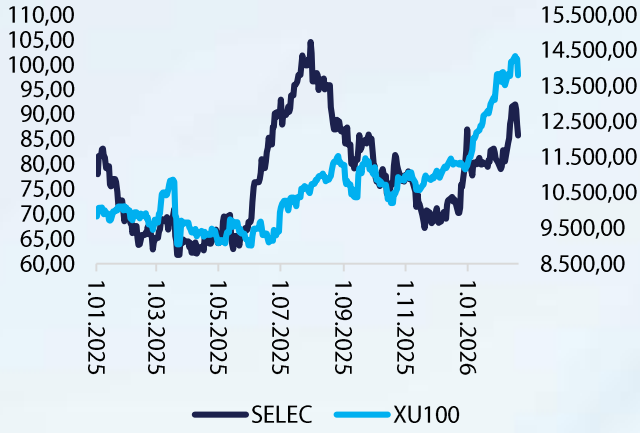


Son Fiyat	85,80
Piyasa Değeri (mİn TL)	53.282
Piyasa Değeri (mİn \$)	1.220
HEDEF FİYAT	140,00
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	63,17%
F/K	0,00
FD/FAVÖK	10,55
PD/DD	1,78
Hisse Sayısı (mİn lot)	621
FDPO (%)	14,91
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	121



ORTAKLIK YAPISI	%
Selçuk Ecza Holding	82,42
Diğer	17,58

SELEC	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-2,50	7,18	30,14
Getiri (\$)	-2,55	5,74	7,86
Getiri (XU100-Rölatif)	0,70	-1,10	-11,24

	2025T	2026T	2027T
Hasılat	235.791.000.000	303.024.630.000	395.980.768.500
FAVÖK	10.846.386.000	14.242.157.610	19.007.076.888
%	4,6%	4,7%	4,8%

Selçuk Ecza Deposu - AL – 140 TL

Güven, denge, istikrar!

Açık tecrübe, reel faaliyetler. 1958 yılında Konya’da küçük bir ecza deposu olarak temelleri atılan Selçuk Ecza, bugün Türkiye ilaç dağıtım sektörünün en köklü ve belirleyici aktörüne dönüşmüştür. "Güven, Denge, İstikrar" mottosu, sadece bir slogan değil, şirketin kriz yönetimi ve büyüme stratejisinin temel felsefesi haline gelmiştir. **Şirket, faaliyet gösterdiği alanda %40’lık pazar payı ile lider konumda yer almaktadır.**

Şirket artık pazar payını korumaya yönelecek. Önceki yıllarda karmaşık DADS seyri ve ilaç taleplerine dair belirsizlikler nedeniyle şirket agresif şirketlere alan açarak büyümesini dengelemiş, pazar kaybetmişti. 2026 yılı itibarıyla **%40 üzerine çıkacak şekilde bir pazar payı yönetişimi bekliyoruz.** Bu durum beklenenden daha güçlü 2026 ve sonrasında gelir çerçevesine neden olabilir.

DADS’a yönelik yapılan zam yetersiz kaldı. Dönemsel avro kuruna yönelik yapılan **%16,4’lük** Aralık ayında gerçekleştirilen zam, şirketlerin istediği gibi gelmedi. Ayrıca, Avro ile arasındaki uzaklık **%100’ün üzerine daha belirgin şekilde çıkmış oldu.**

Yeni bir zam beklentimiz var. Bileşikte yıllık enflasyonun üzerine çıkaracak şekilde Şubat ayı içerisinde bir DADS’a yönelik zam bekliyoruz. Bu durum şirketlerin daha belirgin operasyonel karlılık elde etmesini sağlayacaktır. **Başta SELEC olmak üzere ilaç sektöründe yer alan şirketleri pozitif etkileyecektir.**

Bileşik %10 bandında büyüme hedefliyoruz. Şirketin, güçlü pazar konumu ve sürdürülebilir gelir formatı çerçevesinde **bileşik %10** büyüyeceğini değerlendiriyoruz. FAVÖK marjları nezdinde ise **%4,6** seviyesinden 2031 yılında **%5,1’e ulaşacağını hesaplıyoruz.** Burada promosyonlu ürünlerde büyüme hızının yüksek seyri, irtiyat tarafının potansiyel pazar oluşu gelirlerin karlılığa yansımalarını destekliyor.

4. çeyrek finansalları yayınlandı. SELEC nezdinde finansalları açıkça olumlu değerlendiriyoruz. İlaveten finansal sonrası 17 Nisan’da ödenmesi planlanmak üzere brüt 0,44 TL temettü dağıtımını ayrıca olumlu buluyoruz. 2026 ve sonrasında sürdürülebilir karlılık ve pazar payında liderliği pekiştirme çabalarının daha da pozitif ayrıştırmasını bekleyebiliriz.

Bu veriler çerçevesinde SELEC’in nezdinde 140 TL hedef fiyat ile AL tavsiyesini başlatıyoruz.

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz.

SEKTÖR ANALİZİ

1- Ekosistem

Türkiye ilaç pazarı, üreticiden son kullanıcıya uzanan zincirde "Ecza Depoları"nın merkezi bir rol üstlendiği, çok katmanlı ancak sıkı kurallarla belirlenmiş bir yapıya sahiptir.

Tedarik Zinciri: Sistem temel olarak şu akışla işler:

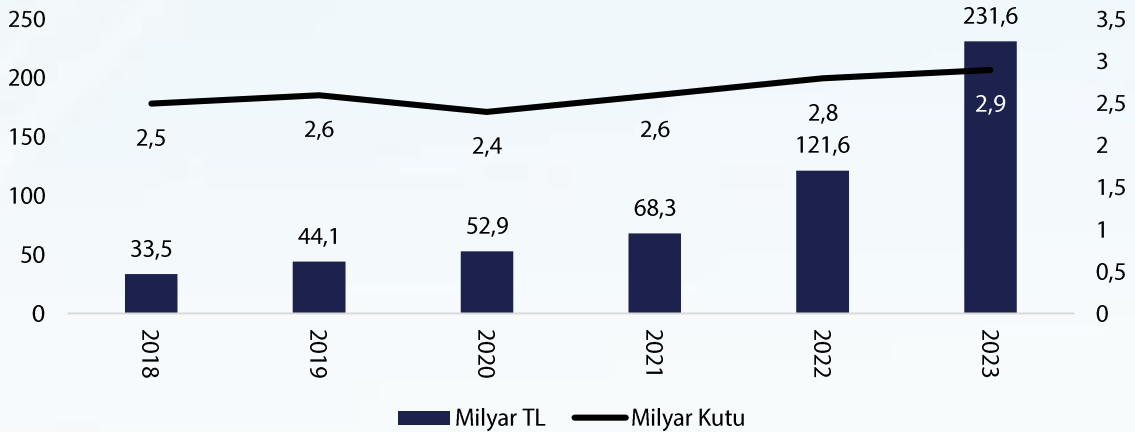
İlaç Firmaları (Tedarikçiler) -> Ecza Depoları -> Eczaneler -> Son Kullanıcı (Hasta/SGK).

Üretici firmalar, lojistik maliyetleri ve tahsilat riskini yönetmek adına doğrudan eczanelere satış yapmazlar. Bunun yerine dağıtım, finansmanı ve lojistiği üstlenen ecza depolarını kullanırlar. Bu durum, ecza depolarını sistemin "vazgeçilmez köprüsü" haline getirir. Türkiye ilaç pazarı, küresel ölçekte hacimsel olarak ilk 20-25 ülke arasında yer almakta olup, gelişmekte olan pazarlar kategorisinde değerlendirilmektedir.

Grafik-1: İlaç Pazarı Büyüklükleri (IQVIA, milyar avro, 2022)



Grafik-2: Türkiye İlaç Pazarı Büyüklüğü (IQVIA, TL, 2023)



2- Regülasyonlar ve Fiyatlandırma Mekanizması

Sektörün en belirleyici özelliği, serbest piyasa koşullarının değil, devlet regülasyonlarının hakim olmasıdır. Karlılık ve fiyatlandırma tamamen kamu otoritesi tarafından kontrol edilir.

Referans Fiyat Sistemi: İlaç fiyatları belirlenirken Avrupa Birliği'ndeki 5 kaynak ülke (Fransa, Yunanistan, İtalya, İspanya, Portekiz) referans alınır. Bu ülkelerdeki en düşük fabrika satış fiyatı baz kabul edilir.

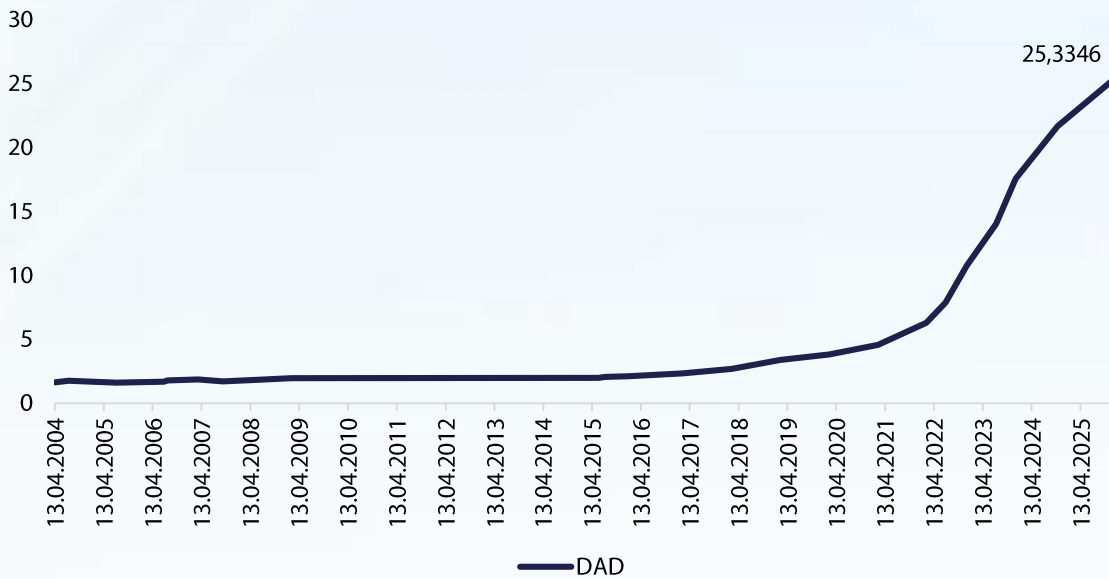
Dönemsel Avro Değeri (DAD): Referans alınan fiyat, piyasadaki güncel döviz kuruyla değil, her yıl Fiyat Değerlendirme Komisyonu tarafından belirlenen sabit bir Avro kuru (DAD) üzerinden TL'ye çevrilir. Bu durum, sektörün döviz bazlı maliyet baskısı altında kalmasına neden olabilir.

Regresif (Ters Orantılı) Kar Marjı: Ecza depolarının ve eczanelerin kar oranları devlet tarafından belirlenen baremlere tabidir. İlacın fiyatı yükseldikçe, depocunun ve eczacının kar oranı yüzdesel olarak azalır.

Tablo-1: DADS Düzenlemesi

Depocuya Satış Fiyatı= Referans Fiyatlama x Dönemsel Avro Değeri x Referans Fiyat Faktörü			
Eş Değeri Olmayan Referans İlaçlar	Kaynak ülkelerdeki en düşük depocuya satış fiyatı (DFS) esas alınır	Referans avro fiyatı, dönemsel avro değeri ile çarpılarak TL'ye çevrilir	%100
Eş Değeri Olan Referans İlaçlar ve Eş Değer İlaçlar			%60
Fiyat Korumalı İlaçlar			%80

Grafik-4: DAD (TL, Güncel)



Tablo-2: Depocu Kar Oranları

DSF	Depocu Karı (%)
328 TL'ye kadar	8
329-657 TL	6
658 TL+	3

Tablo-3: SGK Geri Ödeme Prosedürü

Geri Ödeme Fiyatı= Perakende Fiyatı x Kamu Kurum İskontosu => Geri Ödeme Fiyatında Üst Limit

İlaç Dağıtımı, ayın ilk 15 gününde yapılır. İlaç dağıtımı yapılan ayın takip eden bir sonraki ay itibariyle ilk 15 günde başvuru SGK'ya yapılır. Başvuru yapılan ayın 15.gününden itibaren 60 gün içerisinde ödeme gerçekleştirilir.

	Referans		Eşdeğer	Fiyat Korumalı Ürün		
	Eşdeğer Yok	Eşdeğer Var		İmalat	Referans Var	Referans Yok
DSF < 31,61				%0		
31,62 < DSF < 60,51	%10	%10	%10	%0		
60,52 < DSF < 91,16	%31	%18	%18	%10		
91,17 < DSF	%41	%28	%28	%28	%28	%40

- Geri ödeme kapsamında, her bir eşdeğer grupta bulunan ilaçlar, o gruptaki en ucuz birim fiyatın %5 fazlasına kadar ödeme almaktadır.
- Kamu ilaç alımlarında ilaç firmaları ve eczaneler tarafından iskonto uygulanmaktadır.
- Kamu ilaç alımlarında uygulanan eczane iskonto oranları, KDV hariç eczane satış hasılatı dikkate alınarak belirlenmektedir.

3- Rekabet Ortamı ve Giriş Engelleri

Türkiye ilaç dağıtım sektörü, yapısı gereği Oligopolistik bir pazar görünümündedir.

Yüksek Giriş Bariyerleri: Sektöre yeni bir oyuncunun girmesi oldukça zordur. Bunun nedenleri:

Ölçek Ekonomisi Zorunluluğu: Düşük kar marjları (%3-%8 arası) nedeniyle, kar edebilmek için devasa hacimlerde işlem yapmak gerekir.

Yüksek İşletme Sermayesi: İlaç alımlarının finansmanı ve eczanelere sunulan vadeler, milyarlarca liralık nakit akışı yönetimi gerektirir.

Lojistik Altyapı: Türkiye'nin her noktasına günlük sevkiyat yapabilmek için çok güçlü bir depo ve araç filosu şarttır.

Konsolidasyon: Pazarda lisanslı birçok depo bulunsa da, pazarın %70-80'i iki büyük oyuncu tarafından domine edilmektedir. Bu durum, büyük oyunculara üreticiler karşısında pazarlık gücü sağlar.

4- Müşteri Yapısı: Eczaneler

Sektörün ana müşterisi olan eczaneler, kendine has yasal statüleri ile dağıtım kanallarını şekillendirir.

Zincir Yasağı: Türkiye'de mevzuat gereği eczane zincirleri (ABD'deki CVS veya İngiltere'deki Boots gibi) kurulamaz. Eczaneler sadece eczacılar tarafından açılabilir ve işletilebilir.

Dağınık Yapı: Yaklaşık 30.000 bağımsız eczane noktası bulunmaktadır. Bu dağınık yapı, ecza depolarının lojistik ağıнын önemini artırır.

Finansal Bağımlılık: Eczaneler, SGK'dan geri ödemelerini belirli bir vadede (ortalama 60-90 gün) alırlar. Bu süre zarfında ilaç almaya devam edebilmek için ecza depolarının sunduğu vadeli satış imkanlarına ihtiyaç duyarlar. Ecza depoları, bir nevi eczanelerin finansörü konumundadır.

5- Büyüme Dinamikleri ve Riskler

Sektörün geleceğini şekillendiren ana faktörler demografik ve ekonomik unsurlardır.

Fırsatlar:

- **Yaşlanan Nüfus:** Türkiye nüfusu yaşlanmakta, bu da kronik hastalıkların ve ilaç kullanımının artmasına neden olmaktadır.
- **Sağlığa Erişim:** Genel Sağlık Sigortası (GSS) kapsamının genişliği ve yeni açılan Şehir Hastaneleri, ilaca erişimi ve tüketimi artırmaktadır.
- **Ortalama Yaşam Süresi:** Yaşam süresinin uzaması, kişi başı sağlık harcamasını yukarı çekmektedir.

Risk Faktörleri:

- **Kamu Maliyesi Baskısı:** İlaçın en büyük alıcısı devlet (SGK) olduğu için, bütçe kısıtlamaları ilaç fiyatlarını ve geri ödeme koşullarını baskılamaktadır.
- **Kur Riski:** İlaç hammaddesinin ve bitmiş ürünlerin büyük kısmı ithaldir. DAD (sabit kur) ile reel kur arasındaki makasın açılması, ilaç bulunurluğunda sıkıntılara yol açabilir.

6- İlaç Dışı Ürünler (İtriyat) Pazarı

Son yıllarda sektör oyuncularını, düşük ilaç marjlarını dengelemek için "İtriyat" (Kozmetik, gıda takviyesi, mama, medikal malzeme) pazarına yönelmiştir.

Serbest Fiyatlandırma: İlaçın aksine bu ürünlerde fiyat ve kar marjı kısıtlaması yoktur.

Yüksek Karlılık: İlaç dağıtımında brüt kar marjı %7-8 bandındayken, itriyat ürünlerinde bu oran %10-15 bandına çıkabilmektedir.

Lojistik Sinergi: Mevcut ilaç dağıtım ağı kullanılarak ekstra maliyet yaratmadan bu ürünlerin dağıtılması, depolar için önemli bir verimlilik kaynağıdır.

Özetle; Türkiye İlaç Dağıtım Sektörü, devlet regülasyonlarının belirleyici olduğu, yüksek hacim ve düşük kar marjı prensibiyle çalışan, giriş bariyerlerinin yüksek olduğu ve demografik trendlerle büyüme potansiyeli taşıyan defansif bir sektördür.

ŞİRKET ANALİZİ VE GELECEĞE YÖNELİK BEKLENTİLER

1958 yılında Konya’da küçük bir ecza deposu olarak temelleri atılan Selçuk Ecza, bugün Türkiye ilaç dağıtım sektörünün en köklü ve belirleyici aktörüne dönüşmüştür. Şirketin büyüme hikayesi, yerel bir işletmeden ulusal bir deve, oradan da halka açık kurumsal bir yapıya evrilmenin öyküsüdür. "**Güven, Denge, İstikrar**" mottosu, sadece bir slogan değil, şirketin kriz yönetimi ve büyüme stratejisinin temel felsefesi haline gelmiştir. 2006 yılında Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasıyla şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerini pekiştiren şirket, ana ortağı Selçuk Ecza Holding aracılığıyla yönetsel istikrarını korumaktadır.

Türkiye ilaç pazarı, yapısı gereği yüksek giriş bariyerlerine sahiptir. Düşük kar marjları, devasa işletme sermayesi ihtiyacı ve güçlü lojistik altyapı zorunluluğu, sektörü doğal bir oligopole dönüştürmüştür. Bu ortamda Selçuk Ecza, **%40 civarındaki pazar payı** ile en yakın rakibinin açık ara önünde, sektör lideri konumundadır. Bu liderlik, şirkete tedarikçiler nezdinde yüksek pazarlık gücü, eczaneler nezdinde ise vazgeçilmez bir iş ortağı statüsü kazandırmaktadır.

Şirketin en büyük gücü, "**ürünü doğru zamanda, doğru yere ulaştırma**" yeteneğidir. Türkiye’nin coğrafi büyüklüğü ve eczanelerin dağınık yapısı göz önüne alındığında, 112 depo, 2.390 araç ve 6.150’den fazla personelden oluşan ağ, stratejik bir varlıktır. Bu ağ sayesinde şirket, metropollerden en ücra kasabalara kadar soğuk zincir gerektiren aşilar dahil her türlü ilacı güvenle taşıyabilmektedir. Lojistik operasyon, sadece nakliye değil, aynı zamanda stok yönetimi teknolojileriyle desteklenen, hatayı minimize eden bir sistem üzerine kuruludur.

Selçuk Ecza’nın iş modeli, sadece kutu taşıyıcılığı ile sınırlı değildir. Türkiye’deki eczane sistemi, zincirleşmenin yasak olduğu, her biri bireysel işletme olan yaklaşık 30.000 noktadan oluşur. Bu eczanelerin çoğu, devletten (SGK) geri ödeme almak için belirli bir vade beklemek zorundadır. Selçuk Ecza, eczanelere sağladığı vadeli satış imkanlarıyla, bir nevi sektörün finansman yükünü sırtlanmakta ve eczanelerin nakit akışını yönetmelerine olanak tanımaktadır. Eczanelerin genellikle birden fazla depo ile çalışmasının nedeni de bu risk ve tedarik dengesini koruma ihtiyacıdır; ancak Selçuk Ecza, yaygın ağı ve finansal gücüyle genellikle "ana tedarikçi" konumundadır.

Şirketin faaliyet gösterdiği zemin, devlet tarafından sıkı kurallarla çizilmiştir. İlaç fiyatlandırması serbest piyasa koşullarına değil, "**Referans Fiyat Sistemi**"ne tabidir. Sağlık Bakanlığı, AB ülkeleri (Fransa, Yunanistan, İspanya, Portekiz, İtalya) arasındaki en düşük fabrika satış fiyatını baz alır ve bunu her yıl güncellenen sabit bir kur (**Dönemsel Avro Değeri - DAD**) ile TL’ye çevirir. Bu durum, ilacın fiyatının baskılandığı bir ortam yaratır.

Buna ek olarak, ecza depolarının kar marjları "ters orantılı (regresif)" bir sistemle belirlenir. İlacın fiyatı arttıkça, devletin depoya tanıdığı **kar oranı yüzdesel olarak azalır** (%8, %6, %3 baremleri). Bu mekanizma, Selçuk Ecza gibi şirketleri "değerden" ziyade "hacme" odaklanmaya zorlar. Yani şirket, karlılığını korumak için sürekli olarak daha fazla kutu satmak ve operasyonel verimliliğini artırmak zorundadır.

İlaç dağıtımındaki sıkı kar marjı baskısını dengelemek adına şirket, 2009 yılından bu yana "**İtriyat**" (ilaç dışı sağlık, kozmetik, kişisel bakım ürünleri) alanına yoğunlaşmıştır. Bu stratejinin dehası, "marjinal maliyet" avantajında yatar: İlaç taşıyan araç zaten o eczaneye gitmektedir; aynı araca şampuan, vitamin veya dermokozmetik ürün eklemek ek bir lojistik maliyet yaratmazken, ilaçtan daha yüksek bir kar marjı bırakmaktadır. Bu alan, şirketin atıl kapasitesini kara dönüştüren önemli bir verimlilik hamlesidir.

Türkiye’de ilacın en büyük alıcısı devlettir. Nüfusun tamamına yakını kapsayan Genel Sağlık Sigortası sistemi, ilaç talebinin sürekliliğini garanti altına alırken, ödeme dinamiklerini de belirler. Selçuk Ecza, üretici firmalar ile devlet (geri ödeme kurumu) ve son kullanıcı (hasta/eczane) arasındaki nakit, ürün ve bilgi akışını yöneten merkezi bir "hub" görevi görmektedir.

Şirket artık pazar payını korumaya yönelecek. Önceki yıllarda karmaşık DADS seyri ve ilaç taleplerine dair belirsizlikler nedeniyle şirket agresif şirketlere alan açarak büyümesini dengelemiş, pazar kaybetmişti. 2026 yılı itibariyle %40 üzerine çıkacak şekilde bir pazar payı yönetişimi bekliyoruz. Bu durum beklenenden daha güçlü 2026 ve sonrasında gelir çerçevesine neden olabilir.

Grafik-5: Selçuk Ecza Pazar Payı (seviye, %)



DADS'a yönelik yapılan zam yetersiz kaldı. Dönemsel avro kuruna yönelik yapılan %16,4'lük Aralık ayında gerçekleştirilen zam, şirketlerin istediği gibi gelmedi. Ayrıca, Avro ile arasındaki uzaklık %100'ün üzerine daha belirgin şekilde çıkmış oldu.

Grafik-6: DAD/Avro (TL, Karar itibariyle)



Yeni bir zam beklentimiz var. Bileşikte yıllık enflasyonun üzerine çıkaracak şekilde Şubat ayı içerisinde bir DADS'a yönelik zam bekliyoruz. Bu durum şirketlerin daha belirgin operasyonel karlılık elde etmesini sağlayacaktır. Başta SELEC olmak üzere ilaç sektöründe yer alan şirketleri pozitif etkileyecektir.

Bileşik %10 bandında büyüme hedefliyoruz. Şirketin, güçlü pazar konumu ve sürdürülebilir gelir formatı çerçevesinde bileşik %10 büyüyeceğini değerlendiriyoruz. FAVÖK marjları nezdinde ise %4,6 seviyesinden 2031 yılında %5,1'e ulaşacağını hesaplıyoruz. Burada promosyonlu ürünlerde büyüme hızının yüksek seyri, itiriyat tarafının potansiyel pazar oluşu gelirlerin karlılığa yansımaları destekliyor.

Tablo-1: Ciro Tahminlerimiz (seviye, TL)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Yurtiçi	176.000.000.000	232.320.000.000	297.369.600.000	386.580.480.000	475.493.990.400	575.347.728.384	690.417.274.061
Yurtdışı	300.000.000	375.000.000	453.750.000	558.112.500	647.410.500	738.047.970	833.994.206
Promosyon ve Diğer	1.800.000.000	3.096.000.000	5.201.280.000	8.842.176.000	14.412.746.880	23.204.522.477	37.127.235.963
TOPLAM	178.100.000.000	235.791.000.000	303.024.630.000	395.980.768.500	490.554.147.780	599.290.298.831	728.378.504.230

Değerlememize bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz

DEĞERLEME

SELEC	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	235.791.000.000	303.024.630.000	395.980.768.500	490.554.147.780	599.290.298.831	728.378.504.230
%	8,5%	8,9%	8,9%	9,6%	10,1%	10,5%
EBIT	9.667.431.000	12.727.034.460	17.027.173.046	21.584.382.502	26.968.063.447	33.505.411.195
%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%
NOPAT	7.250.573.250	9.545.275.845	12.770.379.784	16.188.286.877	20.226.047.586	33.505.411.195
Amortisman(+)	1.178.955.000	1.515.123.150	1.979.903.843	2.452.770.739	2.996.451.494	3.641.892.521
NİS Değişimi(-)	11.380.356.568	13.458.418.205	18.878.915.309	20.669.938.380	24.911.360.889	30.735.888.148
Yatırım Harcamaları	4.715.820.000	6.060.492.600	7.919.615.370	9.811.082.956	11.985.805.977	14.567.570.085
Serbest Nakit Akışı	1.764.991.682	3.662.473.390	3.790.983.688	7.782.202.192	10.296.944.167	20.978.985.653
İNA	1.149.184.511	2.089.334.949	1.692.911.338	3.645.737.379	4.524.811.401	8.460.314.082
İskonto Faktörü	0,81	0,69	0,55	0,55	0,50	0,46

HEDEF FİYAT	139,84
S.N.A Toplam	21.562.293.660
Artık Değer	58.507.434.439
ENT.VALUE	80.069.728.099
Toplam Borç	-6.770.662.717
Azınlık Payı	1.861
EQUİTY VALUE	86.840.392.677
Sermaye	621.000.000

HİSSE KAPANIŞ POTANSİYEL	85,80 62,98%
--------------------------------	-----------------

terminal değer	152.699.252.051
son yıl s.nakit akışı	20.978.985.653
%g	0,1%
%r	13,9%
ind.terminal değer	58.507.434.439

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	25,0%	21,0%	23,0%	16,0%	14,0%	13,0%
ERP	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Özsermaye Oranı	40,0%	41,0%	42,0%	43,0%	44,0%	45,0%
Borç Oranı	60,0%	59,0%	58,0%	57,0%	56,0%	55,0%
Özsermaye Maliyeti	27,2%	23,2%	25,2%	18,2%	16,2%	15,2%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	29,0%	25,0%	27,0%	20,0%	18,0%	17,0%
AOSM	23,9%	20,6%	22,3%	16,4%	14,7%	13,9%

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74A/53 34394
Şişli/İstanbul