0 olarak belirlenmiştir. Halka arz değerlendirilmedeki beklentilere göre şirket hisseleri son 12 aylık finansallara göre 7.7x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir (BIST İnşaat endeksi 12 aylık kaydırılmış ortalama: 9.41x). Fiyat tespit raporundaki 2025 beklentilerine göre ise 2025T FD/FAVÖK çarpanı 5.0x seviyesindedir.

Hisse Detayları

TL	2021	2022	2023
Net satışlar	1,390	21,023	24,901
VAFÖK	100	1,005	3,252
Net kar	690	184	1,561
Net kar marjı (%)	49.6	0.9	6.3
VAFÖK marjı (%)	7.2	4.8	13.1
Satış büyümesi (%)	a.d.	12.3	18.4
Net borç	(4,713)	(1,194)	(3,174)
Defter değeri	6,083	4,597	5,063
F/K (x)	a.d.	219.6	25.8
FD/VAFÖK (x)	328.6	36.1	10.6
PD/DD (x)	6.6	8.8	8.0
Net borç/VAFÖK (x)	(47.23)	(1.2)	(1.0)
Net borç/Özsermaye (x)	(0.77)	(0.26)	(0.63)
Özsermaye verimliliği (%)	0.0	3.3	32.0

Ortaklık yapısı	Arz Öncesi (%)	Arz Sonrası
Gülermak Emlak Yapı İnş. Yat. A.Ş.	68%	60%
Gülermak Tur. İşl. Yat. A.Ş.	32%	28%
Halka Açık	0%	12%

Kaynak: Gülermak İnşaat ve Taahhüt; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

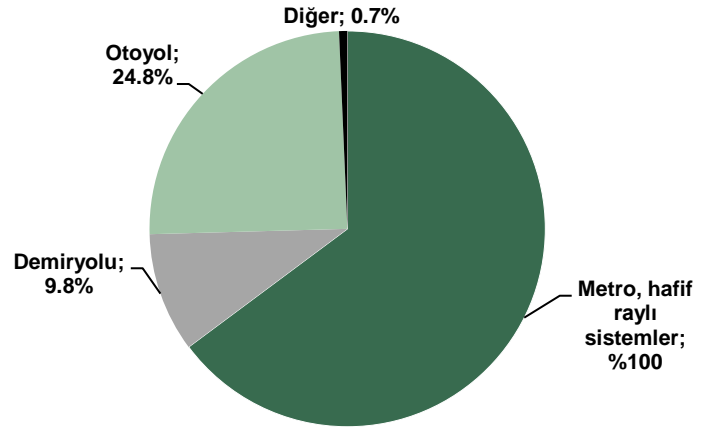
1958 yılında Ankara'da kurulan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt 1976 yılından itibaren metro, tramvay, demiryolu, karayolu ve köprü gibi toplu taşıma ve raylı sistemler başta olmak üzere karmaşık altyapı ve üstyapı taahhüt projeleri gerçekleştirmektedir.

Üst Yönetim

İsim	Görev
Kemal Tahir Gülerüz	Yönetim Kurulu Başkanı
Gürdal Yiğitbaşı	Genel Müdür

[GÜLERMAK Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. \(gulermak.com.tr\)](http://gulermak.com.tr)

Gelir Dağılımı (2024/09)



Kaynak: Gülermak İnşaat ve Taahhüt

Şirket Profili

1958 yılında Ankara'da kurulan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt 1976 yılından itibaren metro, tramvay, demiryolu, karayolu ve köprü gibi toplu taşıma ve raylı sistemler başta olmak üzere karmaşık altyapı ve üstyapı taahhüt projeleri gerçekleştirmektedir.

Şirket son 10 yılda küresel çapta 111 proje tamamlamıştır. Bu projeler 300 km'nin üzerinde tünel, 120 yer altı metro istasyonu ve 1.500 km'den fazla demiryolu/YHT hattını içermektedir. Gülermak 2022 yılında uluslararası taahhüt şirketleri arasında alanında 13. sırada yer almaktadır.

Şirket; faaliyetlerini Türkiye, Polonya, Romanya, Kuzey Makedonya, İsveç, Hindistan, Filipinler ve Dubai'de yürütmektedir. Gülermak'ın faaliyetleri tek bir bölgeye odaklanmamakla beraber geniş bir coğrafyaya yayılmıştır. Hasılatın coğrafi kırılımına baktığımızda 2024/9A döneminde Türkiye'den elde edilen gelirler toplam gelirin %29,5'ünü oluştururken, AB Bölgesi ülkelerinden elde edilen hasılat toplam gelirin %58'ini oluşturmaktadır.

Ulaşım, enerji, endüstri ve çevre sektörlerinde faaliyet göstermektedir.

Müşterilerinin büyük çoğunluğunu kamu kuruluşları oluşturmakta olup, özel şirketler için metro, demiryolu, tramvay, tünel, yol, köprü, baraj, endüstriyel tesis ve elektrik santralleri kapsamında hizmet vermektedir.

Şirket, Polonya, Romanya, İsveç, İsviçre, Filipinler, Kuzey Makedonya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Hindistan'da faaliyetlerini şube ve ortaklık yoluyla sürdürmektedir.

Net satışlar 2021 – 2023 yılları arasında TL bazında %15 YBBO ile büyümüştür.

3.900+ çalışanı bulunmaktadır.

Değerleme Özeti

QNB Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için çarpan analizi (%40) ve indirgenmiş nakit akımları (%60) yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme para birimi olarak şirket gelirlerinin çoğunluğunun yabancı para bazlı olması sebebiyle EUR kullanılmıştır. Hisse başı değer EUR4,33 olarak tespit edilmiş ve bu fiyata 15.11.2024 tarihli TCMB EURTRY kuru uygulanarak şirket değeri hisse başına TL156,30 olmuştur. TL125,00 olan halka arz fiyatına, bu fiyata uygulanan %20 iskonto sonrasında ulaşılmıştır.

Çarpan analizi yöntemi:

- Halka arz fiyatının belirlenmesinde ayrı ayrı yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket setleri için FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Her bir çarpan yönetimi için değer hesaplaması yapılırken yurtiçinde ve yurtdışında benzer alanda faaliyet gösteren şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının ortalamaları alınmıştır.
- Yurtiçinde ve yurtdışında faaliyet gösteren şirketlerin çarpanlarına göre bulunan değerlere sırasıyla %30 ve %70 ağırlık verilmiştir.
- Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler kapsamında taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler dikkate alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi:

- İNA analizinde kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları mevcut devam eden projeler gözetilirken yeni projeler de alınacağı ve kalan iş yükünün muhafaza edeceği düşünülerek gözetilmek suretiyle 2024/4Ç-2032 yılları arasında ve EUR bazlı hesaplanmıştır.
- Risksiz faiz için Türkiye Devleti Euro cinsi tahvilinin 15 Kasım 2024 tarihli piyasa kapanışının 6 aylık ortalaması olarak %5,45 olarak dikkate alınmıştır.
- %6 piyasa risk primi ve ortalama 1,0 kaldıraçlı beta kullanılarak şirketin EUR doları cinsinden öz sermaye maliyeti yılı için %11,45 bulunmuştur.
- Borçlanma maliyeti olarak ilgili dönemin risksiz getiri oranına %40 prim eklenerek %7,63 olarak hesaplanmıştır.
- İNA analizinden 1,377 milyar EUR değer bulunmuştur.

Bu değerlendirme yöntemleri sonucunda 694milyon USD özsermaye değeri bulunmuştur. Bu değer halka arz öncesi hisse sayısına bölüldüğünde hisse başına adil değer EUR4,33'e denk gelmektedir. Bulunan bu hisse başına değere 15.11.2024 tarihli TCMB kuru uygulandığında TL hisse başı değere ulaşılmış, bu değere %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı TL125,00 olarak tespit edilmiştir.

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Şirketin imzalı projelerinin yaklaşık %75'i yabancı para cinsinden ve büyük çoğunluğu Avrupa Birliği ülkelerinde olması nedeniyle değerlemenin EUR üzerinden yapılmasını makul buluyoruz. Kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" ve "Çarpan Analizi Yöntemi" kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %40, çarpan analizine %60 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde yurt içi ve yurt dışı benzer taahhüt alanında faaliyet gösteren holdinglerin FD/FAVÖK çarpanı 20x üzeri ve 5,0x altındaki değerlerin ortalama dışı tutulmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %20 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

Benzer şirket çarpanları	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Mn, EUR)
Yurtdışı çarpan değeri	1,118	70%	783
Yurtiçi çarpan değeri	1,542	30%	463
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		100%	1,245

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Mn, EUR)
Piyasa Çarpanları Analizi	1,245	60%	747
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	1,377	40%	551
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		100%	1,298

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Mn, EUR)	1,298
TCMB EUR Satış Kuru (15.11.2024)	36
Ödenmiş Sermaye (Mn, TL)	300
Birim Pay Değeri (TL)	156.30
Halka Arz İskontosu	20.0%
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)	125.0

Finansal tablolar

Gülermak İnşaat ve Taahhüt

Bilanço (Mn, TL)	2021	2022	2023	2024/9A
Dönen Varlıklar	18,989.9	15,089.0	24,151.0	32,415
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,080.2	2,371.8	6,032.7	7,918.2
Finansal Yatırımlar	0.0	0.0	400.9	370.1
Türev araçlar	0.0	0.0	0.0	0.0
Ticari Alacaklar	517.9	1,572.7	2,049.4	5,498.0
Diğer Alacaklar	280.0	262.5	1,441.3	1,429.0
Varlıklar	10,746.4	6,997.0	10,018.2	13,330.2
İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar	6.6	5.2	5.6	4.9
Stoklar	273.7	331.3	402.7	426.7
Peşin ödenmiş giderler	861.4	1,786.2	2,966.5	2,541.4
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	143.1	538.9	108.1	66.4
Diğer Dönen Varlıklar	809.1	936.5	725.6	830.2
Satış Amaçlı Elde Tutulan Varlıklar	271.5	287.1	0.0	0.0
Duran Varlıklar	4,564.2	3,985.1	4,258.1	3,646
Finansal Yatırımlar	1.8	1.3	0.6	1.2
Ticari Alacaklar	251.0	96.6	14.5	2.1
Diğer Alacaklar	126.5	141.9	17.2	14.0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	136.7	355.5	0.0	0.0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	15.5	15.5	15.5	110.8
Maddi Duran Varlıklar	1,486.2	1,575.1	1,685.0	1,643.5
Kullanım Hakkı Varlıkları	839.1	635.5	392.2	325.0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.7	14.4	10.4	12.6
İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar	39.6	26.1	22.3	14.6
Peşin Ödenmiş Giderler	705.7	379.8	567.6	576.7
Ertelemiş Vergi Varlığı	943.3	743.3	1,532.8	945.6
Toplam Varlıklar	23,554.1	19,074.1	28,409.0	36,061
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,348.5	11,057.4	15,759.2	22,833
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.4	928.4	767.2	1,921.1
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	103.5	36.4	40.1	33.3
Ticari Borçlar	6,560.0	4,572.4	6,982.1	5,861.6
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	128.2	199.9	156.0	266.4
Diğer Borçlar	918.1	706.4	926.4	684.6
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	1,982.4	2,005.4	2,596.3	1,488.7
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.2	159.0	214.3	98.4
Kısa vadeli Karşılıklar	584.9	449.4	492.6	642.1
Ertelemiş Giderler	2,744.2	1,842.8	2,904.2	11,679.8
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	285.5	97.2	680.0	156.6
Satış Amaçlı Elde Tutulan Yükümlülükler	40.1	60.1	0.0	0.0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,123.1	3,419.3	7,586.6	6,210
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0.0	133.9	1,976.8	3,252.9
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	261.8	79.2	74.8	12.5
Ticari Borçlar	48.0	11.4	22.0	13.1
Diğer Borçlar	649.4	64.9	74.2	91.4
Uzun Vadeli Karşılıklar	47.4	43.6	64.9	51.4
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	1,384.9	941.7	1,553.6	1,590.2
Ertelemiş Gelirler	1,731.6	2,144.8	3,820.1	1,198.6
Toplam Özkaynaklar	6,082.5	4,597.4	5,063.3	7,019
Ödenmiş Sermaye	80.0	80.0	80.0	300.0
Sermaye Düzeltme Farkları	809.4	809.4	809.4	589.4
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	4.4	(0.9)	(1.8)	(1.7)
Yabancı Para Çevirim Farkları	1,390.1	35.5	(1,650.3)	(2,361.5)
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	133.5	141.1	145.1	145.1
Geçmiş Yıllar Karları	3,001.8	3,357.3	4,137.5	5,680.9
Net Dönem Karı	663.3	175.0	1,543.3	2,666.5
Toplam Kaynaklar	23,554.1	19,074.1	28,409.1	36,061.3

Gelir Tablosu (Mn, TL)	2021	2022	2023	2024/9A
Hasılat	18,717.4	21,022.8	24,900.5	21,183
Satışların Maliyeti (-)	(18,704.2)	(20,597.7)	(22,286.6)	(18,477)
Brüt Kar	13.2	425.1	2,613.9	2,707
Genel Yönetim Giderleri (-)	(192.8)	(250.7)	(244.4)	(313.3)
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)				
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)				
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2,526.9	1,115.5	1,624.8	686.2
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(913.6)	(215.9)	(1,105.2)	(502.0)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	1,433.7	1,074.0	2,889.2	2,577
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar				0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (net)				
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	34.0	26.5	19.3	101.6
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(28.8)	224.4	(297.7)	(1.4)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	1,438.9	1,325.0	2,610.8	2,678
Finansman Gelirleri	94.3	122.0	874.0	599.7
Finansman Giderleri (-)	(251.6)	(329.1)	(757.1)	(523.7)
Parasal Kazanç	(392.8)	(1,732.2)	(1,502.5)	804.7
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	888.8	(614.4)	1,225.2	3,558
Dönem Vergi Gideri (-)	(97.4)	(242.3)	(218.2)	(74.7)
Ertelenmiş Vergi Gideri (-)	(101.8)	1,040.4	554.0	(817.2)
Sürdürülen Faaliyetlerden Net Dönem Karı	689.6	183.6	1,561.0	2,666.5
Durdurulan Faaliyetlerden Dönem Zararı	(26.2)	(8.7)	(17.6)	0
Net Dönem Karı	663.3	175.0	1,543.3	2,666.5

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 dayanılarak 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 herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi 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. Raporla 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 ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.