

İş GYO

AL

Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 49%

Güncellenmiş makroekonomik varsayımlarımızı ve 9A24 gerçekleştirmelerini yansıtarak, İş GYO için hedef fiyatımızı hisse başına 28,49 olarak revize ederken, AL tavsiyemizi koruyoruz. Şirket'in 2025 ve 2026 yıllarında değerli ofis portföyü ve devam eden konut projeleri ile desteklenen güçlü gelir yaratma kapasitesini sürdürmesini bekliyoruz. Şirket'in net borç seviyesinde, 2Ç24'te Marmara Park Alışveriş Merkezi'nin satışından elde edilen nakit gelirin de katkısıyla hafif bir düşüş yaşanmasını, finansal borç seviyesinin kısmen azalmasını ve gelecek projeler için daha fazla borç finansmanı alanı yaratılmasını bekliyoruz. Ayrıca, İstanbul Finans Merkezi'nde (İFM) yer alan ve 2025 yılında tamamlanması beklenen ofis binasının kiraya verilmesinin Şirket'in kira geliri yaratma kabiliyetini artıracığına inanıyoruz. Ofis ve alışveriş merkezi portföyünün sağladığı güçlü kira geliri potansiyeli ile Şirket'in 2025 yılında yürürlüğe girecek olan GYO'lara yönelik yeni vergi düzenlemesine uyumunda herhangi bir güçlük yaşamasını öngörmüyoruz. Ayrıca, gayrimenkul varlıklarından elde edilen istikrarlı nakit akışı sayesinde Şirket'in önümüzdeki yıllarda potansiyel olarak temettü dağıtmak için iyi bir konumda olduğuna inanıyoruz. Şirket, geçmişteki %20'lik iskontosuna kıyasla net varlık değerine göre %53 iskonto ile işlem görmektedir.

Son Çeyrekte Öne Çıkan Gelişmeler

ISGYO, 3Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %208'lik önemli bir artışla 1.014mn TL gelir elde etmiştir. Bu büyüme temel olarak, çeyreklik gelirler 715mn TL (3Ç23: 45mn TL) katkı sağlayan Altunizade Litus projesinden elde edilen güçlü konut satış gelirlerinden kaynaklanmıştır. Kira gelirleri yıllık bazda %11 oranında artarak 253mn TL'ye ulaşırken, üst hakkı gelirleri yıllık bazda %22 oranında azalarak 42mn TL'ye gerilemiştir. Sonuç olarak, brüt kar marjı, 2024 yılında gerçekleşen konut satışlarının düşük kar marjının normalleşme etkisi nedeniyle 3Ç23'teki %75,8 seviyesinden 3Ç24'te %27'ye gerilemiştir. Faaliyet giderleri yıllık bazda %33 oranında artarak 72mn TL'ye yükselmiştir. Brüt kar marjındaki keskin düşüş FAVÖK büyümesini yıllık bazda sadece %4 ile sınırlarken, FAVÖK marjı %20,5'e gerilemiştir (3Ç23: %60,6). Net finansal giderlerin yıllık bazda %68 oranında artarak 647mn TL'ye yükselmesinin yanı sıra, net parasal gelirlerin geçen yılın aynı dönemindeki 1.191mn TL'ye kıyasla 3Ç24'te 448mn TL'ye gerilemesiyle şirket 3Ç24'te 260mn TL (3Ç23: -708mn TL) net zarar kaydetmiştir. Diğer taraftan, yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirme kazançlarının 125mn TL (3Ç23: -679mn TL) olarak gerçekleşmesi ve stok değer düşüklüğünün 3Ç23'teki 766mn TL'den 3Ç24'te 174mn TL'ye gerilemesi, net zarar rakamındaki yıllık düşüşün ana etkenleri olmuştur.

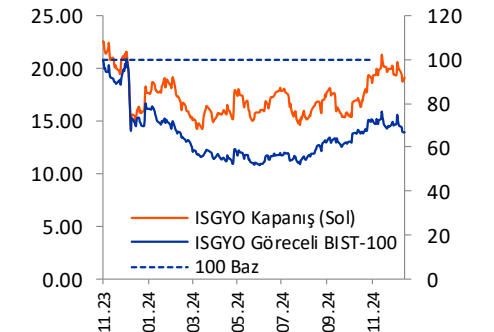
3Ç24'te gelirler bir önceki çeyreğe kıyasla %18 oranında azalmıştır. Konut satış gelirleri %26 oranında düşerken, kira gelirleri %10 oranında artış göstermiştir. Konut satışlarındaki düşüşe paralel olarak faaliyet giderleri 2Ç24'e kıyasla %11 azalmasına rağmen FAVÖK 3Ç24'te %36 düşmüştür. Net finansal giderler ve net parasal kazançlar bir önceki çeyreğe göre sırasıyla %15 ve %72 oranında artmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerden 2Ç24'te elde edilen 2.145mn TL tutarındaki yeniden değerlendirme kazancı, net kar rakamlarındaki çeyreklik fark üzerinde en büyük etkiye sahip olmuştur.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	19.13
12 Aylık Hedef Fiyat*	28.49
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	27.05
Piyasa Değeri (mn)	18,341
Halka Açık PD (mn)	7,195
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	959
Takas Saklama Oranı (%)	39
Yabancı Oranı (%)	11

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-10.3	2.0	28.0
ABD \$	-11.8	2.0	7.9
BIST-100 Relatif	-12.5	-0.5	-4.1

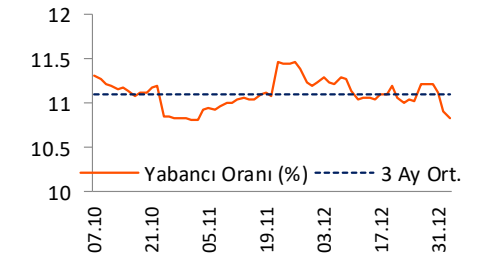
Çarpanlar (\$)	2023	2024	2025
F/K	4.0	7.8	16.8
PD/DD	0.5	0.4	0.4
FD/FAVÖK	21.5	24.1	17.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 0.00 0.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 10.83



Buğra Tanes

btanes@isyatirim.com.tr

+90 212 350 27 12

İŞ GYO

Ortaklık Yapısı (%)		Faaliyet Konusu
Türkiye İş Bankası A.Ş.	52.06	Gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak.
Diğer	40.9	
Anadolu Hayat Emeklilik AŞ	7.04	

Gelir Tablosu (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Bilanço (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	2,099	1,811	3,464	3,121	3,709	Dönen Varlıklar	4,798	5,998	5,978	6,038	6,365
Brüt Kar (Zarar)	1,171	1,349	1,319	1,731	2,226	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,967	923	2,239	2,487	2,729
Operasyonel Giderler	-193	-261	-346	-359	-426	Ticari Alacaklar	344	339	302	272	323
Esas Faaliyet Karı	978	1,087	973	1,372	1,800	Stoklar	469	3,605	3,243	3,089	3,128
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	12,397	5,540	4,231	2,188	1,516	Diğer Dönen Varlıklar	1,017	1,131	195	190	185
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	2	7	7	8	9	Duran Varlıklar	38,064	41,911	42,465	43,811	44,894
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0	Maddi Duran Varlıklar	33,236	35,688	38,168	39,685	40,684
Net Finansman Gelir (Gideri)	-949	-2,110	-2,874	-1,990	-1,599	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8	11	13	16	19
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	12,428	4,525	2,337	1,578	1,725	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	4,797	6,179	4,235	4,062	4,138
Vergi Giderleri (Gelirleri)	0	0	0	-473	-173	Toplam Varlıklar	42,862	47,909	48,443	49,849	51,258
Net Kar	12,428	4,525	2,337	1,105	1,553	Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,332	5,320	2,862	2,574	2,625
Düzeltilmiş Net Kar	12,428	4,525	2,337	1,105	1,553	Finansal Borçlar	8,092	3,578	2,251	2,144	2,171
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	978	1,087	973	1,846	1,972	Ticari Borçlar	44	349	97	63	67
FAVÖK	990	1,101	984	1,384	1,812	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	196	1,393	514	367	387
Büyüme & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	21	3,526	2,438	3,176	3,086
Büyümler						Finansal Borçlar	0	3,506	2,418	3,156	3,065
Net Satışlar	-	-13.7%	91.2%	-9.9%	18.8%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21	20	19	20	21
Faaliyet Karı	-	11%	-11%	41%	31%	Özkaynaklar	34,509	39,063	43,144	44,099	45,548
FAVÖK	-	11%	-11%	41%	31%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	34,509	39,063	43,144	44,099	45,548
Net Kar	-	-64%	-48%	-53%	41%	Rezerv ve Diğer Kalemler	20,696	33,153	39,848	42,233	43,353
Operasyonel Performans						Dönem Net Karı (Zararı)	12,428	4,525	2,337	1,105	1,553
Brüt Marj	55.8%	74.4%	38.1%	55.5%	60.0%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Faaliyet Kar Marjı	46.6%	60.0%	28.1%	44.0%	48.5%	Toplam Kaynaklar	42,862	47,909	48,443	49,849	51,258
FAVÖK Marjı	47.2%	60.8%	28.4%	44.3%	48.8%	Nakit Akım (m n ₺)					
Efektif Vergi Oranı	0.0%	0.0%	0.0%	23.8%	6.7%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	145	-494	-3,859	-1,239	-129
Net Kar Marjı	-	-	67.5%	35.4%	41.9%	Düzeltilme Öncesi Kar	12,428	4,525	2,337	1,105	1,553
Özkaynak Karlılığı	-	12.3%	5.7%	2.5%	3.5%	Amortisman & İtfa Payları	-12	-13	-11	-12	-12
Aktif Karlılığı	-	10.0%	4.9%	2.2%	3.1%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-874	26	-797	-575	-611
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	2.5%	2.1%	3.9%	4.1%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	6.9%	-27.3%	-	-39.7%	-3.5%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-3,457	-8,242	-1,559	-1,916	-1,168
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-	-	-	-	-35.0%	Sabit Sermaye Yatırımları	-3,139	-7,882	-1,566	-1,925	-1,176
Rasyo Analizi	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-318	-360	7	8	9
Düzeltilmiş F / K (x)	1.5	4.1	8.0	17.0	12.1	Serbest Nakit Akım	-3,312	-8,736	-5,418	-3,156	-1,297
FD / FAVÖK (x)	24.6	22.1	24.7	17.6	13.4	Finansman Faal. Kay.Nakit	-724	-2,862	-5,288	-1,360	-1,663
FD / Satışlar (x)	11.6	13.4	7.0	7.8	6.6	Finansal Borçlardaki Değişim	0	-1,008	-2,414	631	-64
PD / Defter Değeri (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Hisse Başı Kazanç (₺)	12.43	4.52	2.34	1.10	1.55	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-16157	-16,399	-20607	-8,974	-6,247
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	Net Nakit Değişimi	-	-2,085	1,640	711	630
Temettü Verimi	0.0%	0%	0%	0%	0.0%						
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	3,802	4,673	1,195	1,636	1,316						
Net Borç / FAVÖK (x)	3.84	4.24	1.21	1.18	0.73						
Net Borç / Özsermaye (x)	0.11	0.12	0.03	0.04	0.03						

Kaynak: İş Yatırım

Not: Rasyolar dolar bazında hesaplanmıştır.

Not: Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenabilir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

Net borcun hafifçe azalması beklenmektedir. Net borç 2Ç24'teki 3,484mn TL'den 3Ç24'te 3,824mn TL'ye yükselmiştir. Her ne kadar 2Ç'den 3Ç'ye geçerken net borç yüksek kalmaya devam etse de, Ekim ayında 3 milyar TL tutar karşılığı tamamlanan Marmara Park AVM satışından elde edilen gelirin ardından net borcun belirli bir oranda azalmasını bekliyoruz. İleriye baktığımızda, geliştirilmekte olan projeler göz önüne alındığında, borç azaltma şirketin birincil hedefi değildir. Daha ziyade, makul bir borç seviyesini koruyarak projeleri tamamlamaya odaklanmaktadır. Bu bağlamda, şirketin mevcut borç pozisyonu hakkında endişe duymuyoruz. Şirketin 4Ç24'te ilk kez 100mn TL tutarında kira sertifikası ihraç ettiğini ve alternatif finansman araçlarını da kullandığını hatırlatalım. Yeni konut projelerinden elde edilen gelirin yanı sıra, yüksek değerli ofis ve alışveriş merkezi portföyünden tekrarlayan kira geliri elde etme kapasitesinin, borç geri ödeme performansına ilişkin riskleri dengeleyeceğini düşünüyoruz.

Güçlü proje stoğu gelirleri desteklemeye devam ediyor. Konut satış gelirleri 3Ç24 itibariyle 1.781mn TL'ye ulaşmış olup, bu gelirler temel olarak teslim aşamasında olan Altunizade Litus projesinden kaynaklanmaktadır. 3Ç24 itibariyle, projedeki 98 ünitenin 50'sinden fazlası satılmış, 38 ünite ise teslim edilmiştir. Teslimatların 2025 yılında da devam etmesi ve satışlara katkısının sürmesi beklenmektedir. Bu arada, Şirket'in Çekmeköy'deki Kasaba Modern projesinde inşaat faaliyetleri devam etmekte olup, konutlar için ön satışlar başlamıştır. Üst gelir segmentini hedefleyen ve 165 villadan oluşan proje etaplar halinde geliştirilecek olup, Teslimatların 2026 yılının ikinci yarısında başlaması beklenmektedir. İş GYO bu projede %44 paya sahiptir. Şirket'in gelecekteki bir diğer konut projesi, daha önce Profilo Alışveriş Merkezi'nin bulunduğu Şişli arazisi için planlanmaktadır. Proje 200 üniteden oluşacak ve arsa karşılığı gelir paylaşımı modeli ile geliştirilecek olup, İş GYO'nun minimum gelir beklentisi 65mn dolar'dır. İnşaat henüz başlamamıştır. Şirket ruhsat izninin verilmesini beklemektedir.

Şirket ayrıca, İstanbul'da Balmumcu arazisi üzerinde, toplam 5.500 m²'lik bir alana yayılan yaklaşık 70 konutluk bir konut projesi geliştirmeyi planlamaktadır. Konutlar ağırlıklı olarak 2+1 ve 1+1 tipinde olacaktır. Projenin inşaatına 2025 yılında başlanması hedeflenmektedir. Son olarak Şirket, İstanbul Tuzla'da 1.110 bağımsız birimden oluşan büyük ölçekli bir konut projesi için hazırlıklarını sürdürmektedir. Proje için tüm izinler alınmıştır. Bununla birlikte, Şirket makroekonomik koşulları takip etmekte ve uygun talep koşulları oluştuğunda inşaaata başlamayı planlamaktadır.

Kira geliri üretimi güçlü seyrini sürdürüyor. Kira gelirleri, İş Kuleleri Kompleksi, Tuzla'daki Teknoloji Merkezi (TUTOM) ve Kanyon Alışveriş Merkezi gibi önemli varlıklardaki yüksek doluluk oranlarıyla desteklenerek 3Ç24 itibariyle Şirket'in tekrar eden gelirlerinin önemli bir itici gücü olmaya devam etmiştir. Portföyünü daha da güçlendirmek için Şirket, Marmara Park Alışveriş Merkezi'nin 4Ç24'teki satışından elde edilen nakit gelirin 900mn TL'lik kısmını yeniden yatırıma dönüştürmüştür. Şirket, İş Bankası'nın İstanbul şubesinin bulunduğu İş Kuleleri Kompleksi'nin bağımsız bir bölümünü satın almış ve İş Bankası ile yıllık 50mn TL değerinde kira sözleşmesi imzalamıştır. Bu stratejik hamle, Marmara Park AVM'nin satışı nedeniyle kaybedilen yüksek kira gelirini (3Ç24: 194mn TL) kısmen telafi etmiştir.

Şirket, 3Ç24'te sona eren dokuz aylık dönemde yaklaşık 952mn TL kira geliri elde etmiştir. Son olarak, İstanbul Finans Merkezi'ndeki (İFM) Ofis binasının 2025 yılında kiralanarak gelir üretmeye başlaması beklenmektedir. Her ne kadar 2025 yılında %55 doluluk oranı gibi daha temkinli bir tahminde bulunsak da, tam kapasiteye ulaştığında bu varlığın kira gelirlerini önemli ölçüde artırmasını ve tahmin dönemimiz boyunca toplam kira gelirlerinin ortalama % 21'ini oluşturmasını bekliyoruz.

Parasal gevşeme döngüsünün başlaması bir katalizör olabilir: TCMB'nin 2025 yılında faiz oranlarını düşürmeye devam etmesi halinde, konut projelerine olan talebin hızlanması muhtemeldir ve bu da konut projelerinde doğru zamanda satışların başlamasıyla şirket, için gelirlerini artırmasını sağlayacak potansiyel bir katalizör işlevi görebilir.

Yeni Vergi Düzenlemesinin Etkisi: 2025'te yürürlüğe girecek yeni GYO vergi düzenlemesi ile GYO'ların %30 kurumlar vergisi ödemesi gerekecektir. Ancak şirketlerin dağıtılabilir gelirlerinin %50'sini kâr payı olarak dağıtmaları halinde kurumlar vergisi oranı %10'a düşecektir. İş GYO, gelecekteki temettü ödemelerini öngörmek için önemli olan ve düzenli kira geliri yaratan güçlü bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. Bununla birlikte, şirketin yüksek net borç pozisyonu faiz oranı riski yaratmakta ve bu da faiz maliyetlerini yönetmek için nakit pozisyonunun artırılmasına odaklanılmasına neden olmaktadır. Zaman içinde, bu finansal baskılar hafifledikçe, İş GYO, kira geliri ve planlanan konut projelerinin katkısı ile daha sık temettü ödemeye başlayabilir.

Değerleme

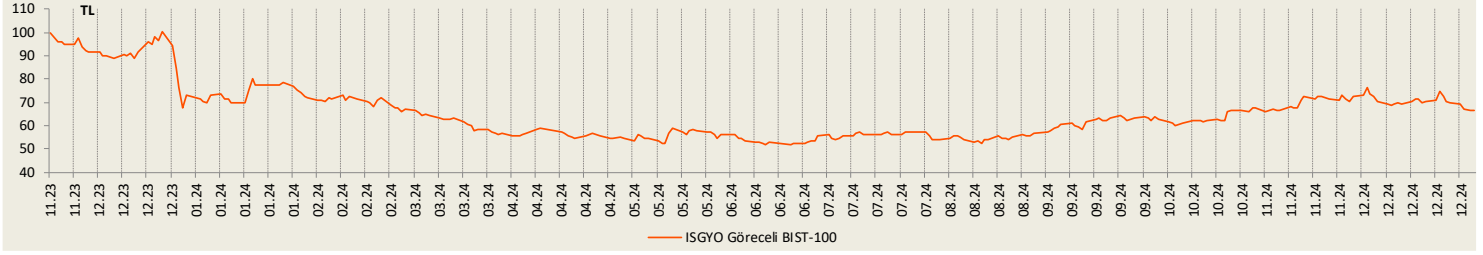
Değerlememizde, kiralık varlıkların ve konut projelerinin gelecekteki nakit yaratımını doğru bir şekilde yansıtmak amacıyla, indirgenmiş nakit akışı (İNA) yöntemini kullanarak her bir varlığı ayrı ayrı toplamın parçaları (SOTP) olarak dahil ettik. Mevcut varlıklara ek olarak, Şirket'in yeni projeleri olan Balmumcu Konut projesi, Profilo AVM'nin yerine inşa edilecek konut projesi ve Kasaba Modern projesini de DCF analizi ile değerlememize dahil ettik. Öte yandan, Ömerli ve Levent Arsaları'na ek olarak Tuzla konut projesini de henüz başlangıç aşamasında olduğu için ekspertiz değeri ile modelimize dahil ettik. Projeksiyon dönemi için on yıllık ortalama TL bazlı risksiz faiz oranını %18 ve özkaynak risk primini %6 varsayarak on yıllık ortalama AOSM'yi %24 olarak hesapladık. Ayrıca projeksiyon dönemi için nakit akışı yaratımında %10 terminal büyüme varsaydık. Değerlememizde, şirketin 3Ç24 itibarıyla 3,824mn TL olan net borç pozisyonunu çıkardıktan sonra elde ettiğimiz bir yıllık hedef NAD'a %30 net aktif değer iskontosu uyguladık ve %49 yukarı yönlü potansiyele işaret eden 28,49 TL hedef fiyatımıza ulaştık. İş GYO güncel olarak net aktif değerine göre %53 iskonto ile işlem görürken, tarihsel ortalama iskontosu %20'dir.

Değerleme Tablosu

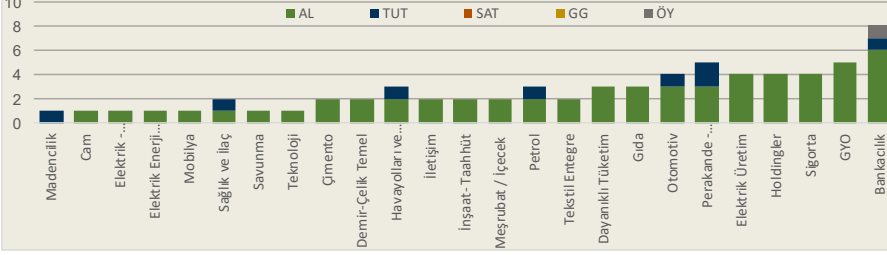
Değerleme Methodu		İş GYO'ya Atfedilen Değer
Kiralık Gayrimenkuller		22,490
TUTOM	İNA	7,813
İş Kuleleri Kompleksi	İNA	3,128
Ankara İş Kulesi	İNA	330
Maslak Binası	İNA	139
Office Lamartine	İNA	394
İstanbul Finans Merkezi	İNA	5,055
Kanyon AVM	İNA	4,366
Ege Perla AVM	İNA	285
Marmaris Mallmarine	İNA	120
Marmarapark Mall	İNA	96
İstanbul Şubesi	İNA	737
Tuzla Perakende	İNA	27
Geliştirilmekte Olan Projeler		1,082
Ege Perla - Residential	İNA	-
Kartal Manzara Adalar - Residential	İNA	212
Litus Altunizade - Residential	İNA	870
Gelecek Projeler		6,465
Kasaba Modern	İNA	1,621
Tuzla Konut Projesi	Ekspertiz Değeri	2,650
Balmumcu Konut Projesi	İNA	248
Profilo Konut Projesi	İNA	1,945
Binalar	Appraisal Value	-
Arsalar	Appraisal Value	177
Operasyonel Giderler		- 4,245
Toplam Şirket Değeri (mn TL)		25,970
Net Borç-Nakit 3Ç23 itibarıyla		- 3,824
Hedef NAD		29,011
NAD İskontosu		30%
Hedef Piyasa Değeri		27,313.55
Hedef Fiyat (TL)		28.49
Cari Fiyat		19.13
Artış Potansiyeli		49%

İş GYO

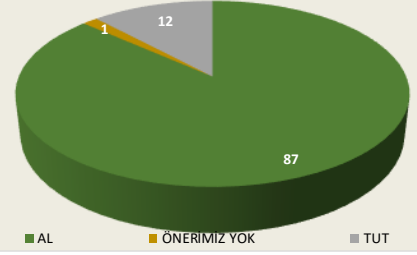
Göreceli Getiri / Öneriler



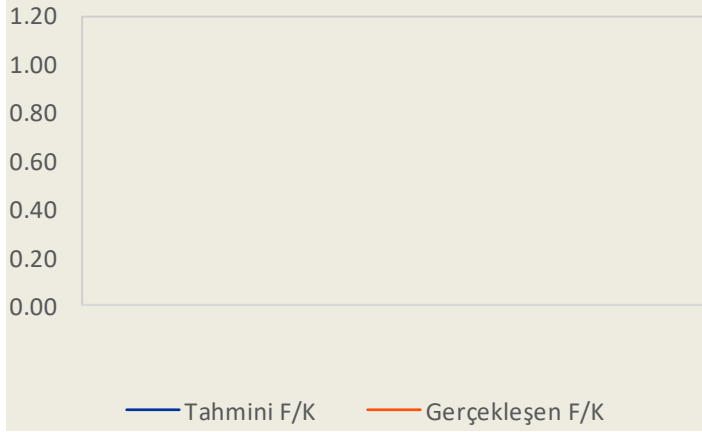
Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.