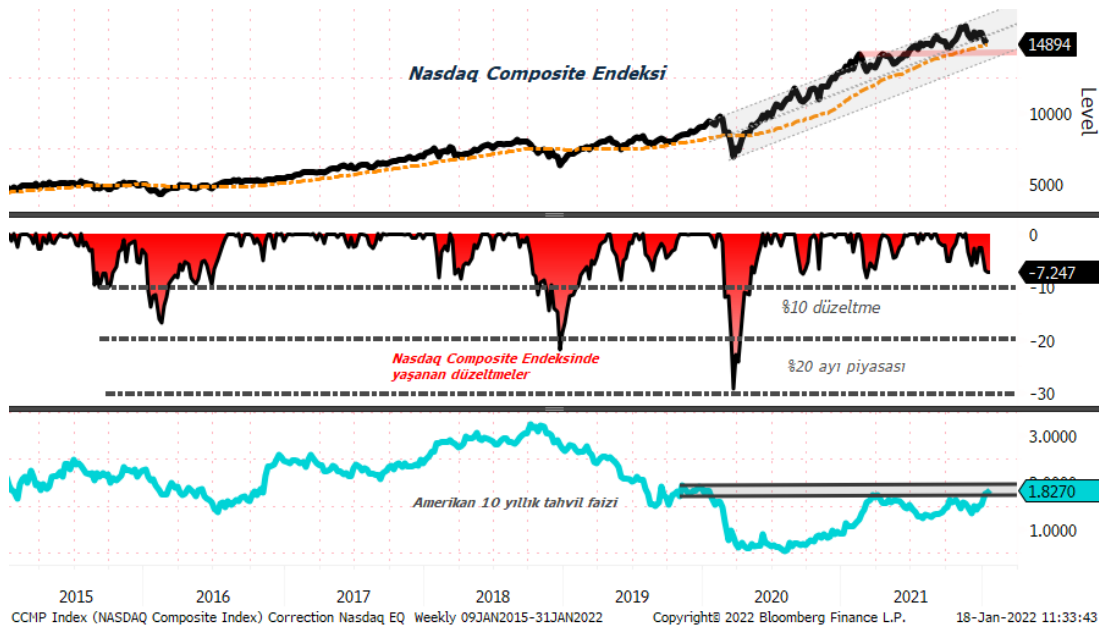


Geçtiğimiz hafta varlık fiyatlarının yönünü belirleyen ana faktörler yine; artan enflasyon, FED'den parasal sıkılaştırma beklentileri ve tahvil faizlerindeki yükseliş olurken, ABD'de başlayan 4. çeyrek bilanço sezonu da dikkatleri bir miktar şirket karlarına çevirdi. Hisse senedi endeksleri yüksek volatilitede hareket ederken haftayı sınırlı ekside kapattılar. Nasdaq Composite önceki haftaki sert satışlar sonrasında geçen hafta relatif güçlü kalırken, 10 yıllık tahvil faizi %1,78 kritik direncinde kapattı. Enflasyon kaygılarının ön planda kalması ile emtia genelinde güçlü bir seyir vardı.

- Veri tarafında ABD'de **TÜFE rakamı senelik %7** (çekirdek: %5,5) artışla son 39 senenin en hızlı enflasyon artışına işaret etti. Sonrasında gelen ÜFE rakamı önceki aya göre yavaşlamaya işaret etse de senelik %8,3 yükseldi. Hizmetler tarafında sınırlı yükselişe karşın, mal fiyatlarındaki hızlı yükselişin(özellikle kullanılmış arabalar, mobilya,vb) etkisi daha yüksekti.Ancak gelen **rakamlar her ne kadar çok yüksek olsa da, beklentilere paralel olması ve belki de piyasa oyuncularının enflasyonda zirvenin yakın olacağı beklentileri ile piyasalardaki tepki sınırlı kaldı.**
- Tahvil faizlerinde gördüğümüz sert yükseliş, **10 yıllıklarda son 40 senenin en büyük haftalık kaybına neden olurken**, FED beklentilerinin de 2022 için 4 faiz artışı+Mart'ta varlık alımlarının bitirilmesi+bilanço küçültülmesinin başlamasına işaret etmesi, bize **önemli ölçüde parasal sıkılaştırmanın fiyatlandığını düşündürüyor**. Grafikteki 10y tahvil faizi kritik direnç bölgesine dayanırken, faizlerdeki yükselişe hassas hareket eden **Nasdaq Composite de kritik desteklere yakın.**
- Önümüzdeki günlerde piyasadaki risk iştahını anlamak için 10 yıllık tahvil faizlerine ve Nasdaq endekslerine bakmakta fayda var. **Nasdaq Composite için 14,800 ve 14,000 seviyeleri (vadeli kontratlar için geçtiğimiz hafta belirttiğimiz 15,500 ve 15,000 seviyeleri)** yakından takip edeceğimiz kritik destekler. Önümüzdeki haftalarda bir miktar daha endekslerde aşağı hareket beklessek de, kısa vadede kar rakamlarının güçlü gelmesi teknolojiye bir yukarı tepkiye de yol açabilir.



Enflasyon paniği FED'i politika hatasına götürebilir... Her ne kadar enflasyon kaygıları son dönemde giderek yükselse de, biz burada tepeye yakın olabileceğimizi düşünüyoruz. Gerek artan konut fiyatlarının kiralari da yukarıya çekmesi ve ücret artışları enflasyonda daha kalıcı etki yaratsa da, enerji fiyatlarındaki artışın yavaşlaması, tedarik zinciri kaynaklı arz sıkıntılarının hafiflemesi, hükümet desteklerinin etkisinin azalmasının ve tasarrufların düşmesinin tüketime etkisi, Çin'de enflasyonda yavaşlama ve baz etkisinin giderek ön plana gelecek olması **gibi konular önümüzdeki dönemde enflasyon baskısının hafifleyebileceğini düşündürüyor.**

- Ancak bunun zamanlaması oldukça güç olacaktır ve bu süreçte FED üzerindeki baskı da giderek artacaktır. Enflasyon baskısı ilk yarıda güçlü kalabilir ancak sonrasında pandemi öncesine göre daha yüksek bir seviyede dengelenebilir. **Burada kritik faktör talepten çok arz tarafı olacaktır.** Önümüzdeki aylarda omicron etkisinin hafiflemesi ile tedarik zincirinin rahatlaması, arz sıkıntılarını azaltarak enflasyonda aşağı yönlü harekete yardımcı olabilir.
- Eğer arz kaynaklı sıkıntılar enflasyondaki esas önemli faktörse ve önümüzdeki bir kaç ayda burada ciddi bir rahatlama görülürse, FED'in zaten yavaşlayan büyümeye çok şahin bir tepki vermesi ve talebi boğması da bir politika hatasına yol açabilir. Dolayısıyla FED'in bulunduğu durum oldukça zor ve bize göre her taraftan gelen eleştirilere aşırı şahin bir tepki vermesi, faiz artış beklentisini 4'ten yukarıya çekmesi veya bilançoğu hızlı küçültmesi, hisse senetlerinde sert satışlara ve finansal koşullarda çok hızlı sıkılaşmaya neden olabilir. Geçtiğimiz hafta Bill Ackman gibi önemli bir fon yöneticisinin FED'in kredibilitelerini sorgulayarak 50 bplik bir artışa gecebileceğini ve JP Morgan CEO'su Dimon'ın FED'in 5-7 artış dahi yapabileceğini belirtmesi de, merkez bankasını daha şahin olma konusunda baskı altına alıyor.
- Buna ek olarak bu hafta gelen beklentinin çok altındaki **perakende satışlar verisi**, zayıf işsizlik başvuruları ve tüketici güveni rakamları da, talebin beklenen kadar güçlü olamayacağı işaretlerini de veriyor. Perakende satışlar Aralık ayında %1,9 gerilerken, kafalarda çok sayıda sorulara neden oldu (tedarik zinciri sıkıntısından dolayı raflarda az mal olması mı, birikmiş talebin zaten Ekim, Kasım aylarına çekilmiş olması mı, fiyatlardaki artışın etkisi mi, tüketicilerdeki yüksek tasarrufların azalması mı, vb..)



Tahvil faizlerindeki hareketler her zamankinden daha yakından takip edilecek... Tahvil faizlerinde 2022 başından bu yana gördüğümüz sert yükseliş piyasalarda ciddi çalkantıya neden olurken, 10 yıllıklar oldukça kritik bir dirençte kapanış yaptı. Bu sabah bu direnç bölgesinin(%1,75-%1,80) geçildiğini görüyoruz ancak bu seviyeler ne kadar korunacak, takip edeceğiz. ABD tahvil faizlerindeki yükselişin de, gelişmiş ülke piyasalarında getiri bulamayan yatırımcılar için giderek daha cazip hale geldiğini unutmamak gerekiyor. Özellikle 10 yıllıklarda %2 seviyesine doğru hareketin ivmelenmesi, yatırımcılarda tahvil talebini arttırabilir.

- Geçtiğimiz hafta yapılan tahvil ihraçlarında 30 yıllık tahvillerde talebin güçlü seyretmesi(2,35 bid to cover son altı ihracın ortalamasının üzerinde) sonrasında faizler bir miktar rahatlamıştı. Ancak Cuma günü ve bugün tekrar yukarı yönlü hareketlerin ön plana geldiğini gördük. 2 yıllıklardaki sert yükselişle beraber getiri eğrisi de yataylaşıyor ve ekonominin gidişatına dair orta vadeli olumsuz sinyaller üretiyor.



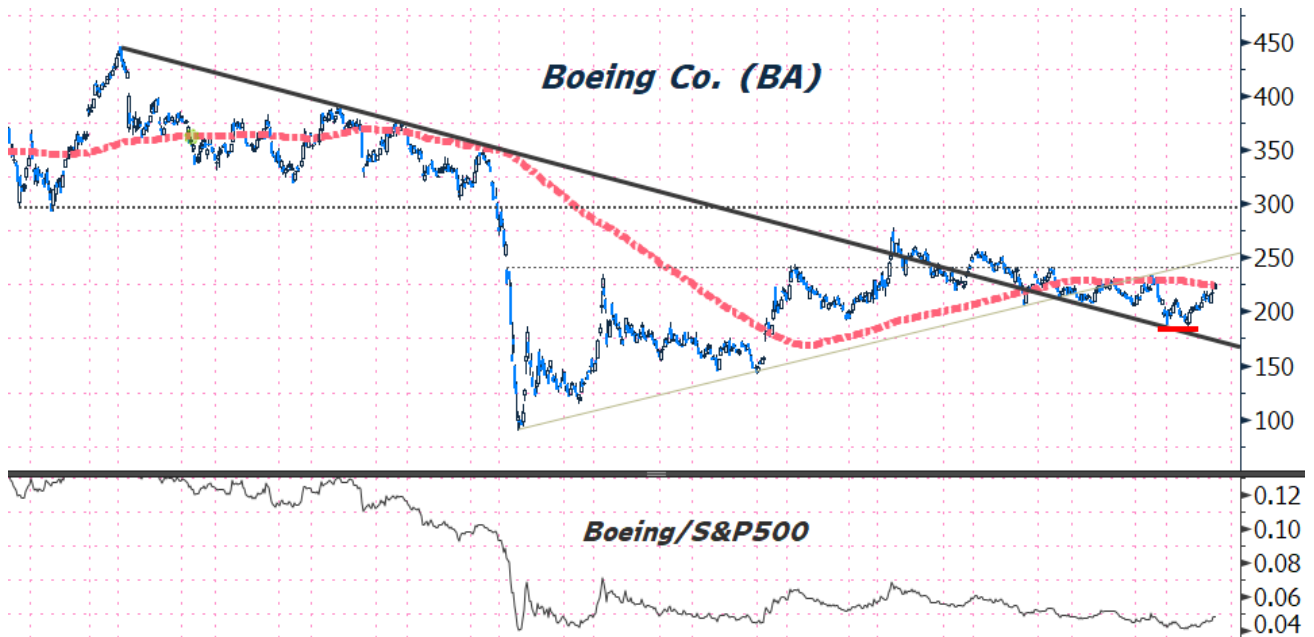
Ocak ayı opsiyonlarının vade tarihi bu hafta gelirken, volatilitenin çok arttığı ve Ocak 2021 opsiyonlarının geçtiğimiz aylarda oldukça aktif bir şekilde trade edildiği göz önüne alındığında, bu hafta broker'ların gamma pozisyonları ve bu pozisyonları hedge etmek için yapacakları alım satımlar da dayanak varlıklar (endeksler ve hisseler) üzerinde etkili olabilir. Her ne kadar likiditenin yüksek olması bu hareketlerin etkisini daha sınırlı kılsa da, özellikle Cuma günü bu flow'ların etkisi ile piyasalarda sert dönüşler yaşanabileceği de göz önüne alınmalı.

Hisse senetleri tarafında geçtiğimiz hafta tahvil faizlerindeki yavaşlama ile beraber, ucuzlanmış teknoloji şirketlerine bir miktar alım geldiğini takip ettik. Her ne kadar endekslere bakıldığında büyüme odaklı hisselerdeki tahribat sınırlı gibi görünse de, aslında özellikle spekülasyon büyüme alanlarında %30-40'lara yakın düşüşler var. Hatta metaverse, elektrikli araçlar, AI, fintech, cloud gibi gelecekte dominant olabilecek hızlı büyüme potansiyeline sahip alanlara yönelik takip ettiğimiz ETF'lerde yaklaşık %30 civarında bir geri çekilme söz konusu. Faizlerdeki yükselişler bu alanlarda bir miktar daha satış baskısına neden olabilir, özellikle 10 yıllıkların faizinin %2 seviyesine doğru çıkması satışları hızlandırabilir. Ancak önümüzdeki haftalarda bazı hisselerde cazip alım fırsatları da ortaya çıkacaktır. Bu noktada kısa vadeli fırsatlar için dev teknoloji hisselerini (Microsoft, Nvidia, Qualcomm, Google gibi) tercih etmekte fayda var.

Boeing (BA) döngüsel hisseler arasında beğendiğimiz şirketlerden bir tanesi. Çin'de 737 Max modelinin tekrar uçmaya başlayacağı haberleri ile şirketin hisse senedi toparlanırken, 2021 senesinde bir önceki seneye göre yaklaşık iki kat fazla uçak teslimatı yapılması ve üçte ikisi yüksek marjlı Max uçakları olmak üzere 535 uçak satışı gerçekleştirilmesi pandemi etkisinin büyük oranda geçmişte kalmış olabileceğini düşündürüyor. Şirketin 4,250 adetlik sipariş bakiyesinin de %80'ini Max uçakları oluşturuyor.

Çin'in global bazda en büyük ikinci ticari havacılık marketi olduğu göz önüne alındığında, ülkede Max'ların havalanması ile önümüzdeki sene yeni siparişler konusunda toparlanma devam edebilir (2021 siparişlerinin önemli kısmı ABD bazlı havayollarından geldi). Nitekim daha önce Boeing tarafından yapılan bir açıklama, Çin'de önümüzdeki yirmi sene 8,700 yeni uçak talebi olacağına ve bunun da \$1,5 trilyon gibi bir değere karşılık geldiğine değinilmişti. Dolayısıyla her ne kadar omicron sıkıntıları ülkede kısa vadede mobilite anlamında bir yavaşlamaya neden olsa da, Çin'in markette yadsınamaz bir önemi bulunuyor.

Önümüzdeki sene teslimatların da hızlanması ile beraber Boeing'in tekrar serbest nakit akımı üretmeye başladığını ve net kara geçtiğini görebiliriz. Boeing, 2022 sonu kar beklentilerine göre 44 ileri F/K çarpanı ile pahalı değerlemelerle işlem görse de, yatırımcılar sektördeki toparlanmayı, şirketteki iyiyeye gidişi ve uzun vadede şirketin sektördeki dominant pozisyonunu göz önüne alarak, 2022'de net kara geçilmesini tatminkar bulabilirler. Bu noktada 2023 sonu beklentileri (27 F/K) fiyatlamalarda dikkate alınacaktır, Boeing'in önümüzdeki dönemde olumsuz bir sürpriz daha yapmaması durumunda da hissede yukarı yönlü hareket devam edebilir. Hissenin \$225 seviyesini kararlı kırmaması ile \$260 seviyelerine doğru yükselişin devam ettiğini görebiliriz.



BA US Equity (Boeing Co/The) boeing daily ba Daily 09MAY2018-17JAN2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 17-Jan-2022 14:32:20

JP Morgan (JPM) dev bankalar arasında ilk bilanço rakamlarını açıklayarak, bilanço sezonunu açmış oldu. Rakamlar genelde güçlü geldi ama çok da heyecan yaratmadı. Burada zaten son haftalarda ve 2021 senesinde hissenin çok güçlü performans göstermesi ile güçlü rakamların fiyatlanmış olması bir miktar da kar satışı getirdi ve bilanço sonrasında hisse %6 civarında geriledi.

Banka dördüncü çeyrekte \$10,4 milyar net kar ederken, gelir rakamı da \$30,35 milyar ile beklentilerin üzerinde geldi. Hisse başına kar rakamı da beklenti üzerinde \$3,33 olarak gerçekleşti(beklenti \$2,99), ancak geçtiğimiz çeyrek de serbest bırakılmaya devam edilen dev rezerv rakamını çıkardığımızda bu rakan \$2,86 seviyesindeydi. Geçtiğimiz senenin aynı dönemde banka \$3,79 kar etmişti.

Rakamlarda dikkatimizi çeken bazı noktaları sıralarsak:

- **Kredi büyümesi** toparlansa da halen zayıf kaldı (+%6), ortalama depositler ise %17 arttı. Kredi aktivitesinin sınırlı kalmasında pandemi döneminde şirketlerin tahvil ihraçları ile bilançolarını nakitle doldurmaları ve varlıklar arasında nakdin rekor seviyelere yaklaşması ve bireysellerin de hükümet destekleri ile artan tasarruflar dolayısıyla finansal sağlıklarının çok iyi olmasının da etkisi var.
- **Trading** tarafında önceki senenin aynı döneminde gerçekleşen efsane rakamların altında kalınsa da, yine de güçlü bir seyir vardı. Bono/tahvil tarafı spread'lerin de daralması ile bir miktar daha zayıftı, hisse senetlerindeki rakamlar daha güçlü geldi.
- **Maliyetler** tarafında işgücü maliyetlerindeki çok ciddi artış, yatırımcıların moralini bozdu(faiz dışı giderlerde %11 artış var, önemli kısmı maaşlar). Giderek sıkılaştan istihdam piyasasında bankalar adeta iyi yetenekleri bulmak ve ellerinde tutmak için savaşıyorlar.
- **Kredi kalitesi** oldukça iyi ve net chargeoff'lar(\$550m) beklentilerden oldukça düşük. Bankalar pandemi dönemdeki olası kayıplara karşı ayırdıkları dev rezervleri serbest bırakmaya devam ediyorlar ve JPM da geçtiğimiz çeyrek \$1,8 milyar rezerv serbest bıraktı. Bu kar rakamına bir kerelik büyük etki eden rakamları çıkararak **bakmakta fayda var.**
- **Varlık** yönetimi tarafında \$4,5 milyar gelir(+%16) ve \$1,1 milyar kar ile güçlü büyüme var.Hanehalkı servetinin ABD'de rekor seviyelerde olması ve hisse senedi endekslerinin güçlü performansının etkisi var.
- **Konut aktivitesinin** düşük faizler ve düşük envanter nedeniyle canlı kalmasıyla mortgage gelirleri(+%30) sağlıklı ancak, araç kredileri arz tarafındaki sıkıntılar nedeniyle satılacak araçların azalması dolayısıyla zayıf kaldı.
- Son olarak ekonomiye yönelik görüşleri her bilanço açıklamasında yakından takip edilen **Jamie Dimon** yine optimist yaklaşımını devam ettirdi ve Amerikan ekonomisinin temellerinin oldukça güçlü olduğuna değindi. Ek olarak Dimon'un FED'in enflasyonla savaşa konusunda şu an fiyatlanan 4 artışın üzerinde 5-7 arası bir faiz arttırımı yapabileceğine değinmesi de enteresan bir nokta idi. Yukarıda bahsettiğimiz gibi her ne kadar bu enflasyonu aşağıya çekmek için etkili olsa da, FED'in aşırı şahin tepkilerinin finansal piyasalarda yaratacağı etkiler ve önümüzdeki dönemde enfasyonda bir rahatlama olması durumunda bu merkez bankası için çok riskli bir yol olabilir.

JP Morgan böylelikle çok güçlü bir seneyi geride bırakırken, **2021 senesinde \$48,3 milyar net kar açıklamış oldu** ve senelik bazda %19 sermaye karlılığına ulaştı. Dördüncü çeyrek rakamları da yukarıda bahsettiğimiz gibi beklenti üstünde ve güçlü olmasına rağmen, bilanço öncesinde 2022 senesinde S&P500 endeksine göre %9 relatif getiri sağlayan ve 2021 senesinde %28 toplam getiri sağlayan hissede yatırımcılar kar satışına gittiler.

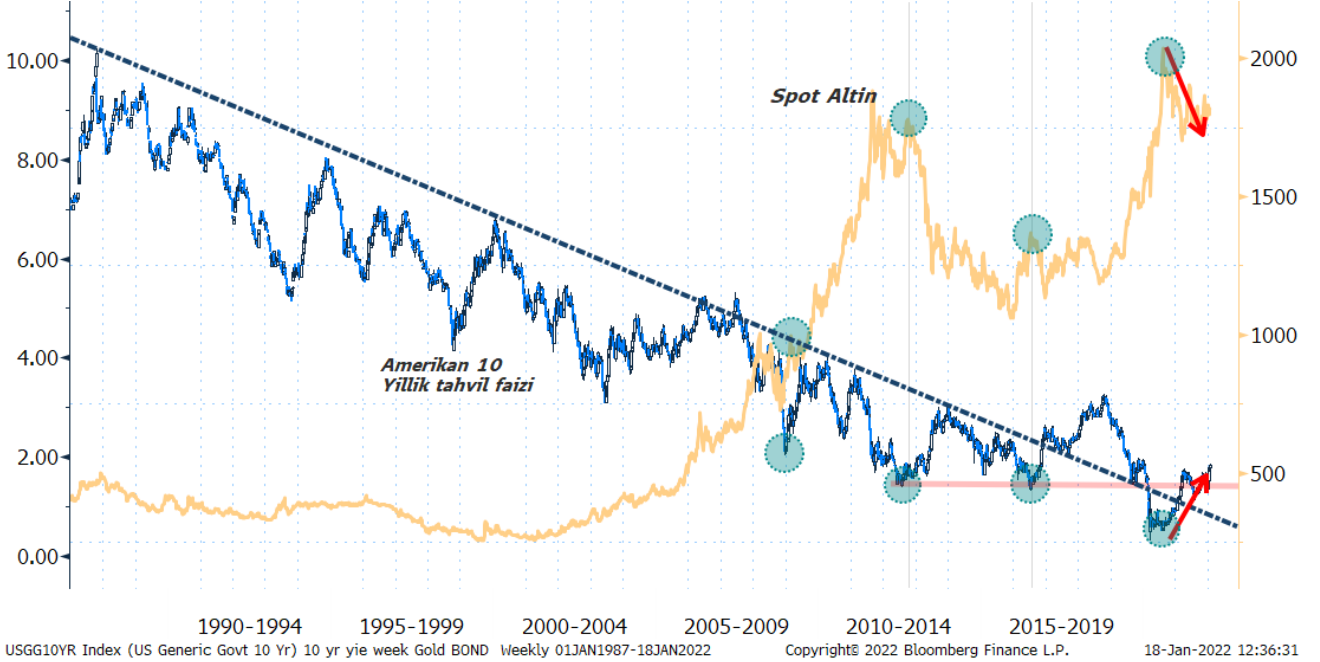
Biz 2022 senesinin bankacılık sektörü için iyi olacağını ve bankaların relatif güçlü performans göstereceklerini düşünüyoruz. Ancak burada pozisyon almak için (favori hisselerimiz Bank of America ve Goldman Sachs) bir miktar daha kar satışının gelmesi beklenebilir.

Çin hisselerinde toparlanma devam edebilir... 2021 senesinde Çin hükümetinin regülasyonları arttırarak, özel sektöre yönelik baskıcı ve müdahaleci bir tutum takınması ile beraber dev teknoloji şirketleri oldukça kötü bir sene geçirmişlerdi. İçeride Çin hükümetinin baskısı, dışarıda hisse senetlerinin işlem gördüğü ABD'de SEC'nin daha çok şeffaflık isteyerek hisseleri borsa dışı bırakma tehdidi arasına sıkışan dev teknoloji şirketleri oldukça ucuz seviyelere gerilemişlerdi. 2022'de ise Çin ekonomisine yönelik konut kaynaklı sıkıntılar, büyümenin yavaşlaması ve omicron kasırgasının ülkeyi de etkisi altına alması ile hükümetin regülasyon adımlarını yavaşlatması ve içtalebi destekleme yönünde adımlara ağırlık vermesi, bu hisseler üzerinde baskıyı azalttı. Hükümet ve merkez bankasının omicron kaynaklı sıkıntıları göz önüne alarak genişlemeci adımlar atması ve son olarak faizlerin aşağıya çekilmesi, Çin piyasalar ve hisse senetleri için olumlu bir adım. Geçtiğimiz hafta da bahsettiğimiz gibi; *"önümüzdeki dönemde de belki de Çin ekonomisi üzerindeki riskler, aslında piyasalar ve özellikle de dev teknoloji şirketleri için olumlu dinamikler olarak şekillenebilir."*



Doğal gaz geçtiğimiz hafta sert yükselişler yaşanabileceğine dikkat çektiğimiz bir emtia idi. ABD’de \$4 civarında konsolide olan fiyatlar geçtiğimiz hafta ülkeyi etkisi alan soğuk hava ve büyük envanter düşüşü ile beraber hızla \$4,80 üzerine doğru yükselirken, burada biriken kısa pozisyonların da kapanması, bu yükselişi tetikledi. Short covering etkisinin geçmesi sonrasında fiyatlar \$4,30 civarında dengelenirken, burada global envantere bu kadar kırılğan olduğu bir noktada halen yukarı yönlü hareketler görebiliriz.

Altın fiyatları hızla artan tahvil faizleri ve FED’den parasal sıkılaştırma beklentileri ile baskılanırken, bu dinamiklerin çok hakim olduğu ve reel faizlerin yükseldiği piyasa koşullarında \$1,800 seviyelerini koruyabilmesi bize göre önemli bir içsel gücü gösteriyor. Burada bir destek de aslında riskli varlıklardan kaçışın ön plana gelmesi ile ortaya çıkan güvenli liman akımlarından geliyor. Önümüzdeki dönemde, muhtemel olarak da ikinci çeyrek sonrasında tahvil faizlerindeki artış durulması ve FED’e yönelik şahin mesajları arttırarak vereceği beklentisinin hafiflemesi, altın fiyatlarında daha momentumlu ve kararlı bir yukarı yönlü harekete neden olacaktır. Bu noktada biz altın pozisyonlarının korunmasının ve \$1,750 seviyelerine doğru olası sert gerilemelerin alım fırsatı olarak kullanılmasının makul olacağını düşünüyoruz. Gümüş fiyatları da önümüzdeki dönemde altından ayrışamayarak sadece daha volatil bir seyir izleyecektir. Dolayısıyla değerli metaller tarafında altının çıpa olarak alınmasının ve bu grubu sürükleyecek en önemli talep dinamiğinin de finansal piyasalardaki yatırımcılardan geleceğinin unutulmaması doğru olacaktır.



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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.