TEB YATIRIM
BNP PARIBAS ORTAKLIĞI

HALKA ARZ FİYATI 13,65 TL
TALEP TOPLAMA 14-15 Ekim

GELECEK VARLIK YÖNETİMİ

GLCVY

Alacak Tahsilinde Lider

- **Gelecek Varlık Yönetimi halka açılıyor**
  Bir Fiba Holding şirketi olan Gelecek Varlık Yönetimi sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz ediliyor. Şirketin 13.2 milyon hissesi sermaye artırımı, 8.8 milyon hissesi ise ortak satışı şeklinde halka arz edilecek. Talep olması durumunda 4.4 milyon adet hisse de ek satışa konu olabilecek. Halka arz sonrası şirketin halka açıklık oranı %15,75 olarak gerçekleşecek (ek satış sonrası: %18,9). Toplam halka arz büyüklüğü TL300.3mn olup, ek satışlarla birlikte TL360.36mn'ye ulaşabilecek. Şirket halka arz sonrasında TL1.9bn piyasa değerine ulaşacak. Gelecek Varlık Yönetimi, halka arz edilen ilk varlık yönetimi şirketi olma özelliği taşıyor.

- **Bankalara ödenmesi gecikmiş alacakların tahsilatı yoluyla gelir yaratımı**
  Şirketin ana iş kolu bankaların tahsili geciken alacaklarını (TGA) kendi geliştirdiği algoritmalar ve yazılımlar vasıtasıyla değerleyerek bankaların açtığı ihaleler yoluyla satın almak ve sonrasında da borçlulardan tahsilatını gerçekleştirmek ya da borçluyu finansal özgürlüğüne kavuşturmaktır. Yeni düzenleme ile varlık yönetim şirketleri canlı alacak tahsilatı da yapabilir hale gelmekle birlikte bu iş koluna eğilmek için şirketin yatırım yapması gerektiğini anlıyoruz.

- **Halka arz gelirleri mevcut borçların ödenmesinde ve yeni portföy yatırımlarında kullanılacak**
  Halka arz sonucunda şirkete yaklaşık TL180 milyon nakit girecektir. Şirket halka arz sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerinin %40-80'ini mevcut finansal borçlarının bir kısmını ödemek için, %20-60'ını ise yeni portföy yatırımlarının finansmanı için kullanacaktır. Şirketin 6A2021 bilançosu itibariyle net borç/varlık oranı %48'dir. Şirketin 6A2021 itibariyle yıllık özsermaye karlılığı %34 olmaktadır.

- **Değerleme raporuna göre halka arz iskontosu %23**
  Konsorsiyum lideri Garanti BBVA Yatırım tarafından yapılan Gelecek Varlık Yönetimi değerlemesinde indirgenmiş nakit akım yöntemi (%50), yurtiçi benzer şirketler F/K çarpanı (%12,5), yurtdışı benzer şirketler F/K çarpanı (%12,5) ve yurtdışı benzer şirketler Firma Değeri / Favök çarpanı (%25) ağırlıkları kullanılmıştır. Bulunan hisse başı değere %23 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz fiyatı hisse başı TL13,65 olarak tespit edilmiştir. INA yöntemiyle belirlenen değerlemede güncel 10-yıllık bono faizi (%17,8) sadece bir yılı indirgemek için risksiz faiz oranı olarak kullanılmış geri kalan yıllar için enflasyon beklentilerine göre belirlenmiş teorik bir faiz oranı kullanılmıştır.

Hisse Detayları

Bin TL	2018	2019	2020
Toplam Gelirler	370,778	514,550	559,075
Net Faiz Geliri	283,985	487,275	410,941
VAFÖK	230,826	356,655	371,227
Net kar	10,340	104,871	102,276
Net kar marjı (%)	3.6	21.5	24.9
VAFÖK marjı (%)	62.3	69.3	66.4
Net kar büyümesi (%)	-	914.2	(2.5)
Defter değeri	280,010	384,943	461,001
F/K (x)*	184.4	18.2	18.6
PD/DD (x)*	6.8	5.0	4.1
Özsermaye verimliliği (%)	3.7%	27.2%	22.2%

** Sermaye artırım sonrası oluşan Piyasa Değeri üzerinden hesaplanmıştır.*

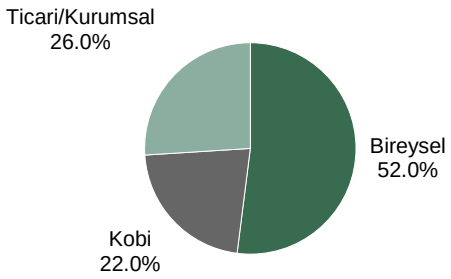
Ortaklık yapısı	Arz Öncesi %	Arz Sonrası %
Fiba Holding A.Ş.	87.63	73.05
Ayşe Can ÖZYEĞİN OKTAY	6.18	5.60
Murat ÖZYEĞİN	6.18	5.60
Fiba Faktoring A.Ş.	0.00	0.00
Fiba Kapital Holding A.Ş.	0.00	0.00
Halka açık	0.0	15.75
Arz sonrası piyasa değeri (Milyon TL)		1,906.9
Hisse sayısı (Milyon)		139.7
Halka açık hisse sayısı (Milyon)		22.0

Kaynak: Gelecek Varlık Yönetimi; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

Gelecek VYŞ 2005 yılında Finans VYŞ adıyla kuruldu ve Fiba Grubu - Lehman işbirliği ile TMSF tarafından düzenlenen USD1bn büyüklüğündeki tahsili gecikmiş alacak portföyü ihalesini kazandı. 2007 ve 2014'teki unvan değişikliği ve birleşmelerin ardından 2018 yılında Gelecek VYŞ kurularak şirket son şeklini aldı. Şirketin ortaklık yapısında %87,63'lük payı ile Fiba Holding A.Ş. hakim ortak konumundadır. Gelecek VYŞ, başta bankaların bireysel, kobi, ticari, kurumsal segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapan ve tahsilat süreçlerini yöneten bir varlık yönetim şirketidir. Gelecek VYŞ, toplam yatırım tutarı, toplam satın alınan anapara büyüklüğü ve 2020 yılı tahsilat tutarı itibarıyla sektöründe lider konumundadır.

Alacak Portföyü Dağılımı (2021/6M)



Kaynak: Gelecek VYŞ

Üst Yönetim

İsim	Göreve Başlangıç	Görev
Zehra Sezin Ünlüdoğan	2016	CEO
Hüseyin Öztürk	2013	CFO

www.gelecekvarlik.com.tr

Şirket Profili

- Şirketin ana faaliyet konusu başta bankalar olmak üzere finansal kurumların tahsili gecikmiş alacaklarını belirli bir bedel üzerinden satın almak ve bu portföylerdeki dosyaların tahsilatını gerçekleştirmek olarak özetlenebilir.
- Şirket, bir bankanın ya da finansal kuruluşun satışa çıkardığı bireysel/kobi/ticari/kurumsal tahsili geçmiş alacak portföyündeki her bir dosyayı altyapısında bulunan istatistiki modellerle değerlemesini yapar, diğer taraftan da hukuki açıdan da ayrıntılı olarak değerlendirir. Şirketin satın aldığı portföyün gelir yaratıcı aşaması devir/temlik işlemleriyle başlamaktadır.
- Şirket 30/06/2021 itibarıyla 24 farklı bankanın 166 portföyünü ve 5 finansal kurumun 14 portföyünü devir ve temlik almıştır ve bu portföyler için toplam yatırım tutarı TL1,9bn'dir. Şirket, bu portföyler kapsamında 1,5 milyon müşterinin 3 milyon adet kredisini ve TL17,4bn kredi anapara bakiyesini devralmıştır.
- Tahsilat ile çözümlenen borçlar sonrasında 30/06/2021 itibarıyla yönettiği TGA portföyünün anaparası TL14,5bn, faiz dahil bakiyesi ise TL58,2bn'dir. Takip eden 10 yıl için tahsilat beklentisi ise TL3bn'dir.
- 2021 Haziran sonu itibarıyla şirketin yönettiği TGA portföyünün %52'si bireysel, %22'si kobi ve %26'sı ticari ve kurumsal nitelikli alacaklardan oluşmaktadır.
- Gelecek VYŞ, hem şirketin hem de borçluların faydasına olacak şekilde, tahsilat süreçlerinde iletişim ve anlaşmaya dayalı "sulhen" çözüm yöntemlerine öncelik vermektedir. 2018, 2019 ve 2020 yıllarında ve Haziran 2021 sonu itibarıyla sulhen tahsilat oranları %77, %79, %80 ve %85 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntemle şirket yüksek maliyetli hukuki yollara başvurmaksızın gelir yaratabilmektedir.

Segment Bazında Satın Alınan Kümülatif Anapara Portföyü (Milyar TL)

Yıl	Bireysel	Kobi	Ticari	Toplam
2008	0.3	0.2	0.2	0.8
2009	0.7	0.2	0.3	1.2
2010	1.4	0.6	0.9	2.9
2011	1.6	0.8	1	3.4
2012	2.4	1.2	1.4	5
2013	2.6	1.3	1.6	5.5
2014	3.1	1.5	1.8	6.4
2015	4	1.6	2.1	7.8
2016	5	1.8	2.4	9.2
2017	6.2	2.2	2.8	11.2
2018	7.8	2.5	3.1	13.4
2019	9.3	3.3	4.3	16.8
2020	9.4	3.3	4.5	17.2
2021 (altı ay)	9.5	3.3	4.6	17.4

Kaynak:
Gelecek VYŞ

Değerleme Özeti

Konsorsiyum lideri olan Garanti BBVA Yatırım tarafından yapılana değerlendirme çalışmasında, Gelecek Varlık Yönetimi'nin halka arz fiyatı için, indirgenmiş nakit akım yöntemi (%50), yurtiçi benzer şirketler F/K çarpanı (%12,5), yurtdışı benzer şirketler F/K çarpanı (%12,5) ve yurtdışı benzer şirketler Firma Değeri / Favök çarpanı (%25) ağırlıkları kullanılmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı (İNA) yönteminde:

- İNA analizi için 2021-2036 arasında bir tahmin periyodu oluşturulmuştur. Riskiz faiz oranı için 2021 yılı için 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin 5 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %17,79 oranı dikkate alınmıştır. İlerleyen yıllar içinse geçmiş 10 yıldaki risksiz getiri oranının enflasyon beklentisi ile yapılan regresyon analizine göre tahmin edilmiştir. 2021-2036 aralığında %5.5 risk primi sabit tutulmuştur. 2021-2022 yılları için sırasıyla 1,02 ve 1,03 beta diğer yıllar için ise 1,05 beta katsayısı kullanılmıştır. Borç oranı için projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranının 350 baz puan üzerinde olunacağı varsayılmıştır. Bu rakamlar sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2021 yılında %20,3'ten 2036 yılında kademeli olarak %11,4 seviyesine düşmüştür,
- Devam eden değer hesabında sabit büyüme oranı %5 kullanılmıştır,
- İndirgenmiş nakit akımı yöntemi sonucunda şirketin 30.06.2021 tarihi itibarıyla değeri TL2.942mn olarak bulunmuştur. Değerleme tarihi olan 6 Ekim'e göre düzeltildiğinde ise şirket öz sermaye değeri TL2.596mn olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Tablosu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Enflasyon	16.82%	12.94%	10.71%	9.66%	8.71%	7.85%	7.55%	7.27%	7.00%	6.73%	6.48%	6.21%	5.94%	5.64%	5.45%	5.22%
Risksiz Getiri Oranı	17.79%	13.10%	12.00%	11.00%	10.10%	9.80%	9.50%	9.30%	9.00%	8.70%	8.50%	8.20%	7.90%	7.70%	7.40%	7.20%
Kaldıraçlı Beta	1.02	1.03	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
Risk Primi	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Şirket Risk Primi	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Sermaye Maliyeti	24.40%	19.80%	18.80%	17.80%	16.90%	16.60%	16.40%	16.10%	15.80%	15.50%	15.30%	15.00%	14.70%	14.50%	14.30%	14.00%
Borçlanma Maliyeti (vergi ön	21.30%	16.60%	15.50%	14.50%	13.60%	13.30%	13.00%	12.80%	12.50%	12.20%	12.00%	11.70%	11.40%	11.20%	10.90%	10.70%
Vergi	25.00%	23.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Borç Maliyeti	16.00%	12.80%	12.40%	11.60%	10.90%	10.70%	10.40%	10.20%	10.00%	9.80%	9.60%	9.30%	9.10%	8.90%	8.80%	8.60%
Borç/Varlık	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%	48.38%
AOSM	20.30%	16.40%	15.70%	14.80%	14.00%	13.80%	13.50%	13.20%	13.00%	12.80%	12.50%	12.30%	12.00%	11.80%	11.60%	11.40%

İNA analiz sonuçları

(milyon TL)	2021 (6 ay)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Düzeltilmiş FAVÖK	177	492	812	1.003	1.023	1.109	1.161	1.289	1.483	1.715	1.999	2.231	2.122	1.933	2.017	2.077
Düzeltilmiş FVÖK Üzerinden Vergi	-41	-77	-116	-140	-143	-151	-163	-181	-209	-242	-283	-317	-300	-272	-283	-291
Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Yatırımlar	-146	-994	-1.137	-586	-583	-580	-632	-688	-752	-817	-883	-939	-931	-914	-993	-1.087
Yeni Portföy Yatırımları	-128	-940	-1.097	-473	-514	-555	-596	-640	-685	-731	-778	-826	-875	-925	-976	-1.027
Gayrimenkul Yatırımları	-15	-44	-30	-102	-56	-12	-21	-33	-51	-68	-86	-92	-34	33	6	-36
Diğer Yatırımlar	-4	-10	-11	-12	-13	-14	-15	-16	-17	-18	-19	-20	-21	-23	-24	-25
Serbest Nakit Akımları	-11	-579	-442	277	298	379	366	420	522	656	833	975	891	746	740	699
İndirgeme Faktörü	0.91	0.78	0.68	0.59	0.52	0.45	0.4	0.35	0.31	0.28	0.25	0.22	0.2	0.18	0.16	0.14
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	-10	-453	-299	163	154	172	147	149	164	182	206	215	175	131	117	99

TL mn		TL mn	
Projeksiyon Dönemi Değeri	1,310	İNA Şirket Değeri	2,942
2036 Sonrası Değer	11,530	Net Finansal Borç	495
2036 İndirgeme Faktörü	0.14	İNA Özsermaye Değeri	2,448
2036 Sonrası Bugünkü Değer	1,632	Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	106
İNA Şirket Değeri	**2,942**	**Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri**	**2,596**

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Piyasa benzer şirket çarpan yönteminde:

- Benzer şirketlerin çarpanları açıkladıkları en son finansal tablolar dikkate alınarak son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır. Gelecek VYŞ'nin öz sermaye değeri hesaplanırken de şirketin son 12 aylık (30.06.2020 – 30.06.2021) finansalları kullanılmıştır.
- Yurt içi benzer şirketler için F/K çarpanı kullanılmıştır.
- Yurtdışı benzer şirketler için ise hem F/K hem de FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.
- Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler F/K çarpanı yöntemine %12,5'er ağırlık, yurtdışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı yöntemine %25 ağırlık verilmiştir.

Benzer şirketler F/K Çarpanı

(Bin, TL)	F/K Çarpanı	30.06.2021 LTM Net Kar	Özkaynak Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	9,9	181,455	179,744
Yurtdışı Benzer Şirketler	11,5	181,455	2,079,175

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK Çarpan Analizi Tablosu

(Bin, TL)	FD / Düzeltilmiş FAVÖK Çarpanı	30.06.2021 LTM Düzeltilmiş FAVÖK	Şirket Değeri	Net Finansal Borç	Özkaynak Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler	5,6	419,348	2,333,121	494,683	1,838,438

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yukarıda belirtilen üç yöntem aşağıdaki tabloda gösterilen oranlarda ağırlıklandırılarak şirket için pay başına TL17.70'lik bir özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu değere %23 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı TL13.65 olarak belirlenmiştir.

Değerleme yöntemleri sonuçları

(BİN TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi	2,595,510	50%	1,297,755
Yurtiçi Benzer Şirketler (F /K çarpanı)	1,797,440	12,5%	22,468
Yurtdışı Benzer Şirketler (F / K çarpanı)	2,079,175	12,5%	259,897
Yurtdışı Benzer Şirketler (FD / FAVÖK Çarpanı)	1,838,438	25%	45,961
,	**Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri**		2,241,942

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerleme sonucu

	Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri (BİN TL)	2,241,942
Gelecek VYŞ Ödenmiş Sermayesi (BİN TL)	126,500
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer	17.70
Halka Arz Fiyatı	**13.65**
Halka Arz İskonto Oranı	**23%**
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (BİN TL)	1,726,725

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerlemeye dair görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında detaylı bilgilendirme yapılmıştır, diğer yandan değerlemede kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.

- Şirketin ana iş kolu olan donuk alacakların bankaların bilançolarındaki ağırlığının hem BDDK tebliğleri ile hem de özellikle 2021 yılında ekonomik aktivitenin yeniden hız kazanması ile geçmişe göre daha az olduğunu ve bankaların donuk alacaklarını satmak yerine bilançodan silmek yöntemini de daha sık kullandıklarını gözlemliyoruz. Bu durumun devamı şirketin gelecek portföy alımlarını sınırlayabilir.
- Gelecek Varlık için oluşturulan değerleme yönteminde %50 ağırlık, 2036 ve ötesine sari nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ile oluşan INA yöntemine verilmiştir. INA analizinde ise indirgeme faktörü/iskonto oranı oluşturulurken kullanılan risksiz faiz oranı sadece 2021 yılı için güncel 10-yıllık bono faizi olarak kullanılmış geri kalan dönemler için teorik bir risksiz faiz oranı kullanılmıştır. Kendi değerlemelerimizde kullandığımız risksiz faiz oran varsayımlarını (yani 2025'e kadar 10-yıllık güncel bono faizi ve sonrasında enflasyon tahminlerinin üzerinde 300baz puan) kullanmış olsaydık INA ile belirlenen değer %40 daha aşağıda oluşurdu.
- Şirketin halka arz fiyatı 2021 yılı yıllıklandırılmış net karına göre 10.5x F/K çarpanına denk gelmektedir. Bankacılık sektöründe ise 2021 yılı F/K çarpanları 2.5x mertebesindedir.

Finansal tablolar

Gelecek VYŞ

Gelir Tablosu (Bin TL)	2018	2019	2020	2020/6M	2021/6M
Faiz Gelirleri	387,628	630,541	508,138	183,637	325,845
Faiz Giderleri	-103,643	-143,266	-97,197	-59,484	-39,623
Net Faiz Geliri/Gideri	**283,985**	**487,275**	**410,941**	**124,153**	**286,222**
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri/Gi	-35,581	-30,663	-37,530	-13,979	-28,319
Ticari Kar / Zarar	-14,641	15,706	26,501	17,020	27,665
Diğer Faaliyet Gelirleri	5,289	9,541	9,742	2,943	3,682
Faaliyet Brüt Karı	**239,052**	**481,859**	**409,654**	**130,137**	**289,250**
Beklenen Zarar Karşılıkları Giderleri	-112,380	-215,434	-107,726	-38,001	-62,493
Diğer Karşılık Giderleri	-302	-400	-12,676	0	0
Personel Giderleri	-54,429	-69,229	-77,860	-38,743	-45,961
Diğer Faaliyet Giderleri	-58,649	-64,608	-81,258	-33,200	-46,652
Net Faaliyet Karı / Zararı	**13,292**	**132,188**	**130,134**	**20,193**	**134,144**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığ	-2,952	-27,317	-27,858	-4,131	-38,903
Dönem Net Karı / Zararı	**10,340**	**104,871**	**102,276**	**16,062**	**92,541**

Bilanço (Bin TL)	2018	2019	2020	2021/6M
Finansal Varlıklar (Net)	112,304	13,419	26,309	9,456
Bankalar	113,619	13,557	26,457	9,550
Beklenen Zarar Karşılıkları	-1,385	-138	-148	-94
Türev Finansal Varlıklar	70	0	0	0
Krediler (Net)	1,034,375	1,165,404	1,069,856	1,089,015
Krediler	1,540,315	1,888,719	1,763,149	1,845,094
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	-505,940	-723,315	-693,293	-756,079
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İliş	26,607	52,271	71,303	78,155
Ortaklık Yatırımları	**1,269**	**1,269**	**1,269**	**0**
Maddi Duran Varlıklar	4,504	20,090	12,556	14,883
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,499	4,497	6,112	6,542
Diğer Aktifler	12,047	9,051	9,720	24,589
Aktif Toplamı	**1,195,605**	**1,266,001**	**1,197,125**	**1,222,640**
Alınan Krediler	646,461	765,145	583,171	456,486
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	164,119	0	0	47,643
Türev Finansal Yükümlülükler	34,817	281	0	0
Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	0	8,287	1,058	4,148
Karşılıklar	6,159	8,310	22,118	16,251
Cari Vergi Borcu	3,004	4,576	10,064	21,565
Ertelenmiş Vergi Borcu	50,845	78,310	102,329	119,258
Diğer Yükümlülükler	10,190	16,149	17,384	19,440
Özkaynaklar	**280,010**	**384,943**	**461,001**	**537,849**
Ödenmiş Sermaye	126,500	126,500	126,500	**126,500**
Sermaye Yedekleri	9,213	10,419	10,577	10,789
Kar Yedekleri	15,393	15,393	93,888	76,200
Geçmiş Yıllar Karı	118,564	127,760	127,760	229,119
Dönem Karı	10,340	104,871	102,276	95,241
Pasif Toplamı	**1,195,605**	**1,266,001**	**1,197,125**	**1,222,640**

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibariyle 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 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.