

## ARAŞTIRMA VE ANALİST RAPORLARINA İLİŞKİN POLİTİKA ve İLKELER

### **1-AMAC**

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği üyeleri tarafından payları Borsa İstanbul A.Ş. pay piyasasında işlem gören şirketler hakkında yatırımcıların yatırım kararını verirken, onlara finans biliminin temel ilkeleri çerçevesinde bilgi tedariki sağlamak amacıyla şirket ve sektör incelenmesine (araştırma kapsamına alınmasına) yönelik olarak hazırlanan araştırma ve analist raporlarının usul, esas ve içeriklerine ilişkin ilkelerin (sektör prensiplerinin) oluşturulması ve asgari standartlar ile rapor formatının belirlenmesi amaçlanmaktadır.

### **2-KAPSAM**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili faaliyet izni çerçevesinde Birlik üyelerince payları Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasasında işlem gören şirketlerin incelenmesine (araştırma kapsamına alınmasına) yönelik olarak hazırlanacak araştırma ve analist raporlarını kapsamaktadır.

Halka arz fiyat tespit raporları, halka arz fiyat tespit raporuna ilişkin analist ve değerlendirme raporları, güncelleme ve ziyaret raporları, kâr (beklenti / gerçekleşme / analiz) raporları, periyodik bültenler, çeşitli adlar altında yayınlanan diğer raporlar ile teknik analiz paylaşımları bu düzenlemenin kapsamı dışındadır.

### **3-DAYANAK**

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 08.02.2021/44 tarih ve sayılı "TSPB Araştırma ve Analist Raporları İlkeleri Yönergesi hk." Genelge'si ve 02.04.2014 tarihli ve 28960 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Statüsü'nün 7'nci maddesinin birinci fıkrasının (ç) ve (g) bentleri dayanak olarak alınmıştır.

**UYARI NOTU:** 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

#### 4-TANIMLAR

Terim	Tanım ve Açıklaması
Kurul:	Sermaye Piyasası Kurulu
Borsa:	Borsa İstanbul A.Ş.
Birlik:	Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
Üye veya Kurum:	Kurul'un faaliyet izni çerçevesinde sermaye piyasasında yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunan InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Şirket:	Aksi açıkça belirtilmedikçe payları Borsa'da işlem gören şirket
Rapor:	Ayrı ayrı şirketlerin veya sektörlerin payların analizini içeren, şirket ve sektör incelenmesi (araştırma kapsamına alınması) sonucu payların alımına, satımına veya elde tutulmasına yönelik yatırım tavsiyesi veya genel yatırım tavsiyesi sunan Araştırma ve Analist Raporu
Analist:	Aksi açıkça belirtilmedikçe raporun hazırlanmasından birincil derecede sorumlu olan unvanı "Araştırma Uzmanı" veya "Araştırma Analisti" olsun olmasın üye adına hizmet veren, Kurulun lisanslama ve sicil tutma ile ilgili düzenlemelerinde aranan mesleki yeterliliklerini gösterir lisans belgesine sahip kişi ile birlikte doğrudan veya dolaylı olarak bir araştırma uzmanına veya analistine bağlı olarak raporun hazırlanması sürecinde kendisiyle ilişkili olan üye adına hizmet veren kişi
KAP:	Kamuyu Aydınlatma Platformu

#### 5- İlkeler

##### 5-1) Üyelere İlişkin İlkeler;

Üye, Borsa nezdindeki pay piyasası pazarlarında işlem gören tüm şirketleri kapsayacak şekilde, yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik araştırma raporlarının üretilmesi için kendi Araştırma Birimini teşvik eder.

Üye, aşağıdaki hususlarla ilgili çıkar çatışmalarını belirlemek ve etkili bir şekilde yönetmek için yazılı politikalar ve prosedürler oluşturur, sürdürür ve uygular.

- Araştırma raporlarının hazırlanması, içeriği ve dağıtımı
- Araştırma analistlerinin kamuoyu bildirimleri

**UYARI NOTU:** 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

- c) Araştırma analistlerinin, üyenin başta satış ve pazarlama personeli olmak üzere diğer birimleri, müşterileri ve araştırma raporuna konu şirket yetkilileri dâhil olmak üzere araştırma birimi dışındakilerle arasındaki iletişimi ve etkileşimi,
- d) Araştırma analistleri tarafından hazırlanan ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarının, yatırımcılara duyurulmadan önce kendilerinin veya üçüncü şahısların lehine kullanılmamasını sağlamak üzere rapor hazırlanma süreci ve sonrasına yönelik etik ilkeleri.

Üyenin yazılı politikaları ve prosedürleri, analistlerinin sahip oldukları gerçek görüşlerini yansıtan objektif ve güvenilir, araştırmayı ve buna uygun şekilde rapor hazırlanmasını destekler. Üye, piyasayı manipüle etmek veya şartlandırmak veya mevcut veya muhtemel bir müşteri veya müşteri sınıfının ya da üyenin çıkarları lehine araştırma raporlarının veya analistlerinin kullanılmasını engeller.

Üye, müşterilerinin araştırma raporlarına eşit bir şekilde erişimine imkan sağlayıcı gerekli tedbirleri alır. Kamuya açık olarak düzenlenen raporlarını kendi internet sitesinde yayımlar.

Halka açık şirketlerin yayımladıkları Finansal/faaliyet raporları, düzenlenen Webcastler ve analist sunumları, KAP'a yaptıkları bildirimler ve duyurular, veri yayın kuruluşlarının yaptıkları paylaşımlar, düzenleyici kuruluşlar, ekonomiyle ilgili resmi kurum ve kuruluşlar ile borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasa organları tarafından yayınlanan duyurular, raporlar, bültenler ve veri setleri, Araştırma iş kolu ürünlerinin hazırlanmasında temel altyapıyı oluşturur. Sayılan kaynaklardan toplanan bilgiler ve datalar Araştırma Birimi personeli tarafından teknik, temel ve kantitatif analiz yöntemlerine göre değerlendirilir, analiz edilir, yorumlanır ve yatırımcıları bilgilendirmeye yönelik dokümanlar halinde paylaşılır.

Araştırma ve Analist raporlarının veya notlarının hazırlanması sürecinde raporun içeriğiyle ilgili herhangi bir bilgi, rapor hazırlanıp kamuya açıklanmadan önce kurumun Araştırma Birimi haricinde kurum içinde veya dışında herhangi bir kişiyle paylaşılmaz. Rapor internet sitesinde yayımlandıktan sonra yazılı, görsel veya sözlü olarak bilgi paylaşımı yapılabilir.

Şirket raporu veya notu kamuya açılmadan önce kontrol edilmesi amacıyla ilgili şirketin yetkilileri ile paylaşılabilir ancak kontrol amaçlı olarak paylaşılan bu raporda hedef fiyat ve yatırım tavsiyesi bilgilerine yer verilmez.

Üyenin, yatırım danışmanlığına yönelik III.37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri ile Kurul kararları saklı kalmak kaydıyla, müşterilerine ve/veya müşteri gruplarına belirli bir bedel ve/veya hizmet karşılığında özel olarak hazırladığı ve sadece bu müşterilerin erişebildikleri raporları varsa, bu raporların hangi müşteriler ve/veya müşteri grupları için hazırlanabileceğinin ve söz konusu müşteri ve/veya müşteri gruplarının hazırlanan raporlara nasıl erişim sağlayabileceklerinin bilgisi yazılı politika ve prosedürlerinde açıklanır.

Üye, bu Yönerge kapsamında yayınladığı ve geçerliliğini yitirdiğini açık bir şekilde bildirmedeği raporlarındaki, hedef pay fiyatı ve tavsiye (Al, Sat, Tut) önerilerini şirket hakkındaki güncel bilgilere ve piyasa koşullarına göre günceller. Söz konusu güncellemeler, raporun müşterilere açıklandığı usul ve esaslar çerçevesinde, güncelleme gerekçesini içerecek şekilde yatırımcılar ile paylaşılır.

**UYARI NOTU:** 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## **5-2) Analiste (araştırma uzmanına) ilişkin ilkeler:**

Şirketlerin payları hakkında yazılmış raporların, detay içeriği açısından farklılığı olsa da ve kamuoyu ile paylaşılması açısından kesin bir sektör standardı bulunmasa da kapsamlı ve etkin bir raporun taşınması gereken ortak özelliklere sahip olması, genel bir kabul olarak değerlendirilmeli ve öncelikli olarak analistin raporu bu çerçevede hazırlaması öngörülmektedir. Raporlama ve değerlendirme yaklaşımları ile ilgili uygulama esaslarının belirlenmesinde Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınır.

Analist, raporunu ekonomik konjonktüre uygun hazırlar ve özellikle finansal dalgalanma dönemlerinin şirketin faaliyetlerini ve dolayısıyla pay işlem hacmini, fiyatını ve likiditesini etkileyebileceğinin bilincinde olur. Bir şirketin fiili dolaşımdaki paylarının değerinin, toplam piyasa değerinden önemli ölçüde farklı olabileceği göz önünde bulundurularak özellikle fiili dolaşımdaki pay oranı ve piyasa değerleri hakkında bilgilere raporda yer verir.

Analist raporunda, rekabet analizi yaparken finansal büyüklük, faaliyet konusu ve faaliyet gösterilen sektör, coğrafya ile operasyon bakımından olabildiği ölçüde kamuya açık bilgilerden benzer şirketleri belirler. Doğrulanabilir/kaynak gösterilebilir bilgiler çerçevesinde; üretim kapasitesi, hizmet çeşitliliği ile derinliği, fiyatlandırma koşulları, dağıtım ve lojistik kanalları ve pazar payının istikrarı gibi önemli hususlara raporda yer verir.

Şirketin başarıya giden farklı yolları olabileceği ve bunların marka gücü, maliyet avantajı ve tescilli teknolojik ve/veya doğal kaynaklara erişim avantajı olabileceği ve bunlar aracılığıyla şirketin rekabet konumlandırması yapabileceği değerlendirilir.

Pay değerlendirme modelleri, mutlak ya da göreceli değerler türetebilir. Mutlak değerlendirme modelleri, bir varlığın içsel değerini genellikle indirgenmiş nakit akışı modelleri kullanarak türetirken göreceli değerlendirme modelleri ise bir payın değerini başka bir paya göre saptayabilir. Bu yapılırken sektöre göre uygun olan fiyat-satış, fiyat-kazanç, fiyat-nakit akışı ve fiyat defter değeri, net aktif değeri gibi bir dizi farklı ölçüt temel alınabilir. Model çıktıları değişkenlik gösterebileceğinden, raporda birden fazla değerlendirme modeli kullanılabilir. Birden fazla değerlendirme modelinin kullanılması durumunda, hangi değerlendirme modelinin neden kullanıldığı ve değerlendirme modellerinin nasıl ağırlıklandırılacağı açıklanır.

Gelecekteki finansal sonuçların finansal modellemesi, belirli girdilerdeki değişikliklerin çeşitli finansal tablolar üzerindeki etkilerinin ölçülmesine yardımcı olabilir. Ancak analistler, geçmiş eğilimleri geleceğe doğru tahmin etme konusunda özellikle dikkatli olur. Geçmiş eğilimlere yol açan etkenlerde meydana gelen değişiklikler ve bunların etkisi dikkate alınır.

Finansal analizin bir parçası olarak rapora konu şirketin değerlendirilmesinde şirketin faaliyette bulunduğu sektöre özgü doğrulanabilir/kaynak gösterilebilir finansal oranlar kullanılır.

Şirkete ait riskler operasyonel, finansal veya yasal işlemler gibi konularla ilgili olabilir. Şirketler genellikle yasal açıklamalarında risklerden bahsetmek zorunda olsalar da riskler genellikle öznel ve ölçülmesi zordur. Bu kapsamda; denetçilerden gelen “şartlı görüşlerin” ve “finansal raporlama üzerindeki iç kontrolün önemli zayıflığının” açıklanması, analistler için otomatik uyarı işaretleri olur. Analist halka açıklanan her türlü bilgiyi kullanarak riski ölçer, değerlendirir ve değerlendirme sonuçlarını gerekçeleriyle beraber yatırımcılarla paylaşır.

**UYARI NOTU:** 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.

Şirketin kamuya açıkladığı bilgiler doğrultusunda; şirketin ekonomik boyutunun yanında çevresel ve sosyal faktörlerin kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte şirket faaliyetlerinde ve karar mekanizmalarında dikkate alınması ve bu faktörlerle bağlantılı risklerin etkin bir biçimde yönetilmesi konularına raporda yer verebilir.

#### **6-Araştırma ve Analist Raporlarının Asgari Standartları**

Raporda öne sürülen görüş, öneri ve beklentiler, güvenilir bilgiye ve doğrulanabilir/test edilebilir veriye dayanacaktır. Raporun hazırlanmasında kullanılan veriler ve/veya kaynaklara ilişkin bilgiler açıklanacaktır.

Araştırma raporunun başında, şirketin pay kodu ve simgesi, paylarının işlem gördüğü pazar, bu pazara özgü önemli ve yatırımcının dikkat etmesi gerekli işlem kuralları, faaliyet gösterdiği birincil sektör ve endüstri, rapor tarihi itibarıyla cari pay fiyatı ve piyasa değeri, tavsiyeye yönelik hedef pay fiyatı dâhil olmak üzere şirket hakkındaki sermaye piyasalarına ilişkin temel bilgiler ile doğrudan veya dolaylı olarak Şirket hakkında daha önce Kurul tarafından haftalık bülteninde yayınlanan ve Borsa tarafından KAP'ta yayınlanan yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikte önemli duyuru/kararlar hakkında özet bilgiler bulunmalıdır.

Raporda, şirketin kısa bir tanıtımına, son üç yıl içinde ortaya çıkan kayda değer gelişmelerine, analistin kâr tahminine, şirket pay değerlemesine ilişkin özetine ve yatırım / genel yatırım tavsiyesine yer verilmelidir.

Rapora konu şirketin gelir ve giderlerine etki eden temel faktörlerin tartışılması da dâhil olmak üzere rapor, şirketin faaliyetine ilişkin analistin net bir görüşünü barındırmalıdır. Raporda kullanılan kesin verilerin ve bu verilere dayalı olarak elde edilen öngörülerin/önergelerin açıkça ayrıştırılması gerekir.

Rapor; kamuya paylaşılmış bilgilerden elde edilen bilgiler çerçevesinde şirketin faaliyette bulunduğu sektörün dinamiklerine yönelik olarak genel bir değerlendirme içermelidir.

Raporda yer verilen tavsiye, değerlendirme veya fiyat hedefi makul, anlamlı ve anlaşılabilir bir temele dayanmalıdır.

Şirket değerlemesine ilişkin olarak raporda kapsamlı bir değerlendirme analizi bulunmalı ve kullanılan değerlendirme modelleri ile varsayımları hakkında net ve açık bilgileri barındırmalıdır.

Raporda, şirketin geçmiş son üç yıllık finansal performansının analizine ve gelecekteki performans tahminine yer verilmelidir.

Rapora konu şirkete yönelik yatırım kararı için risk oluşturabileceği düşünülen potansiyel olumsuz sektör ve şirket gelişmelerine, varsa bu gelişmelere yönelik dayanak olarak gösterilebilecek haber veya rapor gibi kaynaklara raporda yer verilmelidir.

**7-Araştırma Rapor Formatı:** Üye tarafından yayınlanacak Rapor asgari olarak aşağıda belirtilen başlık ve içeriklere sahip olmalıdır.

#### **7-1) Raporun Temel Bilgileri**

- a. Raporun Tarihi
- b. Raporun Türü
- c. Rapora Konu Şirketin Unvanı

**UYARI NOTU:** 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

d. Raporu Konu Şirketin Tanıtımı (şirketin ana ve diğer faaliyet alanları, ürünleri ve hizmetleri, sektör ve/veya pazar büyüklüğü, vb.)

e. Raporu Konu Şirketin Pay Piyasasına Yönelik Temel Bilgileri (rapor tarihi itibarıyla; pay kodu, işlem gördüğü pazar bilgisi ve bu pazara ilişkin işlem kuralları, hakim ortakları, fiili dolaşımdaki pay oranı, piyasa değeri, işlem hacmi, piyasa likiditesi, cari pay fiyatı, yerli – yabancı yatırımcı oranı ile tavsiyeye yönelik hedef pay fiyatı)

f. Raporu Düzenleyen Kurum ile Raporu Hazırlayan Analist Bilgileri

### **7-2) Raporun Özeti – Yatırım Özeti**

a. Analistin Fiyat Tahmini ve Şirket Pay Değerlemesi

b. Şirket Pay Değerleme Tarihi ve Kullanılan Yöntem ve Veriler Hakkında Özet Bilgileri

c. Yatırım / Genel Yatırım Tavsiyesi

### **7-3) Değerleme**

a. Kullanılan Ölçüt ve Modelleri ile Kullanılan Varsayımlar Hakkında Bilgi

b. Girdiler Bulgular

### **7-4) Finansal Analiz**

a. Şirketin Geçmiş Finansal Performans Analizi

b. Şirketin Gelecek Finansal Performans Tahmini

c. Finansal Performans Analiz ve Tahmin Yöntem ve Araçları

### **7-5) Yatırım Riskleri**

a. Potansiyel Yatırım Riskleri ve Gerekçeleri

### **7-6) Sonuç**

a. Raporu Ulaşılan Nihai Sonuç

b. Analistin Öngörüsü ve Görüşü

c. Raporu Kullanılan Analiz ve Değerlendirmelere İlişkin Özet Tablo ve/veya Grafik

d. Raporu Kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan

### **7-7) Kaynakça**

a. Raporun hazırlanmasında kullanılan veriler ve/veya kaynaklara ilişkin bilgiler

**UYARI NOTU:** 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.