WIZZ AIR

12 HÓNAPOS CÉLÁR: 17,0 GBP (korábbi: 22,1 GBP)
AJÁNLÁS: VÉTEL

Elemzési üzletágvezető
Bukta Gábor
+361 489 2272
g.bukta@con.hu

Alkotás utca 55-61,
Budapest
www.con.hu

A fordulat még messze van, de az árfolyam túlzottan is büntetett

Összefoglalás: Előrejelzéseinket jelentősen csökkentettük azok után, hogy a Wizz Air június eleji pénzügyi jelentése elmaradt a várakozásoktól és a következő évre is a várakozásoktól elmaradó előrejelzést tett közzé a legfontosabb mutatókra vonatkozóan. A részvény szenvedése nem meglepetés, a befektetők egyre nagyobb számban kérdőjelezik meg a menedzsment hitelességét és felkészültségét. Célárunkat a korábbi 22.1-ről 17 GBP-re vágtuk, ajánlásunkat pedig Vételen tartjuk. Középtávú vételi ajánlásunk arra épít, hogy tőkeemeléstől nem kell félni, mivel a cash-flow a következő két évben a szenvedés ellenére is pozitív lehet. Ugyanakkor rövid távon a pozitív momentum hiánya miatt nagy maradhat a volatilitás a részvényben. A külső környezet potenciális további romlása (dollár erősödés, olajár emelkedés, geopolitikai eszkaláció, fogyasztói bizalom romlása) az előrejelzéseinket akár nagyon negatívan is befolyásolhatja. A flottaméretthez képest ugyanis a marzsok annyira eltörpültek, hogy az idei és jövő évi profit előrejelzésünk kedvezőtlen folyamatok hatására könnyen veszteségbe fordulhat.

Stratégiai és működési kihívások: A Wizz Air stratégiai és operatív szinten is hátrányba került versenytársaival szemben az elmúlt években annak ellenére, hogy a nagy légitársaságok között a legfiatalabb, legkorszerűbb flotta üzemeltetőjének mondhatja magát Európában. Ezt részben a menedzsment magának köszönheti, a túlhajszolt növekedés mellé ugyanis gyenge fundamentumok párosulnak, így a tőkeerős versenytársak folyamatosan szorongatják az eladósodott Wizz Airt jellemzően nagyon versengő jegyárazással. A nettó adósság körülbelül 5 milliárd euró körül mozog, miközben a nettó adósság/EBITDA arány 4,4-szeres volt március végén.

Mindazok ellenére, hogy a jelentést követően úgy gondoltuk, a por hamarosan le fog ülepedni, a Wizz Air részvényei jelentős nyomás alatt maradtak. Valójában ez nem meglepetés, a pesszimista befektetők jelenleg kontroll alatt tartják a cég részvényeit. Az elmúlt napok eseményei pedig masszívan rontottak az összképen. A jelentést követően a cég szempontjából egyik legfontosabb célpont Tel-Aviv is kiesett határozatlan időre az elérhető desztinációk közül az Izrael és Irán közötti geopolitikai eszkaláció következtében. Ráadásul az olajár masszívan emelkedik, a kerozin ára május vége óta 21%-ot pattant euróban. Bár az olaj- és devizakitettség több mint 70%-ban le van fedezve erre az évre és a következő évre is 20 százalék körül van, 10% drágulás az olajban akár 160 millió euró

addicionális költséget is jelenthet. A 2026-os és 2027-es pénzügyi évre az üzemanyag fedezeti ára rendre 701/776 USD/tonna és 666/733 USD/tonna szinten van, azonban a legutóbbi fejlemények aggodalomra adnak okot. Amennyiben tehát a jelenlegi szintekről nem normalizálódik az olajár, úgy a következő, 2027-es pénzügyi évben akár veszteségbe is fordulhat ismételten a cég.

Menedzsment hitelesség: A menedzsment soha nem tapasztalt hitelességi válságban van, hiszen időről időre bebizonyosodik, hogy a realitástól távol eső középtávú álmokat hajszol. Azt elfogadható indoklásnak tartjuk, hogy a menedzsment hatáskörén kívül álló kihívások nehezítik a működést, viszont a pénzügyi navigálás folyamatosan félrevezető az utóbbi években, hiszen a CEO és a CFO rendszeresen a realitástól jobb színben festi le az aktuális kilátásokat. Ez pedig azt eredményezi, hogy a negyedéves eredményeket követően negatívan reagál az árfolyam, hiszen az utóbbi 15 gyorsjelentést követően 13 alkalommal veszteségben fejezte be a kereskedést a részvény.

Vezetői előrejelzés: A jelentés és a 2026-os előrejelzés egyértelműen csalódást okozott. A korábbi évekkel ellentétben a menedzsment most nem adott meg profit tartomány várakozást, de puha előrejelzés érkezett, ami táptalaja lett a leminősítéseknek és a negatív piaci kommentároknak. Eszerint a RASK (egy utasra jutó bevétel) és az ex-fuel CASK (üzemanyag nélküli költség) némileg növekedni fog, ugyanakkor a piac ezt szkepticizmussal fogadta és csalódott a vezetőségben.

Különösen a költségek terén nehezen érthető, hogy a menedzsment miért kommunikált az elmúlt közel 1 évben várható költségcsökkenésről, miközben jelentős, közel 200 millió euró plusz költség merülhet fel az idei esztendőben. Ráadásul ennek a normalizálódására is legalább 3 évet kell várni. A 2010-es években flottába állított A320ceo típusú gépek kivezetéséhez kapcsolódóan ezt a felmerülő addicionális költséget már évekkel korábban tisztán kellett volna látnia a menedzsmentnek. Bár tett rá utalást, hogy a várható karbantartási költségekre elkezdett tartalékot képezni, a profit rövid távú felpumpálása érdekében nem járt el szerintünk prudensen a menedzsment. Ez akár megkérdőjelezhetné a korábban kifizetett bónuszok létjogosultságát is.

Továbbá a rövid távú bevétel előrejelzés sem tűnik prudensnek, a várt 2%pontos utas-kihasználtság (load factor) növekedés még úgy is nagyon optimista, ha a jegyárakat a Wizz Air akár 5-10 százalékkal is levághatja átlagosan a piac stimulálása érdekében. A kihasználtság javulása ugyanis áprilisban és májusban nem látszott, a foglalási görbe pedig fals képet mutathat, hiszen azt tapasztaljuk, hogy a járatok indulása előtt nagyon olcsó ajánlatok vannak a nyári csúcsidőszakra is. Ősszel pedig meglátásunk szerint az összehasonlítható bázis adat sem fog kedvezni a töltöttség jelentős javulásának, ugyanis az izraeli járatok erősen jól teljesítettek 2024 őszén a 2023-as leállást követően.

GTF és kapacitás: Az idei évre előrejelzett 20 százalékos kapacitásbővülés döbbenetes tervnek tűnik. Bár rövid távon a gépek átvétele egyszeri profitot eredményez az SLB tranzakciók miatt, az azt követő években jóval nagyobb negatív hozadéka lehet. A kapacitás növekedési ütemen enyhíthet, hogy a GTF turbina probléma miatt jelenleg 37 gép vesztegel a földön, ami szeptember végére 34-re csökkenhet. A menedzsment hajlamos erre fogni, hogy miért alakulnak rosszul a dolgok, de a kompenzáció miatt mindenféle komment ellenére összességében akár jobban is járhat a cég, mintha a jelenleg működésben lévő

flottától 15-20%-kal nagyobb flottával kellene üzemelnie. A kompenzáció kapcsán nem világos, hogy az előző negyedévben pontosan honnan származott 150 millió euró bevétel ezen a soron, de ezt az összeget biztosan nem szabad extrapolálni. Negyedéves szinten inkább egy 60-70 millió eurós összeg (run rate) tűnik reálisnak.

A hajtómű problémák ellenére a P&W és a Wizz Air között az elmúlt napokban egyébként tovább mélyült a kapcsolat, hiszen az új gépek beszerzésére kiírt tenderen a CFM által gyártott LEAP hajtóművekkel szemben ismét a GTF került ki győztesen. A gyerekbetegségek ellenére a P&W-nek és a Wizz Airnek is erős szempont lehet, hogy a Wizz Air jelentős diszkont beszerzési ár mellett a legnagyobb üzemeltetője a hajtóműveknek, a LCC modell pedig annál hatékonyabb, minél kevesebb féle technológiával kell dolgozni. A GTF hajtóművek már a frissített verzióban érkezhetnek. A Leap és a GTF esetében is ugyanis megbízhatósági gondok léptek fel, mivel ezek a hajtóművek a forróságot és a port (Hot & Harsh conditions) kevésbé tűrik és gyakoribb, hajtóműlevétellel járó karbantartásra szorulnak, ami igen költséges. A GTF Advantage turbina amellett, hogy tartósabb lesz, némi üzemanyagmegtakarításra is képes lehet, miközben a már meglévő turbinákban az elhasználódott alkatrészeket már a tartós, új alkatrészekkel pótolhatják hamarosan.

A géppark növekedési ütemét vizsgálva az egyértelművé vált, hogy az A321XLR géphez fűzött nagyszabású tervekről elkezdett lemondani a cég és a korábbi megrendeléseket részben a hagyományos A321neo-ra konvertálhatja majd a jövőben. Az XLR repülőgéppel az első tapasztalatok nem túl jók, noha a kommentek alapján a Gatwick-Jeddah közötti járat a kezdeti nehézségek ellenére jó úton halad a profitabilitásra vonatkozó elvárásoknak való megfelelés szempontjából. A Milan és Abu Dhabi közötti járat viszont el sem indult, mert az Etihad ellenséges árazása következtében annyira alacsony volt az érdeklődés a járatra, hogy nem lett volna gazdaságos üzemeltetni. Ez valahol azt is sugallja, hogy az Abu Dhabiban meglévő leánycég napjai meg lehetnek számlálva, hiszen nem engedik a Wizz Airt, hogy piacot szerezzen ezen a területen.

A vezetőség elképzelhető, hogy kezd kifogyni az időből, hogy feladja az álmait és kizárólag az alapokra fókuszáljon. Mit is jelenthet ez?

Arra számítunk, hogy a részvényár addig fog nyomás alatt maradni, amíg a menedzsment valami drasztikus, gyors, agilis lépésre el nem szánja magát. Ha szükséges, akár komoly stratégiai tervek átrajzolására is kényszerülhet.

Racionális lépés lehet például, ha a veszteséget termelő Wizz Air Abu Dhabi leányvállalat bezárásra kerül, a Közel-Keleti terjeszkedés helyett pedig az anyavállalat a KKE régióra koncentrál. A WAAD bezárása forró téma, a cég komolyan fontolgatja az operáció leépítését. Megalapítása óta a Wizz Air legalább 50 millió eurót bukhatott el rajta és semmi jele a javulásnak. 2021 óta a cég évente stabilan 11-12 millió euró veszteséget halmozott fel a kisebbségi tulajdonoskra jutó eredmények alapján, így a türelem elfogyni látszik. A legfájóbb pont pedig az, hogy a téli időszak során is legfeljebb nullszaldós a leánycég.

Érdekes kérdés, hogy mi lesz a jelenlegi 12 A321 gépből álló flotta sorsa. Az átcsoportosításnak jelentős kockázata és költségvonzata lenne. Meglátásunk szerint a legjobb megoldás az lehet, ha a Wizz Air a cégben meglévő kisebbségi részesedését a részvények 51%-át birtokló Abu Dhabi Development Holding-nak

értékesítené és a 8 darab hagyományos A321ceo, valamint a 4 darab A321neo gépből álló flottát is otthagyná.

A Ryanair a következő 2 nyáron visszafogott kapacitásokat fog tudni csak kiépíteni, hiszen nem fog új gépeket kapni a Boeingtól. Így adott a lehetőség a KKE régióban a piaci részesedés növelésére és a nagy versenytárs visszaszorítására. Ez a bizonyított növekedési stratégia az, amelyet a menedzsmentnek erőltetnie kellene meglátásunk szerint. A Közel-Kelet nagy kockázattal jár, a KKE régió viszont stabil, a nyugat-európai GDP-t meghaladó gazdasági növekedést érhet el a következő években is. A cég által bemutatott prezentációból jól látszik, hogy idén Romániában 28, Lengyelországban 24, Bulgáriában 14, Magyarországon pedig 12%-kal fog nőni a flotta mérete. A Wizz magabiztos, hogy ezt a plusz kapacitást a piac fel fogja tudni szívni, de ettől többet valószínűleg nem.

Fordulópont lehet és a kapacitás allokálásban kulcsszerepet játszhat, ha Ukrajna és Oroszország közötti fegyverszünet megkötésre kerül és ismét elindul a polgári repülés. A Wizz Air tervei szerint 6 héten belül 30, 1 éven belül 60, míg 3 éven belül akár 150 járatot is működtethetne, ami 15 millió ülésnek felel meg, mely az akkorra várható flotta 12-15 százalékát tenné ki.

Az XLR-flotta bevetése az indiai hatóságokkal folytatott tárgyalások sikerétől függ, mivel aggályos, hogy a Wizz Air mennyire tudja kihasználni az új repülőgépek előnyeit az Európán belüli útvonalakon. A Wizz Air indiai terve az, hogy közvetlen, diszkontjáratokat indítson India és több európai város között, elsősorban az új, hosszú hatótávolságú Airbus A321XLR típusú repülőgépekkel. A Budapest–Mumbai és Budapest – Új-Delhi járatok lehetnek az első két útvonal, de jelenleg is folynak a tárgyalások egy kétoldalú légiközlekedési megállapodás létrehozásáról India és Magyarország között. Az XLR repülőgépek akár 8 órás repülési időt is lehetővé tesznek, így más közép-kelet-európai fővárosokkal való összeköttetés is szóba jöhet.

Bika és Medve forgatókönyv

Az optimizmusra és a pesszimizmusra is van néhány ok.

Medve forgatókönyv: Ahogy korábban kiemeltük, a költségfegyelem hiányát a vezetőségnek kezelnie kellene, mivel a befektetők a légitársaság történetét elsősorban a versenyképes költségstruktúra miatt kedvelték. Emellett a diszkont légitársasági szektor rendkívül versengő, hiszen a Ryanair és az easyJet is stabil mérleggel működik. A geopolitikai kockázatok, a globális gazdasági lassulás és a fogyasztói bizalom csökkenése kihívást jelenthet a Wizz Air üzleti modellje számára, miközben az elhúzódó hajtóműproblémák váratlan veszteségeket és működési nehézségeket okozhatnak.

Bika forgatókönyv: A térségbeli konfliktusok (Oroszország–Ukrajna, illetve Izrael–Irán) enyhülése jelenleg messze a legfontosabb tényező. A légi közlekedés iránti erős kereslet a Wizz Air alapvető piacain szintén kulcsfeltétele a magasabb jövedelmezőségnek. Véleményünk szerint a flotta agresszívebb átcsoportosítása a közép-kelet-európai régióba, valamint a WAAD bezárása vagy kedvező áron történő értékesítése szintén pozitív fejlemény lenne.

Likviditási helyzet

Nem látjuk annak esélyét, hogy a Wizz Air a következő két évben fizetőképességi problémákkal szembesülne, még egy kedvezőtlen forgatókönyv esetén sem, köszönhetően az ún. „PDP-holiday”-nek. Ez átmeneti könnyítést vagy az előlegfizetések (pre-delivery payment) átstrukturálását jelenti, ami lehetővé teszi a légitársaság számára, hogy elhalassza vagy jobban kezelje ezeket a jelentős előzetes kifizetéseket anélkül, hogy az azonnali készpénzállományt túlzottan megterhelné. Emellett a Wizz Air jogosult lesz visszatérítésekre is az Airbustól.

Alapeseti forgatókönyvünk szerint a Wizz Air képes lesz visszafizetni a 2026 januárjában lejáró 500 millió eurós kötvényét, miközben a jelenlegi készpénzállomány nagyjából változatlan marad. Ez magyarázatot adhat arra, hogy a kötvény árfolyama miért nem mozgott együtt a részvényekével az elmúlt néhány kereskedési napon.

Annak ellenére, hogy a Moody’s 2025. június 17-én Ba2-re rontotta a hitelminősítést negatív kilátással, a nettó adósság/EBITDA mutató az év végére 4,4-ről akár 3,3-ra is csökkenhet. Véleményünk szerint ez a lépés kissé megkésett, figyelembe véve a magas tőkeáttételt.

Előrejelzésünk felülvizsgálata

Eredménybecsléseink eltérnek a Wizz Air iránymutatásától. Úgy véljük, hogy a 2026-os pénzügyi év második felében a kapacitásbővítés kissé elmarad majd a várt 25%-tól, és a 2026-os pénzügyi évre vetített utaskilométer (ASK) körülbelül 19%-kal nőhet a vállalat által jelzett 20%-kal szemben. Az egész évre vonatkozóan 0,5 százalékpontos javulásra számítunk a kihasználtsági rátában (LF), szemben a vállalat által irányzott körülbelül 2 százalékpontos emelkedéssel. A RASK esetében 1,2%-os éves csökkenéssel számolunk az agresszív árazás miatt, szemben a Wizz által előirányzott éves szintű növekedéssel. Az üzemanyag nélküli egységköltség esetében 4%-os éves növekedéssel kalkulálunk, míg a cég csupán „enyhén magasabb” éves értéket jelzett előre.

A 2026-os pénzügyi évre vonatkozó nettó nyereségbecslésünk 136 millió eurós árfolyamnyereséget tartalmaz a gyengébb amerikai dollár miatt (március végi EUR/USD záróárfolyam: 1,0812), így becslésünk konzervatívabb a vállalaténál és a jelenlegi konszenzusnál is.

A részvény jelenlegi előrejelzéseink alapján a 2026-os pénzügyi évre vetítve 7-szeres P/E és 4,3-szoros EV/EBITDA szorzón forognak.

A Wizz Air értékelését az EV/IC és ROIC regresszió alapján, valamint szorzószámos értékeléssel végeztük. Ennek eredményeként **17,0 GBP-re csökkentettük a célárunkat, ami több mint 60%-os felértékelődési potenciált** jelent. Véleményünk szerint a DCF-alapú módszertan a magas tőkeáttétel miatt kockázatos, ugyanakkor rövid távon nem számítunk likviditási problémára a pénztermelő képesség alapján.

Eredménykimutatás [EUR mn]	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
Bevételek	**3,896**	**5,073**	**5,268**	**6,185**	**7,363**
Jegybevételek	2,025	2,804	2,917	3,346	4,005
Kiegészítő bevételek	1,871	2,269	2,351	2,840	3,358
Költségek	**-3,761**	**-3,880**	**-4,133**	**-4,658**	**-5,458**
Személyi ráfordítások	-374	-508	-565	-681	-766
Üzemanyag ráfordítás	-1,954	-1,856	-1,798	-1,763	-2,015
Egyéb költségek	-1,433	-1,516	-1,771	-2,213	-2,678
EBITDA	**134**	**1,193**	**1,134**	**1,528**	**1,905**
ÉCS + Amortizáció	-601	-755	-967	-1,219	-1,391
EBIT	**-467**	**438**	**168**	**309**	**514**
Nettó pénzügyi eredmény	-98	-97	-148	-47	-241
Adóráfordítás	30	25	194	-39	-41
Riportált nettó profit	**-535**	**366**	**214**	**222**	**232**
Kisebbségi részesedés, egyszeri tételek	12	11	12	12	12
Nettó profit (részvényesekre jutó)	**-523**	**377**	**226**	**234**	**244**
EPS [EUR]	**-4.1**	**2.9**	**1.8**	**1.8**	**1.9**

Forrás: Wizz Air, Concorde

Concorde Securities Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interests that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. For analysts' certification and other important disclosures, please refer to the "Disclaimer" section at the end of this report.

DISCLAIMER I.

This research report has been prepared by Concorde Securities Ltd., a full-service Hungarian investment banking, investment management and brokerage firm. Concorde Securities Ltd. is under the supervision of the National Bank of Hungary in its capacity as financial supervisory authority.

Concorde Securities Ltd. is registered in Hungary and does not have any subsidiaries, branches or offices outside of Hungary. Therefore we are not allowed to provide direct investment banking services to US investors and restrictions may apply to our potential investment banking services according to your country's jurisdiction.

Our salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions that are their own and may be contrary to the opinions expressed in our research products, and our proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed by our analysts or traders.

Our research, sales and trading professionals are paid based on the profitability of the respective divisions of Concorde Securities Ltd., which from time-to-time may include revenues from the firm's capital market activity. Concorde Securities Ltd. does not prohibit analysts, salespeople and traders from maintaining a financial interest in the securities or futures of any companies that they cover or trade on their clients' behalf in strict compliance with the Hungarian Capital Markets Act.

ANALYSTS CERTIFICATION

The research analysts undersigned and responsible for the preparation of this report hereby certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect their personal views about any and all of the securities or issuers referred to in this research report; (ii) no part of the analysts' compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or views expressed in this report and (iii) no part of their compensation is tied to any specific investment transactions performed by Concorde Securities Ltd.

Name and job title of individuals involved in the production of this report are disclosed at the end of this report.

Concorde Securities Ltd. is a leading manager and underwriter of Hungarian equity offerings. We have investment banking and other business relations with a substantial percentage of the companies traded on the Budapest Stock Exchange and covered by our research department. Concorde Securities Ltd, its directors and employees may have a position in these securities, which may change at any time.

Concorde Securities Ltd. acted as Lead Manager of the private and public share placement of the shares of FHB in 2003, Masterplast in 2012 and Duna House in 2016. Concorde Securities Ltd. acted as the Co-lead Manager of Gedeon Richter's exchangeable bond issue in September 2004. Concorde Securities Ltd. has provided financial advice to Magyar Telekom.

EXPLANATION OF RATINGS AND METHODOLOGY

Rating	Trigger
Buy	Total return is expected to exceed 20% in the next 12 months
Accumulate	Total return is expected to be in the range of 10-20%
Neutral	Total return is expected to be in the range of 10% - (-10%)
Reduce	Total return is expected to be in the range of (-10%) - (-20%)
Sell	Total return is expected to be lower than -20%
Under Revision	The stock is put Under Revision if the covering analyst considers new information may change the valuation materially and if this may take more time.
Coverage in transition	Coverage in transition rating is assigned to a stock if there is a change in analyst.

Securities prices:

Prices are taken as of the previous day's close on the home market unless otherwise stated.

Valuations and risks:

Analysis of specific risks to set stock target prices highlighted in our investment case(s) are outlined throughout the report. For details of methodologies used to determine our price targets and risks related to the achievement of the targets referred to in the main body of the report or at Rating Methodology on our website, visit (https://www.con.hu/wp-content/uploads/2016/04/Methodology_concorde_research.pdf?tstamp=201710021038)

Research disclosures:

Concorde Securities Ltd. may have published other investment recommendations in respect of the same securities/instruments recommended in this report during the preceding 12 months. Disclosure of previous investment recommendations produced by Concorde Securities Ltd. in the previous 12 months can be found at Rating history. (https://www.con.hu/wp-content/uploads/2016/04/Rating-history.pdf?tstamp=201710021038)

GENERAL

This report is provided for information purposes only and does not represent an offer for sale, or the solicitation of any offer to buy or sell any securities.

The information, and any opinions, estimates and forecast have been obtained from sources believed by us to be reliable, but no representation or warranty, express or implied is made by us as to their accuracy or completeness. The information, opinions, estimates and forecasts may well be affected by subsequent changes in market conditions. This document may not be reproduced in whole or in part, or published for any purpose.

REPRODUCTION OR REBROADCAST OF ANY PORTION OF THIS RESEARCH REPORT IS STRICTLY PROHIBITED WITHOUT THE WRITTEN PERMISSION OF CONCORDE SECURITIES LTD.

DISCLAIMER II.

This research/commentary was prepared by the assignment of Budapest Stock Exchange Plc. (registered seat: 1013 Budapest, Krisztina krt. 55. ; company registration number: 01-10-044764, hereinafter: BSE) under the agreement which was concluded by and between BSE and Concorde Securities Ltd. (registered seat: H-1123 Budapest Alkotás utca 55-61., company registration number: 01-10-043521, hereinafter: Investment Service Provider)

BSE shall not be liable for the content of this research/commentary, especially for the accuracy and completeness of the information therein and for the forecasts and conclusions; the Service Provider shall be solely liable for these. The Service Provider is entitled to all copyrights regarding this research/commentary however BSE is entitled to use and advertise/spread it but BSE shall not modify its content.

This research/commentary shall not be qualified as investment advice specified in Point 9 Section 4 (2) of Act No. CXXXVIII of 2007 on Investment Firms and Commodity Dealers and on the Regulations Governing their Activities. Furthermore, this document shall not be qualified as an offer or call to tenders for the purchase, sale or hold of the financial instrument(s) concerned by the research/commentary.