

12 Aralık 2023 Salı

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

Şirkete İlişkin Özet Bilgiler

Şirket, Avrupakent Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. unvanı ile kurulmuş ve 06 Temmuz 2010 tarihinde tescil edilmiştir. 16 Ekim 2023 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen şirketin ünvanı da Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla şirket ağırlıklı olarak gayrimenkul satış ve kiralama (AVM, konaklama tesisi, bağımsız ticari üniteler) konusunda faaliyet göstermiş olup satış gelirleri, başlıca konut ve ofis satış gelirleri, AVM kira gelirleri, ortak alan gelirleri (AVM'lerin ortak alan giderlerinin kiracılara yansıtılan kısmı) ve otel gelirlerinden (oda, kiralama, yiyecek & içecek satış gelirleri ve diğer hizmetlerden gelirler) oluşmaktadır.

Avrupakent GYO portföyünü "yatırım amaçlı gayrimenkuller" stoklar" ve "maddi duran varlıklar" altında takip etmektedir.

Stoklar altında izlediği varlıklar, henüz inşaatı devam eden konut projeleri ve arsalarla birlikte tamamlanmış projelerden oluşmaktadır.

30 Haziran 2023 itibarıyla maddi duran varlıklar altında izlenen Mövenpick Living Çamlıvadi, 1 Ağustos 2023 tarihi itibarıyla işletilmesi için kiraya verilmiş olup, ilk hesap döneminde yatırım amaçlı gayrimenkul hesabında izlenecektir. Mövenpick Living Çamlıvadi'nin 30 Haziran 2023 tarihli ekspertiz değeri 1.315.000.000 TL'dir.

Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkuller altında izlediği varlıkları kira getirili 3 adet AVM, 1 adet konaklama tesisi, kira getirili bağımsız ticari ünitelerle birlikte projeler ve arsalarla oluşmaktadır. 30 Haziran 2023 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporlarına göre şirketin gayrimenkul portföyünün toplam değeri 19.954.072.500 TL'dir.

Hissedarlık Yapısı

Şirket'in detaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Pay Sahibi	Halka Arzdan Önce		Halka Arzdan Sonra	
	TL	%	TL	%
Artaş İnşaat	209.897.837	62,66	186.276.472	46,57
Süleyman Çetinsaya	123.070.369	36,74	111.760.357	27,94
Serhan Çetinsaya	119.194	0,04	115.143	0,03
Gökhan Çetinsaya	956.300	0,29	924.014	0,23
Nurcan Çetinsaya	956.300	0,29	924.014	0,23
Halka Açık Paylar	-	-	100.000.000	25,00
Toplam	335.000.000	100	400.000.000	100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Yöntemleri

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 değerlendirme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9 maddelerinde tarif edilen Toplama Yöntemi ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları yapmak olan bir yatırım şirketi için en uygun değerlendirme yöntemi olarak belirlenmiş ve bu kapsamda kılavuzda ifade edildiği üzere bileşenlerin her birinin değeri ayrı ayrı hesaplandıktan sonra toplam değer elde edildiği “**Net Aktif Değer**” analizinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Net Aktif Değer hesaplamasında Invest Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporları ve Şirket’in bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2023 tarihli mali tabloları dikkate alınmıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 20.1 maddesinde tanımlanan Pazar Yaklaşımı, varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade etmektedir. 20.2 maddesinin (b) alt maddesinde ise, değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmeleri durumunda pazar yaklaşımına anlamlı bir ağırlık verilmesi gerekli görülmüştür.

Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar yaklaşımı kapsamında değerlemesi yapılan şirket için doğru gösterge teşkil edebileceği düşünülen çarpanın belirlenmesinde şirketin faaliyetleri ve gelir yapısı önem kazanmaktadır. Üretim ve hizmet faaliyetlerinde bulunan şirketler için esas faaliyetlerden elde edilen gelirleri öne çıkaran Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) oranları kullanılırken ana faaliyeti gayrimenkul geliştirmek olan GYO’larda sahip olunan portföyün değeri öne çıkmaktadır. Bu kapsamda en doğru karşılaştırmanın BIST’te işlem gören GYO’ların piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırması ile hesaplanan Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanı olduğuna kanaat getirilmiştir.

Değerleme Analizi

A) Avrupakent GYO Net Aktif Değer Hesabı

Net aktif değer hesaplamasında şirketin gayrimenkullerinin piyasa değeri, bilançoda yer alan hazır değerleri alacakları ile diğer dönen varlıklar ve duran varlıklar toplanmış, kısa ve uzun vadeli yükümlülükler düşülerek net aktif değer elde edilmiştir.

Şirketin portföyünde yer alan gayrimenkuller ve bu varlıklar için atfedilen değerler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirketin 30.06.2023 itibarıyla toplam gayrimenkul portföy değeri **19.954.072.500 TL**’dir. Mevcut portföy kapsamında 30.06.2023 itibarıyla hesaplanan net aktif değer ise **20.655.069.494 TL**’dir.

Net aktif değer hesaplama tablosu aşağıda yer almaktadır.

TL	Gayrimenkul Tanımı	30.06.2023
Ticari Gayrimenkuller		
Arenapark AVM	AVM	2.285.000.000
ArmoniPark AVM	AVM	1.865.000.000
Forum Trabzon AVM	AVM	4.640.000.000
Avrupa Residence&Office Ataköy (17 Bağımsız Bölüm)	Ticari Ünite&Ofis	517.090.000
Halkalı Atakent 3 (3 Bağımsız Bölüm)	Ticari Ünite	100.500.000
Eclipse Maslak Ofis (2 Bağımsız Bölüm)	Ofis	38.405.000
Avrupa Konutları TEM 2 (1 Bağımsız Bölüm)	Ticari Ünite	26.000.000
Avrupa Konutları İspartakule Avcılar (5 Bağımsız Bölüm)	Ticari Ünite	40.620.000
Avrupa Konutları Başakşehir (1 Bağımsız Bölüm)	Ticari Ünite	22.430.000
Avrupa Konutları TEM 1 Bahçeşehir Anaokulu	Ticari Ünite	67.200.000
Avrupa Konutları Yamanevler, Ümraniye (4 Bağımsız Bölüm)	Satılık Ticari Ünite	176.330.000
TEM Radisson Residence	Residence&Ticari Ünite	890.150.000
Mövenpick Living Çamlıvadi	Residence	1.315.000.000
Tamamlanan Konut Projeleri		
Avrupa Konutları Çamlıvadi (198 Bağımsız Bölüm)	Konut	3.287.015.000
Devam Eden Konut Projeleri		
Demir Life Projesi	Konut&Ticari Ünite	2.433.187.500
Feza Park Villaları Damga Yapı Projesi	Konut	342.335.000
Mecidiyeköy Şişli Plaza	Konut&Ticari Ünite	1.880.000.000
Arsalar		
İstanbul Büyükçekmece (Demir Life Projesi yanı)	Arsa	27.810.000
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (KDV Hariç)		19.954.072.500
(+)Diğer Dönen Varlıklar		1.041.419.710
Nakit ve Nakit Benzerleri		25.701.911
Ticari Alacaklar		701.619.604
Diğer Alacaklar		3.721.998
Peşin Ödenmiş Giderler		225.709.572
Diğer Dönen Varlıklar		84.666.625
(+)Diğer Duran Varlıklar		27.728.997
Diğer Alacaklar		629.155
Maddi Duran Varlıklar		24.737.911
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		798.011
Peşin Ödenmiş Giderler		1.563.920
Ertelenmiş Vergi Varlığı		0
(-)Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler		368.151.713
Net Aktif Değer		20.655.069.494

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

B) Piyasa Çarpanları Analizi (PD/AD)

BIST'te işlem görmekte olan ve portföy yapısı itibarıyla Avrupakent GYO ile benzer olduğu kabul edilen GYO'lara ilişkin piyasa verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Benzer grubundaki GYO'ların PD/AD ve PD/Düzeltilmiş NAD çarpanlarının ortalaması ve medyanı hesaplanmış ve nihai olarak PD/Düzeltilmiş NAD çarpanı medyan değerinin piyasa çarpanları analizinde dikkate alınması uygun görülmüştür. Tabloda üzeri çizilen yüksek çarpan değerleri uç değer olarak kabul edilmiş ve medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Şirket	14.10.2023	Piyasa Değeri (Milyon TL)	30.06.2023		30.06.2023	PD/Düzeltilmiş NAD (%)
	Pay Fiyatı (TL)		Net Aktif Değer (Milyon TL)	Düzeltilmiş Net Aktif Değer (Milyon TL)		
Akfen GYO	4,79	6.227	10,780	0,58	10.780	0,58
Akiş GYO	11,30	9.097	12,199	0,75	12.251	0,74
Akmerkez GYO	134,00	4.993	3,279	1,52	3.898	1,28
Alarko GYO	42,80	6.232	6,439	0,96	7.525	0,82
ASCE GYO	18,58	12.244	8,730	1,40	9.305	1,32
Doğuş GYO	33,66	11.175	2,401	4,65	3.400	3,29
Fuzul GYO	15,36	1.884	2,609	1,87	3.453	1,41
Halk GYO	4,68	7.348	12,934	0,57	14.942	0,49
İş GYO	23,40	22.435	20,041	1,12	20.042	1,12
Kızılıbük GYO	18,41	5.523	9,281	0,60	11.400	0,48
Kiler GYO	3,74	5.217	14,222	0,37	16.298	0,32
Nurol GYO	7,59	2.545	1,522	1,67	1.822	1,40
Özak GYO	9,65	45.060	25,067	0,56	25.067	0,56
Panora GYO	36,64	3.188	3,007	1,06	3.394	0,94
Pasifik GYO	6,23	6.628	13,456	0,49	16.932	0,39
Servet GYO	353,90	18.403	8,803	2,09	10.574	1,74
Torunlar GYO	33,60	33.600	41,660	0,81	50.482	0,67
TSKB	6,47	4.206	2,385	1,76	2.385	1,76
Yeni Gimat GYO	38,26	9.256	5,912	1,57	6.887	1,34
Ziraat GYO	5,10	23.937	20,302	1,18	24.297	0,99
ORTALAMA				1,12		1,04
MEDYAN				1,12		0,99

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer GYO'ların PD/NAD çarpanı medyan değeri 1,12x olarak hesaplanmakta olup, yukarıdaki paragrafta açıklanan düzeltme sonrasında PD Düzeltilmiş NAD çarpanı medyan değeri ise %12,0 azalış ile 0,99x olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa çarpanları analizinde PD/Düzeltilmiş NAD çarpanının medyan değerinin dikkate alınması uygun görülmüştür.

Tablo: Avrupakent GYO Piyasa Çarpanları Analizine Göre Özsermaye Değeri

(TL)	Hesaplama	
	Formülü	Değer
Benzer Şirketler PD/Düzeltilmiş NAD Medyanı	A	0,99
Avrupakent GYO Net Aktif Değeri	B	20.655.069.494
PD/Düzeltilmiş NAD Göre Özsermaye Değeri	C=AxB	20.349.581.242

SONUÇ

Değerleme çalışması kapsamında, net aktif değer analizi ve piyasa çarpanları analizi kullanılmış ve iki yöneme eşit ağırlık verilmesi uygun bulunmuştur.

Tablo: Avrupakent GYO Özsermaye Değeri

(TL)	Hesaplama Formülü	Net Aktif Değer Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Avrupakent GYO'nun Özsermaye Değeri	A	20.655.069.494	20.349.581.242
Yöntemin Ağırlığı	B	50%	50%
Avrupakent GYO'nun Ortalama Özsermaye Değeri	$C=\Sigma(AxB)$	20.502.325.368	

Değerleme çalışması neticesinde, Avrupakent GYO'nun özsermaye değeri **20.502.325.368 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo: Avrupakent GYO'nun 1 Adet Payı Başına Düşen Değer

(TL)	Hesaplama Formülü	Değer
Avrupakent GYO'nun Özsermaye Değeri	A	20.502.325.368
Avrupakent GYO'nun Çıkarılmış Sermayesi	B	335.000.000
1 Adet Avrupakent GYO Payı Başına Düşen Değer (TL)	$C=A/B$	61,20

Değerleme çalışmasında 1 adet Avrupakent GYO payı başına düşen ortalama değer 61,20 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz fiyatı olarak belirlenen **55,08 TL** için halka arz iskontosu %10 olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa çarpanları analizinde, benzer GYO'ların 1,12x seviyesindeki PD/NAD çarpanı medyanı yerine %12,0 oranında aşağı yönlü revize edilmiş olan 0,99x seviyesindeki PD/Düzeltilmiş NAD çarpanı medyanı dikkate alınmış olduğundan; %12,0 oranındaki bu indirimle ilave olarak halka arz iskontosu %10,0 seviyesinde belirlenmiştir.

Tablo: Halka Arz Fiyatına Göre İskonto Oranı Hesaplaması

(TL)	Hesaplama Formülü	Fiyat
1 Adet Avrupakent GYO Payı Başına Hesaplanan Değer	A	61,20
1 Adet Avrupakent GYO Payının Halka Arz Fiyatı	B	55,08
Halka Arz İskontosu	$C= (A-B)/A$	10,00%

Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirket ve sektör hakkındaki bilgilerin açıklayıcı ve yeterli olduğunu düşünüyoruz.
- Hem net aktif değer hem de piyasa çarpanları analizine eşit ağırlık verilmesini ve ulaşılan özsermaye değerini makul bulmaktayız. Halka arz iskontosunun yeterli olduğu görüşündeyiz.
- Sonuç olarak, %10,00 halka arz iskontosu uygulanarak ulaşılan **55,08 TL**'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

Bilanço

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Nakit ve Benzerleri	108.775.582	8.723.594	42.095.359	25.701.911
Ticari Alacaklar	130.866.335	204.290.357	410.998.918	701.619.604
Diğer Alacaklar	10.356.455	2.671.801	18.372.501	3.721.998
Stoklar	1.274.217	695.452.041	1.474.159.268	380.081.065
Peşin Ödenmiş Giderler	13.894.916	128.188.384	42.382.459	225.709.572
Diğer Dönen Varlıklar	36.538.621	88.683.882	100.129.052	84.666.625
Toplam Dönen Varlıklar	301.706.126	1.128.010.059	2.088.137.557	1.421.500.775
Diğer Alacaklar	58.701	58.701	281.344	629.155
Stoklar	450.950.907	27.572.091	7.385.000	13.604.893
Finansal Yatırım	-	-	125.355.845	-
Özkaynak Yöntemile Değerlenen Yatırımlar	306.328.703	562.195.006	1.574.609.780	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	898.485.000	1.764.500.000	7.523.195.000	12.332.717.264
Maddi Duran Varlıklar	62.096.337	61.990.023	226.676.984	186.501.783
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	472.772	244.962	878.529	798.011
Peşin Ödenmiş Giderler	5.916.955	18.387.715	246.265	1.563.920
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.649.923	2.965.168	3.702.236	2.789.060
Toplam Duran Varlıklar	1.726.959.298	2.437.913.666	9.462.330.983	12.538.604.086
Toplam Varlıklar	2.028.665.424	3.565.923.725	11.550.468.540	13.960.104.861
(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	72.451.698	45.114.934	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	11.729.120	-	-	-
Ticari Borçlar	201.730.272	310.804.738	503.208.067	163.878.613
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	978.300	1.277.465	2.277.177	1.163.356
Diğer Borçlar	1.799.693	788.978	711.218	28.910
Ertelenmiş Gelirler	17.425.788	804.281.510	2.341.659	41.107.217
Kısa Vadeli Karşılıklar	13.533.105	13.431.233	15.958.761	15.900.637
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	29.556	45.888.981	67.588.735
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	37.479.053	10.868.192	43.462.850	69.929.841
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	284.675.331	1.213.933.370	658.963.647	359.597.309
Uzun Vadeli Borçlanmalar	63.449.436	-	-	-
Ticari Borçlar	366.329.076	87.676.123	-	-
Diğer Borçlar	1.628.741	1.995.598	6.122.807	5.390.311
Ertelenmiş Gelirler	172.189.584	6.494.415	2.567.467	353.208
Uzun Vadeli Karşılıklar	984.908	1.752.933	5.183.017	2.810.885
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	137.679.863	308.854.745	1.246.232.403	1.915.205.117
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	742.261.608	406.773.814	1.260.105.694	1.923.759.521
Ana Ortağa Ait Özkaynaklar	1.001.728.485	1.945.216.541	9.352.906.810	11.676.748.031
Ödenmiş Sermaye	335.000.000	335.000.000	335.000.000	335.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	100.011	-1.189.730	-12.693.654	-1.804.839.966
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları	-	-	-	589.212.663
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	14.853.948	14.853.948	48.810.898	48.810.898
Geçmiş Yıllar Karları	546.088.741	651.774.526	1.562.595.373	8.981.789.566
Dönem Net Karı	105.685.785	944.777.797	7.419.194.193	3.526.774.870
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	278.492.389	-
Toplam Özkaynaklar	1.001.728.485	1.945.216.541	9.631.399.199	11.676.748.031
Toplam Kaynaklar	2.028.665.424	3.565.923.725	11.550.468.540	13.960.104.861

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	994.531.405	170.548.167	2.442.258.438	237.258.584	1.121.388.987
Satışların Maliyeti (-)	-798.899.287	-70.504.271	-1.041.189.675	-205.695.340	-320.965.881
Brüt Kar	195.632.118	100.043.896	1.401.068.763	31.563.244	800.423.106
Satış ve Pazarlama Giderleri (-)	-3.862.225	-3.384.737	-8.124.069	-3.569.494	-3.474.104
Genel Yönetim Giderleri	-16.271.002	-21.489.312	-48.477.918	-16.412.159	-47.299.201
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	111.853.199	873.264.953	4.238.634.424	1.562.253.776	4.032.960.166
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-98.352.539	-30.292.074	-319.100.678	-22.105.663	-121.890.150
Esas Faaliyet Karı	188.999.551	918.142.726	5.264.000.522	1.551.729.704	4.660.719.817
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	348.279	30.519	1.151.051.689	829.778.483	21.371.140
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-55.984	-337.466	-5.648	-	-444.059.600
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	32.816.909	261.144.974	1.655.876.525	943.829.121	135.936.653
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	222.108.755	1.178.980.753	8.070.923.088	3.325.337.308	4.373.968.010
Finansman Gelirleri	1.648.053	6.055.921	9.020.028	7.436.022	21.788.616
Finansman Giderleri	-90.040.676	-64.343.927	-75.934.656	-32.291.682	-3.574.996
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	133.716.132	1.120.692.747	8.004.008.460	3.300.481.648	4.392.181.630
Dönem Vergi Gideri	-8.659.079	-4.732.878	-159.403.922	-44.726.617	-149.417.000
Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	-19.371.268	-171.182.072	-425.410.345	-281.772.396	-715.989.760
Dönem Net Karı	105.685.785	944.777.797	7.419.194.193	2.973.982.635	3.526.774.870
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	105.685.785	944.777.797	7.419.194.193	2.973.982.635	3.526.774.870

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. 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 ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.