

Türk Hava Yolları

3Ç16 faaliyet karlılığı olumsuz piyasa koşullarının etkisiyle azaldı

R. Fulin Önder
Analist
fonder@sekeryatirim.com

Türk Hava Yolları, 3Ç16'da, Şirket tarafından paylaşılan ve geniş bir aralığa sahip olan (TL225mn - TL1,120mn) piyasa tahminleri dâhilinde, ve ortalama tahmin olan TL634mn'un altında, TL548mn tutarında net kar açıklamıştır. Türk Hava Yolları'nın, 3Ç16'da piyasa ortalama beklentisine görece olarak hafif düşük tutarda net kar açıklamasının nedeni, Şirket'in bu dönemde operasyonel karlılığının beklentilere göre daha zayıf gerçekleşmiş olmasına bağlanabilir. THY'nin 3Ç16 birim yolcu gelirlerinde yıllık olarak US\$ bazında %17.6 gerileme gerçekleşmiştir; AKK başı gelirler, yıllık bazda %20.5 azalmıştır. Ancak birim maliyetlerde de US\$ bazında yıllık %8.0 azalma gerçekleşmiş, özellikle yakıt giderleri hariç tutulduğunda AKK başı maliyetlerde yıllık %3.6 azalış gözlemlenebilmiştir. Şirket'in yakıt harici AKK başı maliyetlerindeki bu gelişmeyi olumlu değerlendirmekte, sonuçların Şirket hisse performansı üzerinde kısa dönem için olumsuz etkisi olabileceğini düşünmekteyiz.

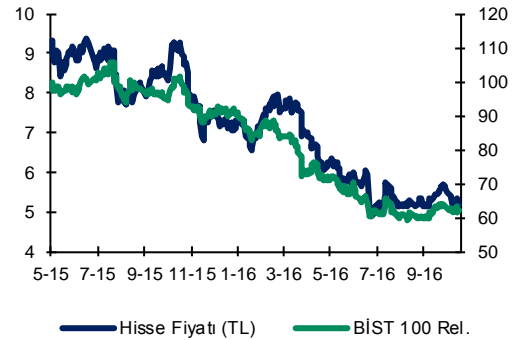
3Ç16 Türkiye havacılık sektörünün en zor dönemlerinden biri olmuştur; THY'nin birim yolcu gelirleri belirgin düşüş gösterirken, FAVÖKK marjı da hesaplamalarımıza göre yıllık 10 y.p. azalış göstermiştir. THY'nin 3Ç16 satış gelirleri, önceki yılın aynı dönemine göre TL bazında %6.8 oranında azalarak, piyasa ortalama beklentisi olan TL9,030mn doğrultusunda, TL8,662mn tutarında gerçekleşmiştir. Ancak güvenlik endişeleri ile direkt trafiğin azalması, yakıt fiyatlarındaki azalış, süregelen kapasite artırımları ile artan rekabet etkileriyle, birim yolcu gelirleri US\$ bazında yıllık %17.6 azalış göstermiştir. Kapasite artırımının da etkisiyle, AKK başı gelirler, önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %20.5 gerileyerek US\$5.80 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle yakıt fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle, AKK başı maliyetler de önceki yılın aynı dönemine göre %8.0 azalarak US\$5.59 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle THY'nin AKK başı gelirleri ile maliyetleri arasındaki marj daralmaya devam etmiş, ve FAVÖKK marjı, hesaplamalarımıza göre yıllık yaklaşık 10 y.p. azalarak %22.1 olarak gerçekleşmiştir. 3Ç16 FAVÖKK marjı da yıllık yaklaşık 10 y.p. azalış göstermiş ve Şirket, 3Ç16'de, piyasa ortalama beklentisi olan TL1,734mn'un biraz altında, hesaplamalarımıza göre TL1,534mn FAVÖKK elde etmiştir. THY'nin net diğer faaliyet gelirleri yıllık bazda %47.1 artarak TL90mn olarak, net finansal giderleri ise yıllık %32.9 azalışla TL332mn olarak gerçekleşmiştir. Amortisman giderleri yıllık %29.6 artarak TL862mn'a ulaşmış, ve efektif vergi oranının görece olarak daha düşük gerçekleşmesiyle THY, 3Ç16'da, yıllık %59.1 artışla TL548mn tutarında net kar elde etmiştir. Şirket'in 3Ç16 sonunda net borcu TL27.0mlyr'a ulaşmıştır (2Ç16 sonu: TL25.0mlyr).

9M16 performans indikatörleri Şirket hedefleri dâhilindedir; tahminlerimizi hafif revize ederek THY hisseleri için "TUT" önerimizi yinelemekteyiz. THY'nin yolcu trafiğindeki büyüme 9A16 sonu itibarıyla %3.9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2016 yılında toplam 63.4mn yolcu hedefine yaklaşabileceğini düşünmekteyiz. THY'nin 9A16 yolcu doluluk oranı %74.5 olarak gerçekleşmiştir; bu oran da Şirket'in yıl sonu tahmini olan %72-74 aralığı ile uyumludur. Şirket 9A16'da yıl sonu için öngördüğü %13'ün üzerinde, %14.3 oranında AKK büyümesi gerçekleştirmiştir. AKK başı birim maliyetlerde 9A16'da gerçekleşmiş olan %6.5 oranındaki azalış da 2016 yılı için öngörülen %5-7 aralığındaki azalış hedefi ile uyumludur. THY'nin US\$9.5mlyr olan satış gelirleri hedefini, ve %12-14 aralığında olan FAVÖKK marjı hedefini elde edebileceğini düşünmekteyiz. Sonuçların açıklanmasıyla THY için tahminlerimizi 3Ç16 sonuçları ve kapasite planı ile uyumlu olarak güncelleyerek, Şirket için hedef fiyatımızı TL5.70 ve tavsiyemizi "TUT" olarak yinelemekteyiz.

	2014	2015	9A 2015	9A 2016	2016T
F/K	3.95	2.40	2.71	a.d.	a.d.
PD/DD	0.78	0.51	0.49	0.52	0.56
FD/FAVÖK	11.39	7.65	7.99	14.49	14.89
FD/FAVÖK-K	8.33	5.87	6.27	8.90	8.50
FD/Satışlar	1.41	1.19	1.25	1.16	1.19
Net Satışlar (TL Mn)	24,158	28,752	21,593	22,170	28,595
Net Kar (TL Mn)	1,819	2,993	2,376	(1,346)	(1,965)
Hisse Başına Kar (TL)	1.32	2.17	1.72	(0.98)	(1.42)

TUT
Hedef Fiyat: TL 5.70

	TL	US\$	
Fiyat	5.22	1.60	
BIST 100	74,805	22,955	
US\$ (MB Alış):	3.2588		
52 Hafta Yüksek:	8.98	3.12	
52 Hafta Düşük:	4.87	1.58	
Bloomberg/Reuters Kodu:	THYAO.TI / THYAO.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1,380		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	7,176	2,202	
Halka Açık PD:	3,588	1101	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-4.1	-43.6	-29.6
US\$ Getiri (%):	-7.3	-49.4	-36.2
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-0.5	-38.3	-32.5
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	426.7		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	145.5		
Beta	1.16		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.33		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.22		
Ortaklık Yapısı	%		
Özelleştirme İdaresi	49.12		
Halka Açık	50.88		
Toplam	100.0		



Türk Hava Yolları, 3Ç16'da, önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %10.4 azalışla TL8,662mn (US\$2,923mn) tutarında net satış geliri elde etmiştir. Birim yolcu gelirleri, piyasa koşullarının etkisiyle belirgin ölçüde, yıllık olarak US\$ bazında %17.6 azalış göstermiştir. AKK başı elde edilen gelirlerde de US\$ bazında yıllık %20.5 oranında azalış gerçekleşmiştir. THY, 3Ç16'da da kapasite artırımını sürdürmüş, bu dönemde yıllık %13.8 oranında AKK büyümesi kaydetmiştir. Rekabet ve kapasite artırımları devam ederken, artan global ve bölgesel güvenlik endişeleri, direkt yolcu trafiği üzerinde baskı yaratmıştır. Ancak daha düşük gerçekleşen direkt yolcu trafiğine rağmen, THY, transfer yolcu sayısını önceki yılın aynı dönemine göre %17.0 oranında arttırarak, toplam yolcularının %33.8'ine ulaşmasını sağlamıştır (3Ç15: %29.3). Böylelikle, Şirket'in, dış hat yolcu sayısında yıllık bazda %2.9 oranında artış gerçekleştirebilmiştir. THY, bu dönemde 10.5mn dış hat yolcusu taşımıştır; dış hat yolcuları, toplam yolcuların %57.7'sini oluşturmuştur (3Ç15: %56.8). Dıştan dışa transfer yolcular ise toplam dış hat yolcu sayısının %58.7'sini oluşturmuştur (3Ç15: %51.6). THY'nin 3Ç16 iç hatlar yolcu sayısında ise yıllık bazda %0.7 azalış gerçekleşmiştir. THY, 3Ç16'da toplamda yıllık bazda %1.4 artışla 18.2mn yolcuya hizmet vermiştir. Yolcu doluluk oranı, özellikle dış hat yolcu doluluk oranlarındaki 4.8 y.p. daralmaya paralel olarak, önceki yılın aynı dönemine göre 4.5 y.p. azalarak 3Ç16'da %76.0 olarak gerçekleşmiştir. İç hat yolcu doluluk oranında da yıllık 2.4 y.p. gerileme gözlemlenmiştir. Hesaplamalarımıza göre Şirket'in dış hat birim yolcu gelirleri 3Ç16'da ortalama olarak US\$ bazında %18.4 gerilemiş, iç hat birim yolcu gelirlerinde ise TL bazında %2.5 azalış gerçekleşmiştir.

Tablo 1: Türk Hava Yolları Trafik Rakamları ve Anahtar Performans Endikatörleri

	3Ç15	3Ç16	% değ.	9A15	9A16	% değ.
Konma sayısı	128,442	131,035	2.0%	340,860	357,136	4.8%
İç hatlar	55,993	55,245	-1.3%	145,136	149,088	2.7%
Dış hatlar	72,449	75,790	4.6%	195,724	208,048	6.3%
Arz edilen koltuk km (m)	42,503	48,355	13.8%	113,888	130,135	14.3%
İç hatlar	5,682	5,875	3.4%	14,856	15,747	6.0%
Dış hatlar	36,821	42,480	15.4%	99,032	114,388	15.5%
Ücretli yolcu km (m)	34,213	36,737	7.4%	89,626	96,983	8.2%
İç hatlar	4,784	4,807	0.5%	12,399	12,999	4.8%
Dış hatlar	29,429	31,931	8.5%	77,227	83,983	8.7%
Yolcu doluluk oranı (%)	80.5%	76.0%	-4.5 y.p.	78.7%	74.5%	-4.2 y.p.
İç hatlar	84.2%	81.8%	-2.4 y.p.	83.5%	82.6%	-0.9 y.p.
Dış hatlar	79.9%	75.2%	-4.8 y.p.	78.0%	73.4%	-4.6 y.p.
Yolcu sayısı (m)	18.0	18.2	1.4%	46.5	48.3	3.9%
İç hatlar	7.8	7.7	-0.7%	20.0	20.8	4.4%
Dış hatlar	10.2	10.5	2.9%	26.5	27.4	3.5%
Dış hatlar yolcu oranı	56.8%	57.7%	0.9 y.p.	57.0%	56.8%	-0.2 y.p.
Kargo-Posta (ton)	184,096	226,096	22.8%	531,906	700,782	19.5%
İç hatlar	11,986	13,043	8.8%	38,480	40,329	4.8%
Dış hatlar	172,110	213,053	23.8%	493,425	595,426	20.7%
Km uçuş	235,795	254,223	7.8%	643,779	700,782	17.9%
İç hatlar	34,059	34,005	-0.2%	38,480	92,092	3.3%
Dış hatlar	201,736	220,218	9.2%	493,425	608,689	9.7%
Transit yolcu sayısı (m)	5.3	6.2	17.0%	13.6	16.0	17.9%
Toplam yolcu sayısına oranı	29.3%	33.8%	+4.5 y.p.	29.2%	33.2%	+3.9 y.p.
AKK başı gelir (US\$)	7.30	5.80	-20.5%	6.71	5.55	-17.2%
AKK başı maliyet (US\$)	6.08	5.59	-8.0%	6.43	6.01	-6.5%

Kaynak: Türk Hava Yolları, Şeker Yatırım Araştırma

THY'nin AKK başı gelirleri (yolcu ve kargo gelirleri dâhil), önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %20.5 oranında gerileyerek 3Ç16'da US\$5.80 olarak gerçekleşmiştir. Güvenlik endişelerinin direkt yolcu trafiği üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle birim yolcu gelirleri baskı altında kalmıştır. Bununla birlikte, yolcu miksi daha düşük birim gelir elde edilebilen dıştan dışa transfer ve iç hat yolcular lehine gelişmiş ve artan kapasite ve görece olarak düşük petrol fiyatlarının bilet fiyatları üzerindeki etkisiyle THY'nin AKK başı gelirleri US\$ bazında yıllık %20.5 oranında azalarak 3Ç16'da US\$5.80 olarak gerçekleşmiştir. Kur etkisi hariç tutulduğunda, AKK başı gelirler yıllık %19.5 azalış göstererek US\$5.88 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde gerçekleştirilen %13.8 oranındaki AKK artışı yardımıyla THY'nin satış gelirleri, US\$ bazında ancak %10.4 oranında gerileyerek US\$2,923mn olarak gerçekleşmiştir. Hacim artışından elde edilen yıllık bazda

+US\$411mn tutarındaki artış, özellikle AKK başı yolcu gelirlerindeki (kur ve yolcu doluluk oranı etkisi hariç) US\$565mn tutarındaki gerileme, -US\$152mn olarak gerçekleşen doluluk faktörü etkisi ve -US\$37mn tutarında gerçekleşen kur etkisi ile Şirket'in toplam cirosuna yansımamıştır. Ancak 3Ç16'teki THY'nin TL bazındaki satış gelirleri, TL'nin ABD doları karşısındaki yaklaşık olarak %4.0 oranındaki değer kaybı neticesinde, önceki yılın aynı dönemine göre %6.8 oranında azalış ile TL8,622mn olarak gerçekleşmiştir.

Jet yakıt fiyatlarındaki gerileme ile, AKK başı giderler, 3Ç16'da önceki yılın aynı dönemine göre %8.0 gerileyerek US\$5.59 olarak gerçekleşmiştir. AKK başına gelirler ile giderler arasındaki marj, AKK başı gelirlerdeki yıllık %20.5 gerileme nedeniyle daralmıştır. 3Ç15'te ortalama US\$50/bbl olan ortalama Brent petrol fiyatları, 3Ç16'da US\$ 46/bbl'a gerilemiştir. THY'nin AKK başı yakıt maliyetleri, US\$ bazında yıllık %17.8 oranında gerileyerek 3Ç16'da US\$1.57 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yakıt giderleri hariç AKK başı maliyetleri ise, önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %3.6 oranında azalarak US\$4.02 olarak gerçekleşmiştir. AKK başı personel giderlerinde, yıllık %4.2 oranında artış gerçekleşmiştir. Diğer AKK başı maliyetlerde ise ortalama yaklaşık %6 oranında yıllık bazda azalış gerçekleşmiştir. Böylelikle Şirket'in toplam AKK başı maliyetleri önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %8.0 oranında gerileyerek US\$5.59 olarak gerçekleşmiştir (2Ç16: US\$6.26). 3Ç16'da THY'nin AKK başı gelirleri ile maliyetleri arasındaki marj önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık olarak US\$1.0 gerilemiştir.

FAVÖKK marjı hesaplamalarımıza göre yaklaşık olarak yıllık 10 y.p. gerilemiştir. THY'nin diğer faaliyet gelir ve giderlerini, iştirak ve devlet desteği gelirlerini hariç tutarak hesapladığımız FAVÖKK'ü, önceki yılın aynı dönemine göre US\$ bazında %39.0 oranında azalarak 3Ç16'da US\$645mn olarak gerçekleşmiştir. Bu şekilde hesapladığımız Şirket'in 3Ç16 FAVÖKK marjı da, önceki yılın aynı dönemine kıyasla yaklaşık olarak 10 y.p. azalarak %17.7 oranında gerçekleşmiştir. THY, böylelikle, hesaplamalarımıza göre 3Ç16'da, yıllık olarak TL bazında %41.2 azalışla TL1,534mn tutarında FAVÖK elde etmiştir.

THY, 3Ç16'da yıllık %59.1 oranında azalışla TL548mn tutarında net kar açıklamıştır; böylelikle 9A16 net zararı TL1,346mn'a gerilemiştir. Şirket'in net borcu ise, dönem sonunda TL27.0mlyr'a yükselmiştir. THY'nin amortisman giderleri yıllık bazda %29.6 oranında artarak 3Ç16'da TL862mn'a ulaşmıştır. Şirket'in net diğer operasyonel giderleri yıllık %47.1 artarak TL90mn olarak gerçekleşmiş, net finansal giderleri ise, önceki yılın aynı döneminin %32.9 altında, TL332mn olarak gerçekleşmiştir. Operasyonel karlılıktaki azalışın da etkisiyle THY, 3Ç16'da, önceki yılın aynı dönemine göre %59.1 oranında azalışla TL548mn tutarında net kar elde etmiştir. Şirket'in 3Ç16 sonu itibarıyla net borcu TL27.0mlyr'a ulaşmıştır (2Ç16 sonu: TL25.0mlyr).

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	9A15	9A16	Yıllık	3Ç15	3Ç16	Yıllık	2Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	21,593	22,170	2.7%	9,291	8,662	-6.8%	7,077	22.4%
Yolcu Gelirleri	19,310	19,634	1.7%	8,449	7,761	-8.1%	6,198	25.2%
Kargo ve Diğer Gelirler	2,283	2,536	11.1%	842	901	7.0%	879	2.5%
Brüt Kar	4,857	2,750	-43.4%	2,916	1,760	-39.6%	643	173.7%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>22.5%</i>	<i>12.4%</i>		<i>31.4%</i>	<i>20.3%</i>		<i>9.1%</i>	
Operasyonel Kar	2,079	-752	a.d.	1,946	672	-65.5%	-601	a.d.
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>9.6%</i>	<i>-3.4%</i>		<i>20.9%</i>	<i>7.8%</i>		<i>-8.5%</i>	
FAVÖK	3,837	1,733	a.d.	2612	1,534	-41.3%	230	567.0%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>17.8%</i>	<i>7.8%</i>		<i>28.1%</i>	<i>17.7%</i>		<i>3.2%</i>	
Net Kar	2,375	-1,346	a.d.	1,342	548	-59.2%	-656	a.d.
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>11.0%</i>	<i>-6.1%</i>		<i>14.4%</i>	<i>6.3%</i>		<i>-9.3%</i>	

THY'nin 9A16 anahtar performans indikatörleri Şirket'in yıl sonu hedefleriyle uyumludur. Şirket için yakın dönem tahminlerimizi hafif revize ederek hedef fiyatımızı ve "TUT" tavsiyemizi yinelemekteyiz. THY'nin yolcu trafiğindeki büyüme 9A16 sonu itibarıyla %3.9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 63.4mn olan yıl sonu yolcu sayısı hedefine yaklaşabileceğini düşünmekteyiz. 9A16 yolcu doluluk oranı %74.5 olarak gerçekleşmiştir; bu oran da Şirket'in yıl sonu tahmini olan %72-74 aralığı ile uyumludur. THY, 9A16'da yıl sonu için öngördüğü %13'ün üzerinde, %14.3 oranında AKK büyümesi gerçekleştirmiştir. AKK başına birim maliyetlerde 9A16'da gerçekleşmiş olan %6.5 oranındaki azalış da 2016 yılı için öngörülen %5-7 aralığındaki azalış hedefi ile uyumludur. THY'nin US\$9.5mlyr olan satış gelirleri hedefini %12-14 aralığında olan FAVÖKK marjı hedefini gerçekleştirebileceğini düşünmekteyiz. Tahminlerimiz yakın dönemde piyasadaki zorlukları yansıtmaktadır; tahminlerimizi yeniden gözden geçirmek üzere, Şirket'in 2017 planlarını paylaşmasını beklemekteyiz. THY hisseleri, artan net borç pozisyonu ve 2016 yılı için görece olarak daha düşük FAVÖKK marjı beklentileri ile, ve yakın geçmişteki piyasa zorluklarını yansıtır bir biçimde 8.5x 2016T FD/FAVÖKK çarpanı ile işlem görmektedirler. Yurt dışı benzerlerinin 2016T FD/FAVÖKK ortalaması ise 5.8x'dir. Ancak, US\$ bazında %3.5 civarında satış gelirlerinde artış ve %18.5 FAVÖKK marjı tahminlerine göre 5.9x olan THY'nin 2017T FD/FAVÖKK çarpanının primi yurt dışı benzerlerinin 5.1x çarpanına göre oldukça sınırlıdır. Sonuçların açıklanmasıyla THY için tahminlerimizi 3Ç16 sonuçları ve kapasite planı ile uyumlu olarak güncelleyerek TL5.70 hedef değer ve "TUT" tavsiyemizi yinelemekteyiz.

Tablo 3: Özet Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014	2015	9A 2015	9A 2016	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	21,336	33,191	34,244	40,001	16.8
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	194	294	230	269	16.8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	3,781	5,005	5,004	4,367	(12.7)
Ticari Alacaklar	1,057	1,052	1,477	1,479	0.2
Hazır Değerler	1,474	2,617	3,520	4,178	18.7
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	4,034	5,479	5,441	5,422	(0.3)
Toplam Aktifler	31,876	47,638	49,915	55,716	11.6
Uzun Vadeli Borçlar	12,334	19,294	20,549	25,746	25.3
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,882	3,006	3,185	2,816	(11.6)
Kısa Vadeli Borçlar	6,967	9,299	9,365	11,023	17.7
Ticari Yükümlülükler	1,539	1,949	2,173	2,228	2.6
Toplam Yükümlülükler	22,721	33,548	35,272	41,813	18.5
Toplam Özsermaye	9,154	14,090	14,643	13,903	(5.1)
Toplam Pasifler	31,876	47,638	49,915	55,716	11.6

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014	2015	9A 2015	9A 2016	%Değ
Net Satışlar	24,158	28,752	21,593	22,170	2.7
SMM	19,813	22,959	16,736	19,420	16.0
Brüt Kar	4,345	5,793	4,857	2,750	(43.4)
Faaliyet Giderleri	3,061	3,869	2,778	3,502	26.0
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	1,284	1,924	2,079	(752)	(136.2)
Net Diğer Gelir/Gid.	74	562	445	308	(30.7)
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar Paylar	161	226	227	139	(38.8)
Finansman Gelir/(Gid.)	583	916	324	(1,614)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	159	283	145	198	36.3
Vergi Öncesi Kar	2,261	3,911	3,220	(1,721)	A.D.
Vergi	442	918	844	(375)	A.D.
Net Kar(Zarar)	1,819	2,993	2,376	(1,346)	A.D.

FİNANSAL ORANLAR	2014	2015	9A 2015	9A 2016
Özsermaye Karlılığı	22.6%	25.8%	22.2%	-5.1%
Aktif Karlılığı	6.4%	7.5%	6.5%	-1.4%
Brüt Kar Marjı	18.0%	20.1%	22.5%	12.4%
Net Kar Marjı	7.5%	10.4%	11.0%	-6.1%
VAFÖK Marjı	12.4%	15.5%	17.8%	7.8%
T.Fin. Borçlar/Özsermaye	150.3%	157.8%	156.0%	228.0%

**UYARI NOTU:**

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com