

BIEN YAPI ÜRÜNLERİ SANAYİ

BIENY TI

Türkiye'nin bilinen seramik markası

■ Bien Yapı Ürünleri halka açılıyor

Türkiye'nin önde gelen seramik ve benzer ürünler üreticisi Bien Yapı Ürünleri, 72 milyon sermaye artırımını ve ek satış gerçekleşirse 14 milyon ortak satışı yoluyla halka açılıyor. Hisse başına halka arz fiyatı TRY42,80 olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü ek satış hariç TRY3.096 milyon, ek satış dahil TRY3.715 milyon olacaktır. Şirket halka arz sonrası TRY15.451 milyon piyasa değerine ulaşacaktır ve halka açıklık oranı %20 (ek satış dahil %24) olacaktır. Halka arzın %55'inin yurt içi bireysel yatırımcılara, %35'inin yurt içi kurumsal yatırımcılara, %5'inin yurt dışı kurumsal yatırımcılara ve %5'inin şirket çalışanlarına tahsis edilmesi planlanmaktadır. Hisse dağılımı bireysel yatırımcılar için eşit dağılım olacaktır.

■ Şirketin Bilecik'te üç tesisi bulunuyor

1987'de kurulan şirket, Bilecik'teki üç tesisinde yer ve duvar seramiği, yer ve duvar karosu, vitrifiye ürünleri ve granit üretilip, yurt içinde ve dışında satılmaktadır. Yurt dışı satışların payı toplamın %21'ini oluşturmaktadır. Şirketin tek ortağı Nurullah Ercan'dır. Halka arz öncesi toplam payların %8'ine tekabül eden 23 milyon hissede YK aday gösterme ve Genel Kurul'da beş oy kullanma imtiyazı vardır.

■ Halka arz gelirleri devam eden yatırımlarda ve işletme sermayesinde kullanılacak

Halka arzda 72 milyon hisselik sermaye artırımını yapılması planlanmaktadır. Böylece şirket TRY3.096 milyon brüt halka arz geliri elde edecektir. Halka arzdan elde edilecek gelirin %45-55'i yeni fabrika yatırımının kullanılmasında, %45-55'i işletme sermayesi ihtiyacında kullanılması hedeflenmektedir.

■ Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlemede halka arz iskontosu %30 olarak belirlenmiştir

Konsorsiyum eş lideri aracı kurum (Ak Yatırım) tarafından yapılan Bien Yapı değerlemesinde ağırlıklandırılmış yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpan analizi (%40) ile indirgenmiş nakit akımları (%60) kullanılarak şirket için TRY17.646 milyon (hisse başı TRY61,13) değere ulaşılmıştır. Buna %30 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı olan TRY42,80 bulunmuştur. Bu fiyat halka arz sonrası 2022 finansallarına göre 17,7x F/K ve 11,3x FD/FAVÖK'e işaret etmektedir. Bien Yapı'nın yurt içi benzerlerinin bulunduğu BIST Taş Toprak endeksindeki şirketlerin 2022 medyan çarpanları ise 7,6x F/K ve 9,3x FD/FAVÖK seviyesindedir. Kardeş şirket Qua Granit (QUAGR) aynı dönemde 11,4x F/K ve 15,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Şirketin en yakın benzerleri olan Ege Seramik (EGSER) 4,4x ve 4,6x, Uşak Seramik (USAK) ise 3,9x ve 4,1x çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Hisse Detayları

TL	2020	2021	2022
Net satışlar	1,130	2,331	5,274
VAFÖK	240	823	1,209
Net kar	67	580	874
Net kar marjı (%)	5.9	24.9	16.6
VAFÖK marjı (%)	21.3	35.3	22.9
Satış büyümesi (%)	a.d.	106.4	126.3
Net borç	749	789	1,361
Defter değeri	516	1,094	1,905
F/K (x)	231.8	26.6	17.7
FD/VAFÖK (x)	54.6	16.0	11.3
PD/DD (x)	30.0	14.1	8.1
Net borç/VAFÖK (x)	3.12	1.0	1.1
Net borç/Özsermaye (x)	1.45	0.72	0.71
Özsermaye verimliliği (%)	25.9	72.0	58.3

Ortaklık yapısı (%)	Arz öncesi	Arz sonrası (ek satış hariç)	Arz sonrası (ek satış dahil)
Nurullah Ercan (A Grubu)	8.0	6.4	6.4
Nurullah Ercan (B Grubu)	92.0	73.6	69.6
Halka Açık kısım (B Grubu)		20.0	24.0
Arz sonrası piyasa değeri (Milyon TL)			15,451
Halka arz büyüklüğü* (Milyon TL)			3,715
Hisse sayısı (Milyon)			361
Halka açık hisse sayısı* (Milyon)			87

* Ek satış dahil

Kaynak: Bien Yapı Ürünleri; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

1987'de kurulan Bien Yapı, Bilecik ilindeki üç tesiste yer alan üç tesiste yer alan toplam 204 bin metrekare alanda yer ve duvar seramiği, yer ve duvar karosu, vitrifiye ürünleri ve granit üretilip, yurt içinde ve dışında satmaktadır.

Üst Yönetim

İsim	Görev
Nurullah Ercan	Yönetim Kurulu Başkanı
Cengiz Erdinç	CFO

www.bienseramik.com.tr

Şirket Profili

Bien Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş., 1987 yılında kurulmuş olup 2011 yılında anonim şirket statüsüne geçmiştir. Şirket yapı malzemeleri sektöründe faaliyet göstermektedir. Başlıca üretim faaliyetlerini yer ve duvar seramiği, vitrifiye ürünleri, teknik ve sırlı granit üretimi oluşturmaktadır.

Şirket faaliyetlerini Bilecik ilindeki 3 farklı tesiste 666 bin m² arazi üzerinde 203 bin m² kapalı alanda gerçekleştirmektedir. Tesisler 45,5 milyon m² /yıl toplam üretim kapasitesine sahiptir. Bilecik ve 2. Organize Sanayi Tesisinde duvar seramiği üretim yapılmaktadır. Bozüyük Tesisinde sırlı ve teknik granit üretimi gerçekleştirilmektedir. Şirketin ayrıca Aydın ilinde toplam 609 bin m² arsa üzerinde 102,3 milyon m² /yıl kapasiteye ile üretim yapacak olan yatırımı devam etmektedir.

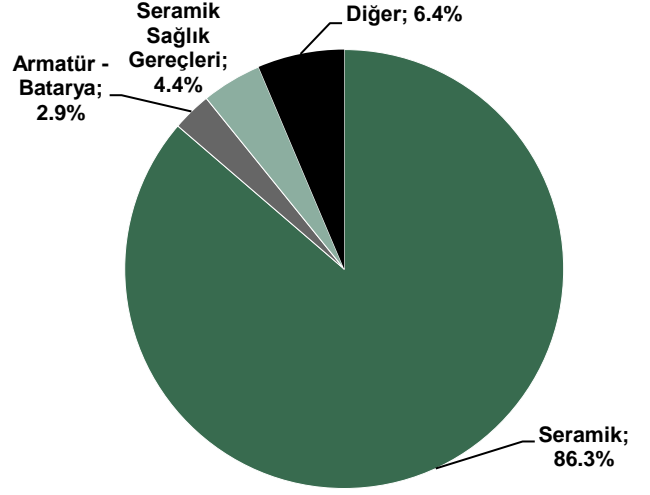
Şirketin yurt içinde 100'den fazla yetkili satıcısı ve 3 bin 500'den fazla tali satıcısı bulunmaktadır. 2022 yılında şirket cirosunun %86,3'ünü seramik satışlarından elde etmiştir. Aynı dönemde armatür batarya satışları %2,9 seramik sağlık gereçleri %4,4 ve diğer ürünlerden elde edilen satışlar %6,4 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket aynı zamanda ürünlerini 6 kıtada 95'den fazla ülkede faaliyet gösteren yapı marketlere ve toptancılara ihraç etmektedir. Yurt dışındaki en büyük pazarlar sırasıyla Almanya, İsrail, İngiltere, Romanya ve Sırbistan'dır. Geçtiğimiz yıl yurt dışı satışlar toplam satışların %21'ini, yurt içi satışlar ise %79'unu oluşturmuştur.

Şirketin tek ortağı Nurullah Ercan'dır. Halka arz öncesi 289m olan toplam hisse sayısının 23m'si (sermayenin %8'i) nama yazılı A grubu, geri kalanı ise hamiline B hisselerdir. A grubu hisseler Yönetim Kurulu üye adaylarının yarısını belirleme, Genel Kurul'da pay başına beş oy hakkı imtiyazları bulunmaktadır. B grubu hisselerin ise imtiyazı yoktur. Halka arza konu hisseler B grubu hisselerdir.

Hali hazırda BIST'te işlem gören Qua Granit'in (QUAGR) ana ortağı Ali Ercan, Bien Yapı'nın sahibi Nurullah Ercan'ın oğludur. Aynı sektörün değişik iş kollarında faaliyet gösteren şirketlerin, aralarında ticari ilişkiler bulunmaktadır. 2022 yılında Bien Yapı'nın toplam satış gelirinin TRY238m'lik kısmı (konsolide cironun %4,5'i) QUAGR ve konsolide iştiraklerinden elde edilmiştir. İki şirket arasında doğrudan ortaklık bağı bulunmamaktadır.

Satışların dağılımı (2022)



Kaynak: Bien Yapı Ürünleri

Değerleme Özeti

Konsorsiyum eşlidi aracı kurum (Ak Yatırım) tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, Bien Yapı'nın halka arz fiyatının tespiti için ağırlıklandırılmış yurt içi ve yurtdışı benzer şirket çarpan analizi ile indirgenmiş nakit akımları (INA) kullanılmıştır. F/K, FD/FAVÖK çarpanları ile INA yöntemine sırasıyla %20, %20 ve %60 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde:

- Risksiz getiri olarak, Türkiye'nin 10 yıllık tahvilinin getirisinin bir yıllık ortalaması olan %13,85 baz alınmış, ancak ihtiyatlılık ilkesi gereği, son dönemdeki düşüşler göz ardı edilerek tüm değerlendirme projeksiyonu için %15,69 kullanılmıştır. Risk primi %6, beta ise 1x varsayılmıştır. Şirketin Aydın'da devam eden yatırımı kapsamında aldığı teşvikler göz önünde bulundurularak 2023-25 dönemi için vergi oranı %0 kabul edilmiş, daha sonraki dönem için ise %20 kullanıştır,
- Uç büyüme değeri %5'tir,
- 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,
- Böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2023-25 dönemi için %20,69, 2026-32 dönemi için ise %18,72 olmuştur.
- Aydın Çine'de devam eden yatırımın devreye alınması ve yurt dışı pazarlardaki büyüme sebebiyle özellikle 2025'e kadar enflasyonun üzerinde büyüme olacağı varsayılmıştır,
- 2022 yılı itibarıyla %23 olan FAVÖK marjının, 2023'te %20'ye düşeceği, yeni yatırımlar ve yurt dışı operasyonların büyümesi beklentisiyle projeksiyon dönemi sonuna kadar kademeli olarak %27'ye ulaşacağı hesaplanmaktadır,
- Tahmin dönemi boyunca, şirketin nakit döngüsünün 135-140 gün arasında olacağı tahmin edilmektedir, yatırım harcamalarının 2025'ten sonra düşmesi beklenmektedir,
- Nihai olarak bu yöntemle Bien Yapı için TRY23,7 milyar firma değeri ile TRY22,3 milyar piyasa değeri hesaplanmıştır.

Piyasa benzer şirket çarpanları yönteminde:

- Yurt dışı benzer şirketler için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden 27 şirketin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının ağırlıklı ortalaması kullanılmış, uç değerler hesap dışı bırakılmıştır.
- Benzer şekilde, yurt içinde BIST Taş Toprak endeksi şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmış, negatif ve uç değerler hesaba katılmamıştır.

Bu analizlerden hareketle, FD/FAVÖK çarpanından TRY11,2 milyar, F/K çarpanından TRY10,2 milyar değer bulunmuş, bunlara eşit ağırlık verilerek çarpan analizinden TRY10,7 milyar özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Yukarıda bahsedilen yöntemler ağırlıklandırılarak Bien Yapı'nın özkaynak değeri TRY17.645 milyon olarak hesaplanmıştır. Bu değer hisse başına TRY61,13'e tekabül etmektedir ve uygulanan %30 halka arz iskontusu ile TRY42,80 halka arz fiyatına ulaşılmaktadır.

Tablo : Değerleme Özeti

Bien Yapı'nın Değerinin F/K Çarpanı ile Hesaplanması	Yurtiçi Benzer Şirketler	Uluslararası Şirketler
Şirketlerin Ortalama F/K Çarpanı	10.7x	13.4x
Bien Yapı 2022 Net Karı (Mn,TL)	845.4	
Bien Yapı Özsermaye Değeri (Mn,TL)	9,016	11,286
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	50%	50%
Bien Yapı Ortalama Özsermaye Değeri (Mn,TL)	10,151	

Bien Yapı'nın Değerinin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması	Yurtiçi Benzer Şirketler	Uluslararası Şirketler
Şirketlerin Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	11x	9.9x
Bien Yapı 2022 FAVÖK'ü (Mn,TL)	1,208.6	
Bien Yapı Firma Değeri (Mn,TL)	13,242	11,984
Bien Yapı'nın Net Finansal Borç Pozisyonu (Mn,TL)	1,409.5	
Bien Yapı Özsermaye Değeri (Mn,TL)	11,833	10,575
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	50%	50%
Bien Yapı Ortalama Özsermaye Değeri (Mn,TL)	11,204	

Piyasa Çarpanları Yöntemi Sonucu	FD/FAVÖK	F/K
Bien Yapı Özsermaye Değeri (Mn,TL)	11,204	10,151
Yöntemin Ağırlığı	50%	50%
Bien Yapı Ortalama Özsermaye Değeri (Mn,TL)	10,678	

İndirgenmiş Nakit Analizi Sonucu (Mn,TL)	Tutar
Firma Değeri	23,701
Net Borç	1,409
Bien Yapı Özsermaye Değeri	22,291

Bien Yapı Özsermaye Değeri	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Bien Yapı Özsermaye Değeri (Mn,TL)	10,678	22,291
Yöntemin Ağırlığı	40%	60%
Bien Yapı Ortalama Özsermaye Değeri (Mn,TL)	17,646	
Bien Yapı'nın Çıkarılmış Sermayesi (Mn,TL)	288.7	
1 Adet Bien Yapı Pay Başına Düşen Değer	61.1	
Halka Arz İskontosu	30%	
1 Adet Bien Yapı Payının Halka Arz Fiyatı (TL)	42.80	

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında detaylı bilgilendirme yapılmıştır, diğer yandan değerlemede kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan “İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)” ve “Çarpan Analizi Yöntemi” kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. İhtiyatlılık ilkesi gereği, tamamlanmamış yatırımı içeren İNA değerlemesi yerine, benzer şirket çarpanlarına daha yüksek ağırlık verilebilirdi.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %30 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

Finansal tablolar

Bien Yapı Ürünleri

Gelir Tablosu (Mn,TL)	2020	2021	2022
Hasılat	1,130	2,331	5,274
Satışların Maliyeti (-)	(854)	(1,425)	(3,879)
Brüt Kar	276	907	1,396
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(10)	(12)	(24)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(59)	(104)	(179)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(23)	(30)	(62)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	13	48	122
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(47)	(34)	(160)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	149	775	1,092
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3	4	33
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	152	779	1,126
Finansman Gelirleri	2	4	43
Finansman Giderleri (-)	(116)	(160)	(219)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	38	623	949
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	28	(48)	(75)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net Karı	65	575	874
Durdurulan Faaliyetler Dönem Net Karı / Zararı	1	5	(0)
Ana Ortaklık Paylarına Düşen Dönem Karı/Zararı	67	580	874

Bilanço (Mn,TL)	2020	2021	2022
Toplam Dönen Varlıklar	1,055	2,041	3,944
Nakit ve Nakit Benzerleri	68	18	326
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Ticari Alacaklar	618	1,440	2,297
Diğer Alacaklar	24	52	49
Devam Eden İnş. ve Taah. İşlerinden Doğan Söz. Varlıkları	0	4	14
Stoklar	326	439	1,125
Peşin ödenmiş giderler	3	12	126
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	0	1	0
Diğer Dönen Varlıklar	15	17	7
Satış Amaçlı Sınırlanmış Varlıklar	0	58	0
Toplam Duran Varlıklar	812	897	1,124
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Ticari Alacaklar	0	0	6
Diğer Alacaklar	0	0	1
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	52	143	1
Maddi Duran Varlıklar	523	523	837
Kullanım Hakkı Varlıkları	8	7	6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	3	6
Peşin Ödenmiş Giderler	18	54	156
Ertelenmiş Vergi Varlığı	208	166	108
Diğer Duran Varlıklar	0	0	2
Toplam Varlıklar	1,867	2,938	5,067

Kısa Vadeli Yükümlülükler	712	1,119	2,801
Kısa Vadeli Borçlanmalar	166	288	1,318
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	184	165	76
Ticari Borçlar	284	519	1,036
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4	6	17
Diğer Borçlar	8	29	59
Ertelenmiş Gelirler	54	79	270
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1	1	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	6	8	15
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4	21	10
Satış Amaçlı Sınırlanmış Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler	0	2	0

Uzun Vadeli Yükümlülükler	640	725	362
Uzun Vadeli Borçlanmalar	462	332	283
Ticari Borçlar	20	0	0
Diğer Borçlar	137	364	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	21	28	79
Toplam Özkaynaklar	516	1,094	1,905
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	515	1,093	1,905
Ödenmiş Sermaye	120	315	289
Sermaye düzeltmesi farkları	0	0	0
Ortak kontrole tabi işletmelere içeren birleşmelerin etkisi	0	1	1
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	(8)	(10)	(47)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10	15	43
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	326	193	745
Net Dönem Karı / (Zararı)	67	580	874
Kontrol gücü olmayan paylar	1	1	0
Toplam Kaynaklar	1,867	2,938	5,067

Kaynak: Bien Yapı Ürünleri

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 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.