

## Borusan Mannesmann

## 15,90 TL – ENDEKSİN ÜSTÜNDE GETİRİ

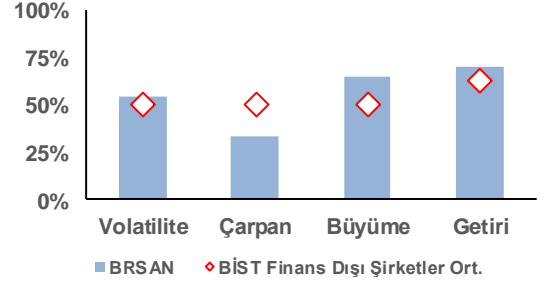
### %21,0 Getiri Potansiyeli...

#### 2017'de Yüksek Büyüme...

- BRSAN için 12 aylık hedef fiyatımızı 15,90 TL olarak belirliyor ve %21 getiri potansiyeli ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.** Borusan'ın 2017 yılında yakalamış olduğu yüksek büyüme, %6,2 temettü verimi, doların TL karşısında özellikle 2017 son çeyrekte değer kazanması, petrol fiyatlarındaki artışın rafineri sondaj kulesi taleplerini artırması hisse için temel yatırım katalizörleri olarak öne çıkıyor. Uluslararası rakiplerine yakın bir çarpanla işlem görmesine rağmen FAVÖK büyümesi ve büyüme beklentisi rakiplerinin üzerinde yer alıyor.
- Çelik boru ihracatı %6,9 artarak 1,4 milyon tona ulaştı.** Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise beşinci büyük çelik boru üreticisi konumunda olan Türkiye çelik boru sektörünün, Avrupa Birliği bölgesine gerçekleştirdiği ihracat 2017 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %19,6 oranında artış göstermiştir. Dikişli çelik boru ihracatında ilk sırayı Irak alırken bu ülkeyi Romanya, ABD, İngiltere ve Almanya izlemiştir
- Petrol fiyatlarının yükselişe geçmesi sektörü destekliyor.** Petrol fiyatlarının 2016 yılının ilk çeyreğinde son 12 yılın en düşük seviyesine gerilemesiyle birlikte, ABD sondaj ve kuyu borusu talebine yön veren petrol kuyu sayısı, son 30 yılın en düşük seviyesine gerilemişti.2016'nın ikinci yarısında petrol fiyatlarının yükselmeye başlamasıyla kuyu sayılarında artış yaşanmıştır. Petrol fiyatlarında gözlemlenen bu ılımlı seyir ABD petrol ve kuyu sayısında artışı tetiklemiştir. Borusan'ın ABD pazarına yönlendirdiği sondaj borusu satışlarının performansını ve şirketin ABD'deki bağlı ortaklığının karlılığını olumlu etkileyen bu durumun, petrol fiyatlarında majör bir gerileme beklemediğimiz 2018 yılında da devam edeceğini öngörmekteyiz.
- Güçlü mali veriler.** 3Ç17'de %62 ciro, %79 FAVÖK büyümesi yakalayan BRSAN'ın 2017'nin ilk 9 ayında cirosu %40 artışla 2.020,6 milyon TL olurken FAVÖK %40 artışla 283 milyon TL olmuştur. Mali tabloların dolar bazlı tutan ama TL bazlı raporlama yapan Borusan doların TL karşısında yükselmesinden operasyonel olarak olumlu etkilenmektedir. ABD'deki bağlı ortaklığı Borusan Mannesmann Pipe'n petrol fiyatlarının etkisiyle satış hacminin artması ve doların TL karşısında değer kazanması şirketin karlılığını artıran en önemli gelişmedir. 2016 yılının ilk 9 ayında satış gelirlerinin %59'u yurtdışından kaynaklanırken 2017 yılının ilk 9 ayında bu oran %67'ye yükselmiştir. Şirketin net karı ise 2017 üçüncü çeyrekte %194 artışla 64,8 milyon TL olurken 9 aylık net karı %106 artışla 184 milyon TL kaydedilmiştir.
- 2017'de yüksek temettü verimi.** Son altı yılın tamamında temettü dağıtan Şirket, 2017 yılında %6,2 verim ile 84 milyon TL temettü dağıtmıştır.

Özet Mali Veriler (mTL)	2015	2016	2017T
Net Satışlar	1.949	1.966	2.845
FAVÖK	145	261	385
FAVÖK Marjı	7,5%	13,3%	13,5%
Net Kar	19	102	219

#### Yatırım Profili



Hisse Verileri (TL)	9.1.18
Bloomberg/Reuters Kodu	BRSAN.TI / BRSAN.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	13,14
Halka Açıklık Oranı	17,00
Hedef Fiyat	15,90
Getiri Potansiyeli	21,0%
YBB TL Getiri	11,9%
Temettü Verimi	6,2%
Piyasa Değeri (mn)	1.863
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn)	9,73
Net Borç (2017/09) (mn)	1.089
Firma Değeri (mn)	2.952
Net Döviz Pozisyonu	-9

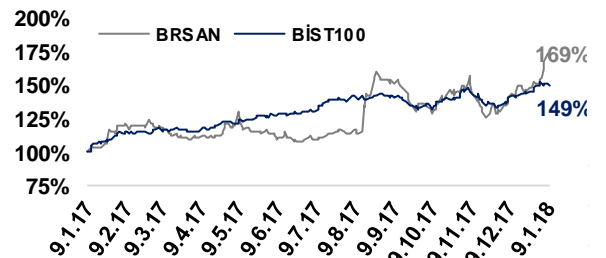
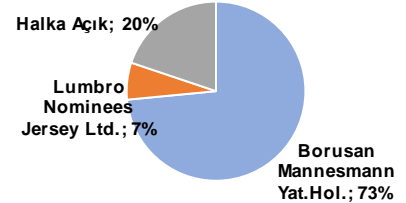
  

Piyasa Çarpanları	2016	2017T
FD/FAVÖK	11,3	7,7
F/K	18,2	8,5
FD/Satışlar	1,5	1,0

Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BRSAN Performans	22,9%	31,2%	72,1%
Relatif Getiri	11,8%	16,4%	13,3%

#### Ortaklık Yapısı



**Riskler.**

Özellikle çelik fiyatlarında görülen yüksek seyrin artarak devam etmesi ve şirketin ürün fiyatlarına geçişkenliğinin gecikmesi faaliyet karlılığını düşürebilir.

Petrol fiyatlarında yaşanabilecek düşüşün sondaj ve kuyu borusu talebini azaltması şirketin gelir ve karlılığını düşürebilir.

Doların TL karşısında değer kaybetmesi şirketin mali tablolarını olumsuz etkileyerek karlılık marjlarını ve bilanço rasyolarını olumsuz etkileyebilir.

2017/09 döneminde 2008 yılından beri işletme sermayesi/ciro oranı %29,8 ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Bu oranın önümüzdeki dönemde yüksek seyretmesi şirketin finansal borç yükünü artırabilir ve net kar üzerinde baskı oluşturabilir. Bu oranın düşürülmesi ise finansal borcu azaltarak net kara pozitif katkı sağlayabilir.

**Kısaca Borusan Mannesman Boru**

1958 yılında kurulan Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş., (BMB) Türkiye'de toplam 750.000 ton boyuna kaynaklı ve 300.000 ton spiral kaynaklı çelik boru olmak üzere yaklaşık 1,1 milyon ton üretim kapasitesi ile faaliyetlerini devam ettirmektedir. Avrupa otomotiv endüstrisine hizmet vermekte olan Vobarno (İtalya) fabrikasının üretim kapasitesi de yıllık 28.000 ton seviyesindedir. BMB'nin bağlı ortaklığı olan ABD'nin Teksas eyaletinin Baytown şehrinde kurulu Borusan Mannesmann Pipe US Inc, (BMP) 300,000 ton kapasiteli petrol ve doğal gaz çıkarımında kullanılan kuyu ve sondaj borusu üretim tesisinde 2014 yılının üçüncü çeyreğinde üretim faaliyetlerine başlamıştır.

2014 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle ABD sondaj ve kuyu borusu pazarında yaşanan daralma 2016 yılı genelinde devam etmiştir. Ancak, son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan yükselişle sektörde toparlanma başlamıştır.

Şirketin diğer bir stratejik ürün gamı olan spiral kaynaklı borularda, geçtiğimiz yıl TANAP, ABD ve Meksika'da tamamlanan büyük çaplı projelerin katkısıyla, hem satış tonajı hem de karlılık önemli oranda artırmıştır. Toplam birinci kalite satışlarının %64'ü global pazarlara yönlendirilmiştir.

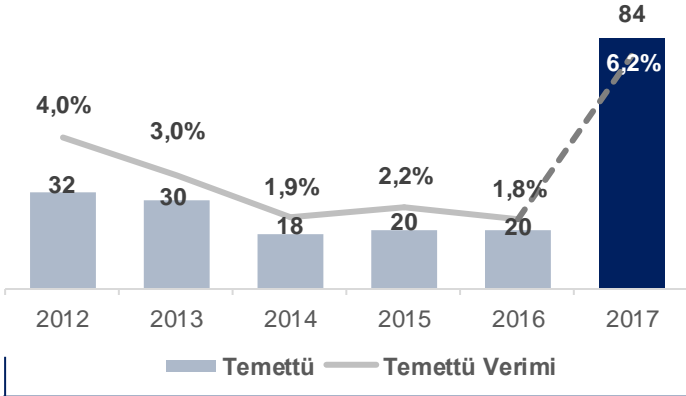
**Yatırım Planı**

Şirket 9 Ocak'ta KAP'a yaptığı açıklamada Halkalı ve Gemlik tesislerinin kapasitesinin artırılmasına; Kaynak ve çekme üretim süreçlerine yönelik devreye alınacak bir dizi makine ekipmanının proje planı çerçevesinde 2019 yılından itibaren peyderpey devreye girmesine; Otomotiv segmentine yönelik Bursa tesisinde kapasite artışı sağlayacak bir yatırım gerçekleştirilmesine; Gemlik tesisinde çalışma koşullarını iyileştirecek modern, etkin ve verimli bir stok alanı tesis edilmesine ve bu yatırımlar için toplam 75 milyon dolar bütçe ayrılmasına karar verildiğini açıklamıştır. Özellikle iş hacminin artmasıyla ihtiyaç duyulan bu yatırımlarla beraber katma değeri yüksek olan otomotiv sektörü yatırımlarının şirketin gelecek dönem ciro ve karlılığına olumlu katkısı olacağını düşünüyoruz.

## BRSAN

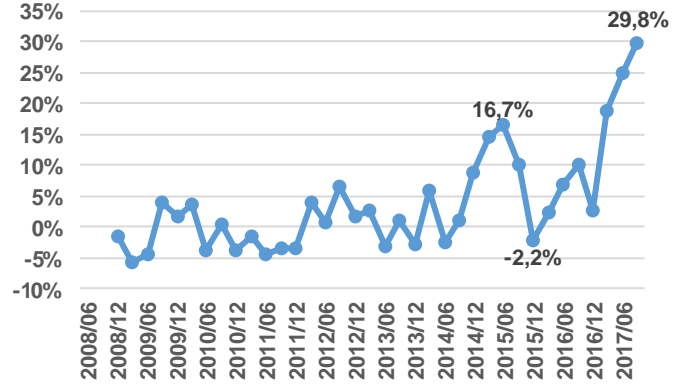
## Yatırım Tezi

## BRSAN Dağıtılan Temettü &amp; Verim

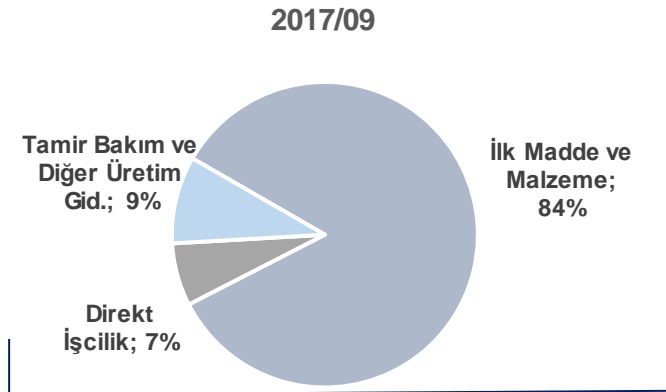


Kaynak: BMD &amp; Finnet

## İşletme Sermayesi/Ciro

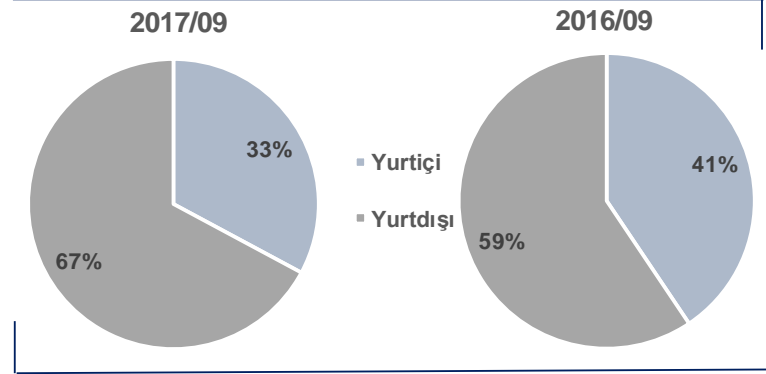


## BRSAN Maliyet Kırılımı



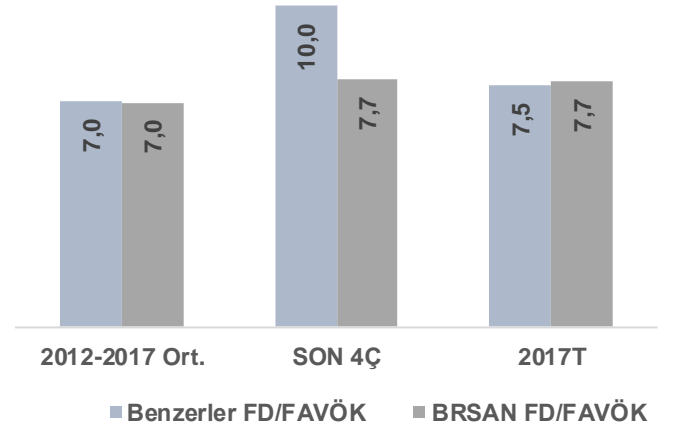
Kaynak: Şirket &amp; BMD

## BRSAN Gelir Kırılımı



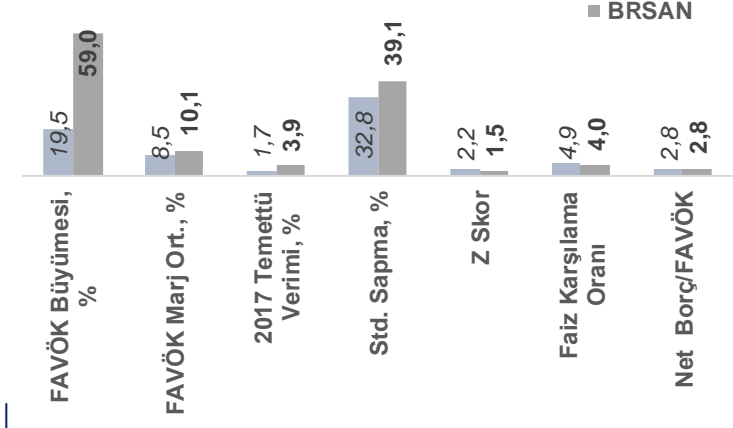
Kaynak: Şirket &amp; BMD

BRSAN, cari durumda sektör ortalamasının altında bir çarpanla işlem görmektedir.



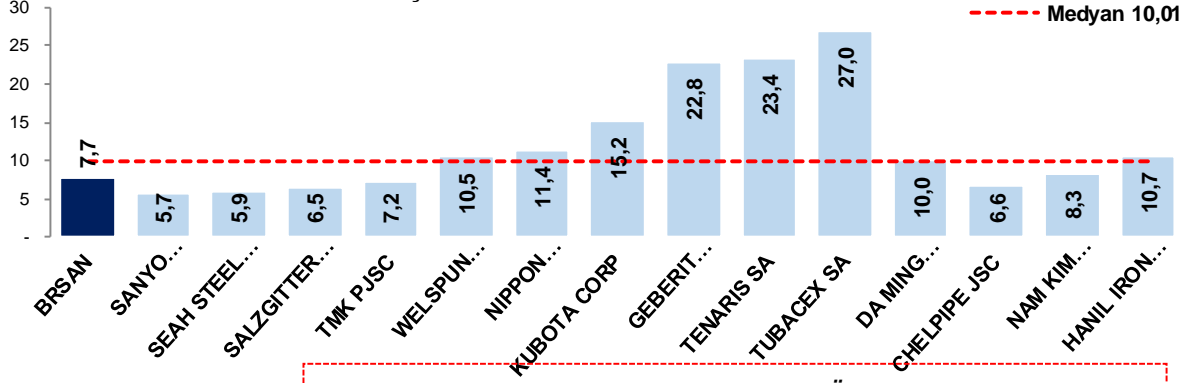
Kaynak: BMD &amp; Bloomberg

BRSAN büyüme, marj ve temettü veriminde öne çıkıyor.



Kaynak: BMD &amp; Bloomberg

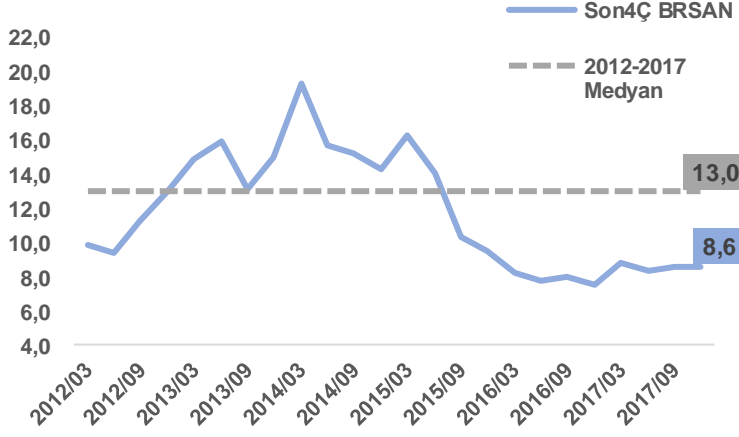
## Çelik Boru Sektörü Cari FD/FAVÖK



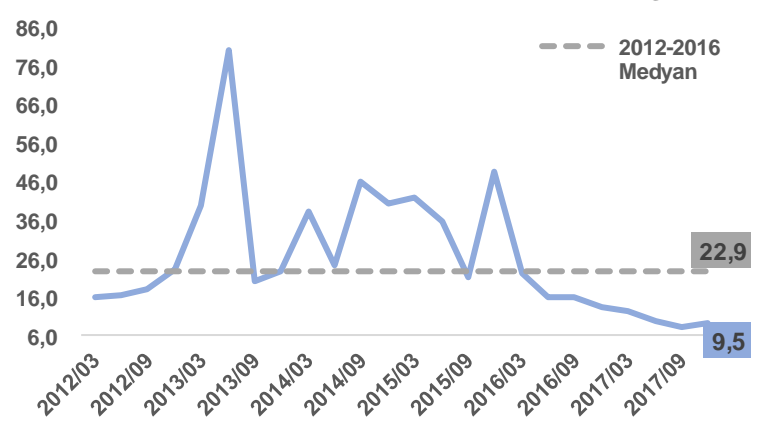
Kaynak: BMD &amp; Bloomberg

BRSAN sektör ortalamasının altında FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

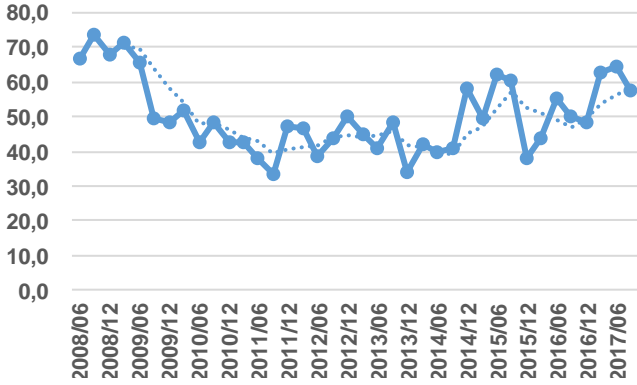
## FD/FAVÖK Son4Ç



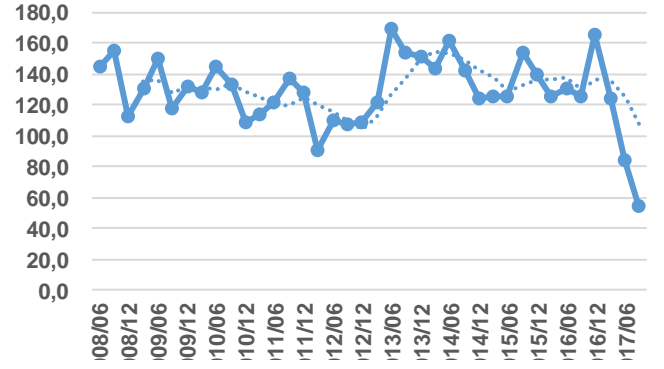
## F/K Son4Ç



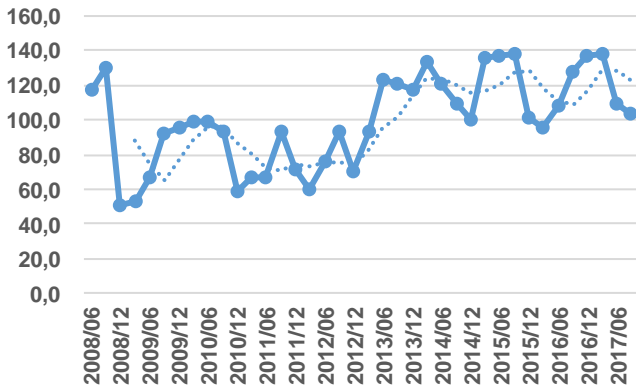
## Alacak Tahsilat Süresi



## Borç Ödeme Süresi



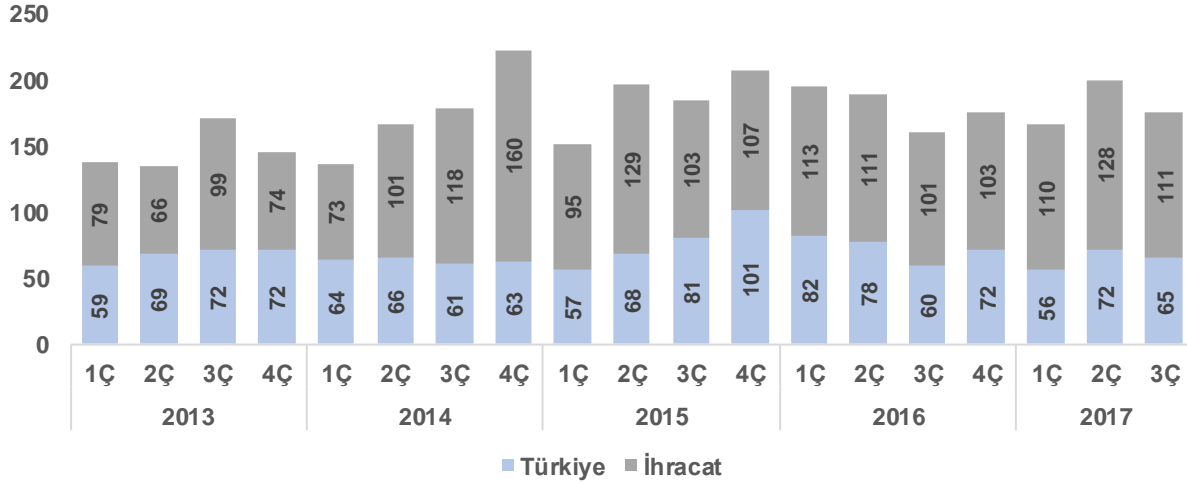
## Stok Süresi



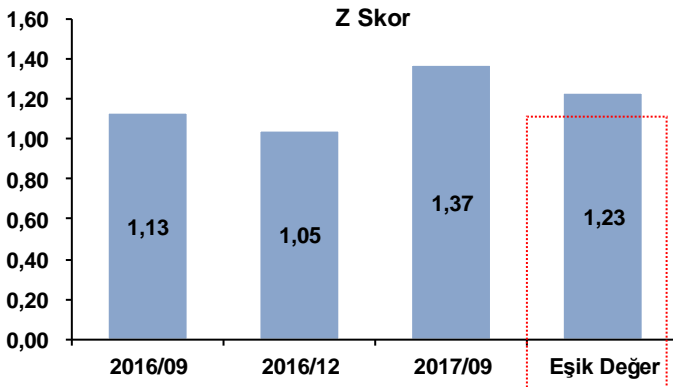
## Döngü Süresi



## BRSAN Birinci Kalite Ürün Satışları (Bin Ton)



BRSAN Özet Mali Veriler								Değişim		
(m TL)	2Ç16	3Ç16	4Ç16	1Ç17	2Ç17	3Ç17	9A16	9A17	3Ç17/3Ç16	9A17/9A16
<b>Net Satışlar</b>	<b>502,4</b>	<b>431,3</b>	<b>526,0</b>	<b>552,0</b>	<b>770,0</b>	<b>698,7</b>	<b>1.440,4</b>	<b>2.020,6</b>	<b>62,0%</b>	<b>40,3%</b>
Brüt Kar	103,9	75,1	72,5	78,0	147,6	132,4	258,2	358,1	76,5%	38,7%
Faaliyet Giderleri	-38,1	-33,8	-43,2	-43,1	-48,7	-48,1	-109,9	-139,9	42,4%	27,3%
Esas Faaliyet Karı	65,8	41,3	29,3	35,0	98,9	84,4	148,3	218,3	104,3%	47,2%
Amortisman	18,2	18,3	30,6	21,9	20,5	22,3	53,2	64,7	22,1%	21,6%
<b>FAVÖK</b>	<b>84,0</b>	<b>59,6</b>	<b>59,9</b>	<b>56,9</b>	<b>119,4</b>	<b>106,7</b>	<b>201,5</b>	<b>283,0</b>	<b>79,1%</b>	<b>40,4%</b>
Diğer Gelir/Gider	-0,4	2,5	19,1	5,9	12,8	6,6	3,7	25,4	166,3%	594,7%
Yat. Faal. Gel./Gid.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	11,1	26,6	A.D.	140,5%
Öz. Yön. Değ. Yat.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	A.D.	A.D.
Finansman Gel./Gid.	-14,4	-14,2	-30,2	-18,4	-25,6	-26,9	-43,0	-70,8	90,0%	64,9%
<b>Net Kar</b>	<b>50,0</b>	<b>22,0</b>	<b>12,7</b>	<b>17,7</b>	<b>101,4</b>	<b>64,8</b>	<b>89,4</b>	<b>183,9</b>	<b>193,8%</b>	<b>105,7%</b>
<b>Özkaynak</b>	<b>1.285,9</b>	<b>1.353,9</b>	<b>1.601,4</b>	<b>1.555,4</b>	<b>1.601,5</b>	<b>1.692,0</b>	<b>1.353,9</b>	<b>1.692,0</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,0%</b>
Aktif Büyüklük	3.071,8	3.110,8	3.543,5	3.786,2	3.712,4	3.711,0	3.110,8	3.711,0	19,3%	19,3%
Yatırım	0,0	-0,8	44,5	0,0	0,0	-1,6	-0,8	-79,9	102,8%	10184,1%
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>191,6</b>	<b>270,9</b>	<b>142,5</b>	<b>448,2</b>	<b>577,0</b>	<b>771,9</b>	<b>270,9</b>	<b>771,9</b>	<b>184,9%</b>	<b>184,9%</b>
<b>Net Borç</b>	<b>560,0</b>	<b>626,0</b>	<b>627,0</b>	<b>1.024,4</b>	<b>967,7</b>	<b>1.089,2</b>	<b>626,0</b>	<b>1.089,2</b>	<b>74,0%</b>	<b>74,0%</b>
<b>Rasyolar</b>										
Brüt Marj	20,7%	17,4%	13,8%	14,1%	19,2%	19,0%	17,9%	17,7%	1,6%	-0,2%
Faaliyet Gel./Ciro	7,6%	7,8%	8,2%	7,8%	6,3%	6,9%	7,6%	6,9%	-0,9%	-0,7%
Esas Faaliyet Kar Marjı	13,1%	9,6%	5,6%	6,3%	12,8%	12,1%	10,3%	10,8%	2,5%	0,5%
FAVÖK Marjı	16,7%	13,8%	11,4%	10,3%	15,5%	15,3%	14,0%	14,0%	1,5%	0,0%
Net Kar Marjı	10,0%	5,1%	2,4%	3,2%	13,2%	9,3%	6,2%	9,1%	4,2%	2,9%
Yatırım/Ciro	0,0%	-0,2%	8,5%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	-4,0%	-0,0%	-3,9%
İşletme Sermayesi/Ciro	9,2%	13,7%	7,2%	22,3%	25,3%	30,3%	13,7%	30,3%	16,6%	16,6%
<b>Net Borç/FAVÖK</b>	<b>2,43</b>	<b>2,80</b>	<b>2,40</b>	<b>3,93</b>	<b>3,27</b>	<b>3,18</b>	<b>2,80</b>	<b>3,18</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,3%</b>



Altman tarafından geliştirilen Z-Skor şirketlerin finansal gücünü ölçmektedir. Modele göre 2 yıl boyunca Z-Skor seviyesi 1,23'ün altında kalan şirketlerin finansal güçlülük çekme olasılığı %72'dir. BRSAN 2017/09 dönemi itibarıyla 1,37 kaydedilen Z-Skor seviyesi ile eşik değer üzerinde bir finansal görünüme sahip gözükmemektedir.

Likidite Rasyoları	2017/09	2016/12	2016/09	Referans
Cari Oran	1,03	0,94	0,99	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,52	0,42	0,52	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	67	47	47	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	116	136	115	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	66	127	124	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	117	56	38	Sektör
İşletme Sermayesi (TL)	760	291	213	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	29,8%	14,8%	10,8%	Sektör

Borçluluk Oranları	2017/09	2016/12	2016/09	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	54,4%	54,8%	56,4%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	50,8%	18,4%	35,7%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	3,4	3,6	3,3	>3
Net Borç/FAVÖK	3,2	2,4	2,8	<4
Net Borç/Özkaynak	0,6	0,4	0,5	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	0,6	0,5	0,5	Sektör

Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2017/09	2016/12	2016/09	Referans
Brüt Marj	16,9%	16,8%	15,3%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	9,7%	9,0%	7,8%	Sektör
FAVÖK Marjı	13,5%	13,3%	11,3%	Sektör
Net Kar Marjı	7,7%	5,2%	3,6%	Sektör
Aktif Karlılık	5,3%	2,9%	2,3%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	4,0%	3,7%	3,4%	<%3

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2017/09	2016/09	Referans
Brüt Marj	19,0%	17,4%	Sektör
FAVÖK Marjı	15,3%	13,8%	Sektör
Net Kar Marjı	9,3%	5,1%	Sektör
Satış Büyümesi	62,0%		Sektör
FAVÖK Büyümesi	79,1%		Sektör
Net Kar Büyümesi	193,8%		Sektör
Brüt Kar Büyümesi	76,5%		Sektör

Yatırım Rasyoları	2017/09	2016/12	2016/09	Referans
EVA-m TL	-187	-193	-147	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	6,7%	5,5%	6,0%	>AOSM
CRR	116,2%	131,1%	105,2%	Sektör

DUPONT	2017/09	2016/12	2016/09	Referans
Aktif / Özkaynak	2,19	2,21	2,30	
Net Satış / Aktif	68,6%	55,5%	63,7%	
Net Kar / Satış	7,7%	5,2%	3,6%	
<b>Özsermaye Karlılığı</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>13,3%</b>

İlker Şahin  
ilker.sahin@bmd.com.trBizim Menkul Değerler A.Ş.  
Araştırma Bölümü  
Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr  
Telefon : 0216-547-13-52**Yatırım Profili**

BİST'te işlem gören holding, finans, GYO, yatırım ortaklıkları ve belirli bir hacmin altında işlem gören volatilitesi yüksek hisseler hariç sanayi ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren 187 şirket genel örnekleme olarak belirlenmiştir. **Getiri** değişkeni şirketlerin yılbaşından rapor tarihine kadarki sürede hisse getirileri olarak tanımlanmıştır. Örneklemin ortalama getirisi ise şirketlerin firma değerlerine göre ağırlıklandırılmış getiridir. **Büyüme** değişkeni şirketlerin son 1 yıldaki FAVÖK büyümesi olarak tanımlanırken genel örneklemin **Büyüme** değişkeni şirketlerin medyanı olarak belirlenmiştir. **Çarpan** değişkeni şirketlerin son bir yılda elde ettikleri FAVÖK rakamına göre oluşan FD/FAVÖK çarpanı olarak tanımlanırken genel ortalamanın **Çarpan** değişkeni şirketlerin medyanıdır. **Volatilite** değişkeni hisse senedinin yılbaşından rapor tarihine kadarki getirilerinin standart sapması olarak tanımlanırken genel ortalama **Volatilite** değişkeni hisselerin medyanıdır. Tüm veriler %20'lik dilimlere bölünmüş ve ortalama ve şirket verisinin yüzdelik dilimi hesaplanmıştır.

**Endekse Göre Getiri Tanımlamaları**

<b>Endeksin Üzerinde Getiri</b>	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
<b>Endekse Paralel Getiri</b>	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
<b>Endeksin Altında Getiri</b>	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

\*BİST100 için önümüzdeki 12 aylık getiri beklentimiz mevcut finansal koşullarda %14 seviyesindedir.

**Önemli Uyarı**

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.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayımlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmaması gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunda düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayımlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.