

# AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş.

## “FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

KASIM 2014

 Ziraat Yatırım

  
ZİRAAT YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Lütfi Mah. Gond. Soka. No: 22  
Emlak Pasajı Kat: 3. Büyükdere/İST.  
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

## İÇİNDEKİLER

I. SİGORTA SEKTÖRÜ	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. MALİ GÖRÜNÜM	6
IV. DEĞERLENDİRME	6

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından hazırlanmıştır. Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. ("AvivaSA veya Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Alternatif Yatırım A.Ş.'nin ("Alternatif Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

**ZİRAAT YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Levent Mah. Gönül Sok. No: 12  
(Etiler Pasajı) Kat: 10 Şişli/Beşiktaş/İST  
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594



**I.3. Ferdi Kaza Sigortası Pazarı:** Türkiye Sigorta Birliği (TSB) verilerine göre, 2013 yılında Türkiye ferdi kaza sigortası pazarındaki brüt yazılan primler tutarı (hayat ve hayat dışı sigorta şirketleri de dahil olarak) 2011 yılına göre %15,7 YBBO ile artış göstererek 887 milyon TL'ye ulaşmıştır. 30 Haziran 2014 itibarıyla, Türkiye ferdi kaza sigortası pazarında brüt yazılan primlerin değeri 492 milyon TL'dir. Ferdi kaza sigortası branşındaki brüt yazılan primler 30 Haziran 2014 itibarıyla, sigorta sektöründeki toplam brüt yazılan primlerin %3,7'sini oluşturmaktadır.

## II. ŞİRKET BİLGİLERİ

AvivaSA, 2007 yılında, dünyanın en büyük sigorta gruplarından biri olan Aviva ile Türkiye'nin finans ve sanayi alanındaki güçlü gruplarından olan Sabancı Holding arasında, bir ortak girişim (joint venture) olarak, Ak Emeklilik ve Aviva Hayat ve Emeklilik şirketlerinin Ak Emeklilik bünyesinde birleşmesi sonucu kurulmuştur. 1941 yılında İstanbul'da kurulan Doğan Sigorta A.Ş. 1975 yılında Sabancı Holding tarafından satın alınmış ve 1995'te unvanı Akhayat Sigorta A.Ş. olarak değişmiştir. Şirket 2003 yılında bir kez daha unvan değişikliğine giderek Ak Emeklilik unvanıyla bireysel emeklilik pazarında faaliyet göstermek üzere Hazine Müsteşarlığı'ndan ruhsat almış ve aynı yıl bireysel emeklilik ürünlerinin satışına başlamıştır. Aviva Hayat ve Emeklilik'in geçmişi ise 1991 yılına dayanmakta olup, Commercial Union Plc ve Finansbank A.Ş. arasında oluşturulan ortaklık sonucunda Commercial Union Hayat Sigorta A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

**Tablo 3. AvivaSA Ortaklık Yapısı**

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası			
	Tutar (TL)	Oran (%)	Ek Satış Öncesi		Ek Satış Sonrası	
			Tutar (TL)	Oran (%)	Tutar (TL)	Oran (%)
Aviva Europe SE	17.830.354,5	49,83	14.770.636,5	41,28	14.311.680,5	40,00
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	17.830.354,5	49,83	14.770.636,5	41,28	14.311.680,5	40,00
Diğer	118.488,0	0,33	118.488,0	0,33	118.488,0	0,33
Halka Açık	-	-	6.119.436,0	17,10	7.037.348,0	19,67
<b>TOPLAM</b>	<b>35.779.197,0</b>	<b>100,00</b>	<b>35.779.197,0</b>	<b>100,00</b>	<b>35.779.197,0</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: AvivaSA İzahname

Şirket, bireysel emeklilik, hayat sigortası (hayat koruma ve birikimli hayat koruma olmak üzere) ve ferdi kaza sigortası alanlarında müşterilerinin ihtiyaçlarına uygun çeşitli ürünleri, farklı dağıtım kanalları aracılığı ile sunmaktadır. Söz konusu ürünler;

1. Üst gelir grubuna ve genel kitleye yönelik bireysel emeklilik planlarını,
2. Şirketlere ve dernek, vakıf, sandık ve benzeri diğer kuruluşlara yönelik grup emeklilik planlarını,
3. Krediye bağlı ve krediye bağlı olmayan hayat sigortası ve
4. Ferdi kaza sigorta ürünlerini kapsamaktadır.

Şirket'in çeşitli kanallardan oluşan çoklu dağıtım ağı, Türkiye hayat sigortası ve bireysel emeklilik pazarındaki en gelişmiş satış ağlarından biridir. AvivaSA, 30 Haziran 2014 tarihinde sona eren altı aylık dönem itibarıyla hayat ve ferdi kaza sigortası branşlarında toplam brüt yazılan primlerin %78'i ile bireysel emeklilik branşı fon büyüklüğünün %45'ten fazlasını Akbank bankasürans kanalı aracılığıyla elde etmiştir. AvivaSA, hayat sigortası ve bireysel emeklilik ürünlerinin satışını bankasürans dağıtım kanallarının yanı sıra, lisanslı finansal danışmanlardan oluşan direkt satış kanalı, acente ve tele-satış kanalları aracılığıyla da gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca Akbank birlikte alternatif dijital kanallar üzerinden satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.

30 Haziran 2014 itibarıyla, AvivaSA'nın 680 bin bireysel emeklilik sistemi katılımcısının fon büyüklüğü 6.001,1 milyon TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönem itibarıyla, Şirket 1,5 milyon hayat ve ferdi kaza sigortası müşterisinden 132,1 milyon TL tutarında brüt yazılan prim elde etmiştir. AvivaSA'nın bireysel emeklilik fonları, 2008 ve 2013 yılları arasında %28,4 YBBO ile artmıştır. Aynı dönemde, hayat ve ferdi kaza sigortası branşları brüt yazılan primler tutarı %9,1 YBBO ile büyümüştür.

**ZİRAAT YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Levent Mah. Göksu Sok. No: 22  
(Emlak Pasajı) Kat: 11 Şişli/İST.  
Büyükc Mükellefler Vv. 998 010 4594

**Tablo 4. Şirket'in Bireysel Emeklilik Branşına Ait Fon Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı ile Hayat ve Ferdi Kaza Sigorta Branşlarından Elde Edilen Brüt Yazılan Primlerin Dönemler İtibariyle Kırılımı**

Bireysel Emeklilik	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Fon Büyüklüğü (Milyon TL)*	6.001,1	4.488,5	5.019,2	4.048,8	2.957,4
Katılımcı Sayısı	680.312	551.339	617.477	491.683	420.987

\*Katılımcı fonları ve devlet katkı payı toplamıdır.

Brüt Yazılan Primler (Bin TL)	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Hayat	111.226	110.229	200.505	165.203	121.632
Hayat Koruma	102.629	98.265	178.303	134.085	83.168
Birikimli Hayat	8.597	11.964	22.202	31.118	38.463
Ferdi Kaza	20.904	17.272	32.382	32.341	26.784
<b>Toplam</b>	<b>132.130</b>	<b>127.501</b>	<b>232.887</b>	<b>197.544</b>	<b>148.416</b>

Kaynak: AvivaSA İzahname

**II.1. Bireysel Emeklilik Branşı:** AvivaSA, bireysel emeklilik branşı kapsamında müşterilerine bireysel ve grup emeklilik planları sunmaktadır. Bireysel emeklilik planlarının satışında Akbank ile arasındaki bankasürans işbirliğinin ve ağırlıklı olarak üst gelir grubuna mensup müşterilere satış yapan direkt satış kanalının önemli katkısı bulunmaktadır. AvivaSA, 30 Haziran 2014 tarihi itibariyle, 6.001,1 milyon TL'lik toplam bireysel emeklilik fon büyüklüğü ve %18,9 pazar payı ile pazarda ikinci sırada yer almaktadır.(Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi-EGM)

AvivaSA, bireysel emeklilik sisteminin yürürlüğe girdiği 2003 yılı ile 30 Haziran 2014 arasındaki dönemde bireysel planları kapsamında yatırıma yönlendirilen toplam 3.485 milyon TL'lik tutar tutar ve %19,2'lik pazar payı ile bireysel emeklilik pazarında ikinci sırada bulunmaktadır. Aynı dönemde, AvivaSA, işveren katkılı grup emeklilik planları kapsamında 265 milyon TL yatırıma yönlendirilen tutar ve %28,4'lük pazar payı ile lider konumundadır.

**II.2. Hayat Sigortası Branşı (Hayat Koruma ve Birikimli Hayat):** AvivaSA, hayat sigortası kapsamında hayat koruma ve birikimli hayat sigortası branşlarında faaliyet göstermektedir. Birikimli hayat sigortası, sigortalıların düzenli prim ödemeleri yaptıkları ve ödemelere karşılık ürüne göre değişen oranlar üzerinden, birim fiyat garantili getiri kazandıkları bir tasarruf ürünüdür.

AvivaSA, 2006 yılında bireysel emeklilik satışlarına yoğunlaşmak amacıyla birikimli hayat sigortası satışlarını durdurmuştur. Ancak AvivaSA yürürlükte olan birikimli hayat sigortası ürünleri için ilgili poliçe dönemlerinin sonuna kadar hizmet vermeye, bu poliçeler üzerinden prim elde etmeye ve karşılık ayırmaya devam etmektedir. Şirket'in hayat sigortası kapsamındaki faaliyetleri ağırlıklı olarak krediye bağlı olmayan hayat koruma sigortası ürünlerinden oluşmaktadır. Hayat koruma sigortası kapsamında yıllık ve uzun süreli hayat sigortası, geri ödemeli hayat sigortası, tehlikeli hastalıklar ve işsizlik sigortası gibi ürünler sunulmaktadır.

**II.3. Ferdi Kaza Sigortası Branşı:** Ferdi kaza sigortası, vefat, maluliyet ve tedavi masrafı gibi teminatları kapsamaktadır. Ferdi kaza sigortası ürünlerinin satışı ağırlıklı olarak Akbank aracılığı ile gerçekleşmektedir. 30 Haziran 2014 itibariyle ferdi kaza sigortası ürünlerinin brüt yazılan primleri 20,9 milyon TL tutarındadır. Bu tutar AvivaSA'nın toplam sigorta primlerinin (hayat koruma, birikimli hayat ve ferdi kaza sigortası) %15,8'lik kısmını oluşturmaktadır. TSB verilerine göre, 30 Haziran 2014 itibariyle, AvivaSA ferdi kaza sigortası branşında brüt yazılan primlere göre (hayat dışı sigorta şirketleri hariç olmak üzere ) %20,6 pazar payı ile pazarda ikinci sıradadır. Yine aynı tarih itibariyle, AvivaSA'nın 0,4 milyon ferdi kaza sigortası müşterisi bulunmaktadır.

**ZİRAAT YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Levent Mah. Göksu Sok. No: 22  
Etiler Pasajı Kat: 11 Kat: 11 Kat: 11  
Büyükdere Mükellefler V.D. 998 010 4594

### III. MALİ GÖRÜNÜM

Tablo 5. Özet Mali Tablolar

Bilanço (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 30.06.2014	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2013	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2012	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2011
Canlı Varlıklar Toplamı	740.578.277	701.266.865	745.768.191	719.673.796
Canlı Olmayan Varlıklar Toplamı	6.167.604.310	5.185.799.171	4.212.201.877	3.125.110.261
<b>Varlıklar Toplamı</b>	<b>6.908.182.587</b>	<b>5.887.066.036</b>	<b>4.957.970.068</b>	<b>3.844.784.057</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	275.800.723	233.810.083	222.675.370	165.032.111
Uzun Vadeli Yükümlülükler Toplamı	6.470.966.162	5.495.763.797	4.566.604.062	3.528.563.404
Özsermaye Toplamı	161.515.702	157.492.156	168.690.636	151.188.542
<b>Özsermaye ve Yükümlülükler Toplamı</b>	<b>6.908.182.587</b>	<b>5.887.066.036</b>	<b>4.957.970.068</b>	<b>3.844.784.057</b>

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.2014-30.06.2014	Bağımsız Sınırlı Denetimden Geçmiş 01.01.2013-30.06.2013	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.2013-31.12.2013	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.2012-31.12.2012	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.2011-31.12.2011
Hayat Dışı Teknik Gelir	16.222.685	16.003.257	32.078.100	29.550.903	29.074.505
Hayat Dışı Teknik Gider	-17.321.511	-13.692.933	-33.289.879	-24.461.436	-30.875.237
<b>Teknik Bölüm Dengesi - Hayat Dışı</b>	<b>-1.098.826</b>	<b>2.310.324</b>	<b>-1.211.779</b>	<b>5.089.467</b>	<b>-1.800.732</b>
Hayat Teknik Gelir	133.680.960	162.438.282	293.799.634	199.876.969	222.122.361
Hayat Teknik Gider	-108.503.576	-146.740.963	-261.742.287	-191.725.149	-214.782.016
<b>Teknik Bölüm Dengesi - Hayat</b>	<b>25.177.384</b>	<b>15.697.319</b>	<b>32.057.347</b>	<b>8.151.820</b>	<b>7.340.345</b>
Emeklilik Teknik Gelir	78.417.405	61.033.708	130.185.735	135.711.254	111.054.884
Emeklilik Teknik Gider	-88.040.906	-73.346.142	-160.012.198	-115.523.398	-106.488.276
<b>Teknik Bölüm Dengesi - Emeklilik</b>	<b>-9.623.501</b>	<b>-12.312.434</b>	<b>-29.826.463</b>	<b>20.187.856</b>	<b>4.566.608</b>
<b>Genel Teknik Bölüm Dengesi</b>	<b>14.455.057</b>	<b>5.695.209</b>	<b>1.019.105</b>	<b>33.429.143</b>	<b>10.106.221</b>
Yatırım Gelirleri	29.269.318	24.928.329	41.623.543	29.459.852	33.304.505
Yatırım Giderleri	-11.455.014	-8.262.889	-10.519.182	-7.924.824	-5.835.963
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	2.835.446	2.198.249	9.150.921	-1.976.616	1.386.573
Donem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülük Karşılıkları	-8.554.608	-3.422.076	-10.529.592	-14.215.051	-6.971.562
<b>Dönem Net Karı veya Zararı</b>	<b>26.550.199</b>	<b>21.136.822</b>	<b>30.744.794</b>	<b>38.772.504</b>	<b>31.989.774</b>

### IV. DEĞERLENDİRME

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ( Ak Yatırım) konsorsiyum lideri olduğu AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin (AvivaSA veya Şirket) paylarının halka arzına yönelik olarak Alternatif Yatırım A.Ş.'nin (Alternatif Yatırım) hazırladığı ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlamış olduğu "Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Fiyat Tespit Raporu"nda, Şirket'in nihai piyasa değerine ulaşılırken aşağıdaki değerlendirme yöntemlerine göre hesaplama yapılmıştır.

#### i.F/K Çarpanı Yöntemi

- o Uluslararası Şirketler - F/K 2013 Çarpanı (Piyasa Değeri/31 Aralık 2013 tarihinde sona eren yıl itibariyle net dönem karı)
- o Uluslararası Şirketler - F/K 06/2014 Çarpanı (Piyasa Değeri/30 Haziran 2014 tarihinde sona eren altı aylık dönem itibariyle net dönem karı)
- o Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.(Anadolu Hayat) - F/K 2013 Çarpanı (Piyasa Değeri/31 Aralık 2013 tarihinde sona eren yıl itibariyle net dönem karı)
- o Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.(Anadolu Hayat) - F/K 06/2014 Çarpanı (Piyasa Değeri/30 Haziran 2014 tarihinde sona eren altı aylık dönem itibariyle net dönem karı)

#### ii.FV/EV(İçsel Değer(Embedded EV)) Çarpanı Yöntemi

- o F/EV Çarpanı (Piyasa Değeri/30 Haziran 2014 itibariyle MCEV)

ZİRAAT YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Levent Mah. Gölbaşı Sok. No: 22  
Etiler Pasajı Kat: 1 Beşiktaş/İST.  
Tic. Sic. No: 27090  
Yük. Sic. No: 998 0104594

### iii. Parçaların Toplamı (Sum Of the Parts "SOTP") Yöntemi.

- o Hayat Sigortası ve Ferdi Kaza Sigortası Branşları (BES dışı faaliyetler) için F/K Çarpanı Yöntemi ile Değerleme
- o Bireysel Emeklilik branşı için F/EV Çarpanı Yöntemi ile Değerleme

**Tablo 6. Alternatif Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu**

milyon TL	
F/K Çarpanı Yöntemi	1.550
F/EV (İçsel Değer "Embedded Value") Çarpanı Yöntemi	1.724
Parçaların Toplamı Yöntemi	2.603
<b>Ortalama Piyasa Değeri</b>	<b>1.959</b>
Nominal Sermaye Tutarı	35,78
<b>Ort. Piyasa Değerine Göre Hesaplan Hisse Birim Fiyatı (TL)</b>	<b>54,75</b>

Kaynak: Alternatif Yatırım Fiyat Tespit Raporu

AvivaSA Fiyat Tespit Raporu'nda, yukarıda sıralanan değerlendirme yöntemlerine göre 1.959 milyon TL piyasa değerine ve 54,75 TL pay birim fiyatına ulaşıldığı görülmektedir. Değerleme sonucunda Şirket için halka arz piyasa değeri aralığı 1.467-1.753 milyon TL olarak hesaplanmış olup, halka arz fiyat aralığı ise 41,00-49,00 TL olarak belirlenmiştir.

Ziraat Yatırım olarak yaptığımız değerlendirme çalışmasında F/K (Fiyat/Kazanç), PD/KS (Piyasa Değeri/Katılımcı Sayısı) ve PD/FT (Piyasa Değeri/Fon Tutarı) çarpanları kullanılmıştır. Benzer şirket olarak Borsa İstanbul'da işlem gören ve hayat ve emeklilik alanında faaliyet gösteren Anadolu Hayat A.Ş. baz alınmıştır. EGM'den alınan Anadolu Hayat verilerine göre Piyasa Değeri/Katılımcı Sayısı ve Piyasa Değeri/Fon Tutarı çarpan oranları bulunarak, AvivaSA piyasa değeri hesaplanmıştır.

- o **F/K (Fiyat Kazanç) Çarpanına Göre**
- o **Piyasa Değeri/Katılımcı Sayısı**
- o **Piyasa Değeri /Fon Tutarı**

Türkiye'de Bireysel Emeklilik alanında katılımcı sayısı sıralamasında AvivaSA 710.116 kişi ile üçüncü konumda bulunmaktadır. Katılımcıların fon tutarı sıralamasında ise AvivaSA ikinci konumdadır.

**Tablo 7. Katılımcı Sayısına Göre BES Şirketleri (24.10.2014)**

Emeklilik Şirketi	Katılımcı Sayısı	Katılımcıların Fon Tutarı (TL)	Katkı Payı Tutarı (TL)
Garanti Emeklilik ve Hayat	861.237	5.205.788.581	4.307.668.776
Anadolu Hayat Emeklilik	834.177	6.275.335.162	5.197.286.548
Avivasa Emeklilik ve Hayat	710.116	6.091.088.549	4.791.446.328
Allianz Yaşam ve Emeklilik	554.467	4.974.786.831	4.066.437.344
Vakıf Emeklilik	316.444	2.128.664.082	1.809.168.117
Diğer	1.604.231	7.446.615.998	6.462.760.561
<b>Sektör Toplamı</b>	<b>4.880.672</b>	<b>32.122.279.203</b>	<b>26.634.767.674</b>

Kaynak: EGM

**ZİRAAT YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Etiler Mah. Göksu Bulvarı No: 22  
Kat: 10 Beşiktaş/İST  
Büyük Mükellefler V.D. 098 510 4594

Tablo 8. Anadolu Hayat Çarpanlarına Göre AvivaSA Piyasa Değerinin Hesaplanması

Şirket Adı	F/K	PD/Katılımcı Sayısı	PD/Fon Tutarı
Anadolu Hayat	22,63	2.260,67	0,30
<b>AvivaSA Piyasa Değeri - TL</b>	<b>818.259.410</b>	<b>1.605.338.857</b>	<b>1.830.503.234</b>

Yöntem	Değer(TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
F/K'ya göre	818.259.410	10%	81.825.940,97
PD/Katılımcı Sayısı	1.605.338.857	45%	722.402.485,85
PD/Fon Tutarı	1.830.503.234	45%	823.726.455,34
<b>AvivaSA Piyasa Değeri</b>			<b>1.627.954.882</b>
<b>AvivaSA Hisse Başı Değer</b>			<b>45,50</b>

Alternatif Yatırım tarafından hazırlanan AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. fiyat tespit raporunun belirlenen yöntemler ve varsayımlar açısından net, anlaşılır ve uygun olduğunu düşünmekteyiz. Şirket için yapmış olduğumuz yukarıda yer alan değerlendirme çalışmasında 1.628 milyon TL piyasa değerine ve 45,50 TL pay başı değere ulaşılmaktadır. **Tarafımızca bulunan değerlerin, AvivaSA için açıklanan 1.467-1.753 milyon TL'lik halka arz piyasa değeri aralığı ve pay başına 41,00-49,00 TL'lik fiyat aralığı ile uyumlu olmasından dolayı halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.

**ZİRAAT YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
 Etiler Mah. Göksu Sok. No: 22  
 Beşiktaş Pasajı Kat: 11 Beşiktaş/İST  
 Büyük Müktefler No: 98 10 4594