

Kinder Morgan, Inc. AL / S&P 500 Vadeli SAT

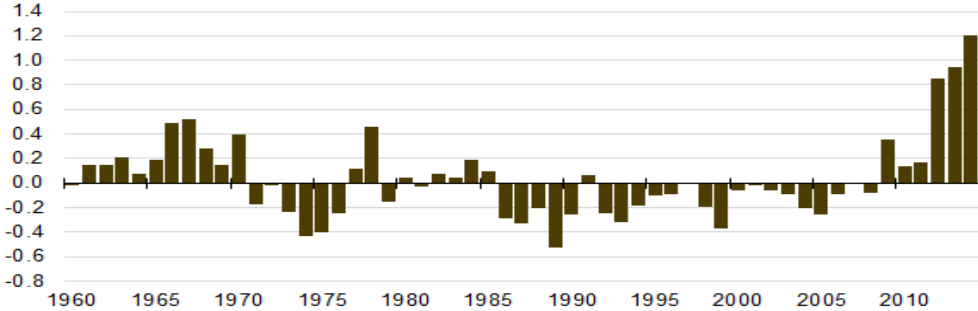
❖ Amerika'nın en büyük petrol ve gaz taşımacılığı şirketi olan Kinder Morgan'ın operasyonları, boruhattı taşımacılığı ve depolama üzerine yoğunlaşmış durumda. Kuzey Amerika'da 135,000 km civarında boruhattı ve 180 terminali olan şirket; doğal gaz, ham petrol, akaryakıt, karbondioksit gibi ürünlerin taşınmasını, kömür, petrol, jet yakıtı, çelik, etanol gibi bitmiş ürünlerin depolanmasını sağlıyor. Son senelerde özellikle yatay sondaj ve hidrolik kırma teknolojisindeki gelişmelerle konvansiyonel olmayan yöntemlerle petrol üretiminin ekonomik hale gelmesi ve yaygınlaşması, Kuzey Amerika gibi bölgelerde şeyl petrolü üretiminde adeta bir patlamaya yol açtı. Son beş senede petrol üretimini %75 üzerinde artan Amerika Birleşik Devletleri'nde petrol ithalatı ise 2007 yılından sonra %41 geriledi. Buradaki önemli bir nokta, ülkedeki üretim artışının öngörülememesi ve gerekli altyapı yatırımlarının yapılmakta çok geç kalınması dolayısıyla, üretilen petrolün taşınmasında ve depolanmasında büyük sıkıntı yaşanması idi. Şöyle ki, EIA (Energy Information Administration) gibi oldukça büyük ve ciddi bir kurum dahi, 2012 senesi öncesinde senelik projeksiyonlarını Amerika'da 50.000 varil civarında artış üzerine kurmuşken, bu artış 2012'de 1.000.000 varil seviyelerinde oldu. Sonraki yıllarda da üretim artışı bu seviyelerde devam etti, hatta aşağıdaki grafikte gösterildiği gibi 2014 yılında senelik 1.200.000 milyon varil artışla 1940'lardan sonraki en hızlı üretim büyümesi gerçekleşti. Üretim 2014 yılında günlük ortalama 8,7 milyon varil seviyelerine tırmanırken, 2016 yılı Ocak ayında 9,2 milyon varile kadar çıkmış durumda.

Pozisyon Detayları	3 Şubat 2016
AL: Kinder Morgan, Inc: KMI	15,20 USD
SAT S&P 500 Vadeli: SPH6	1878,00

KINDER MORGAN

Annual change in U.S. field production of crude oil (1960-2014)

million barrels per day



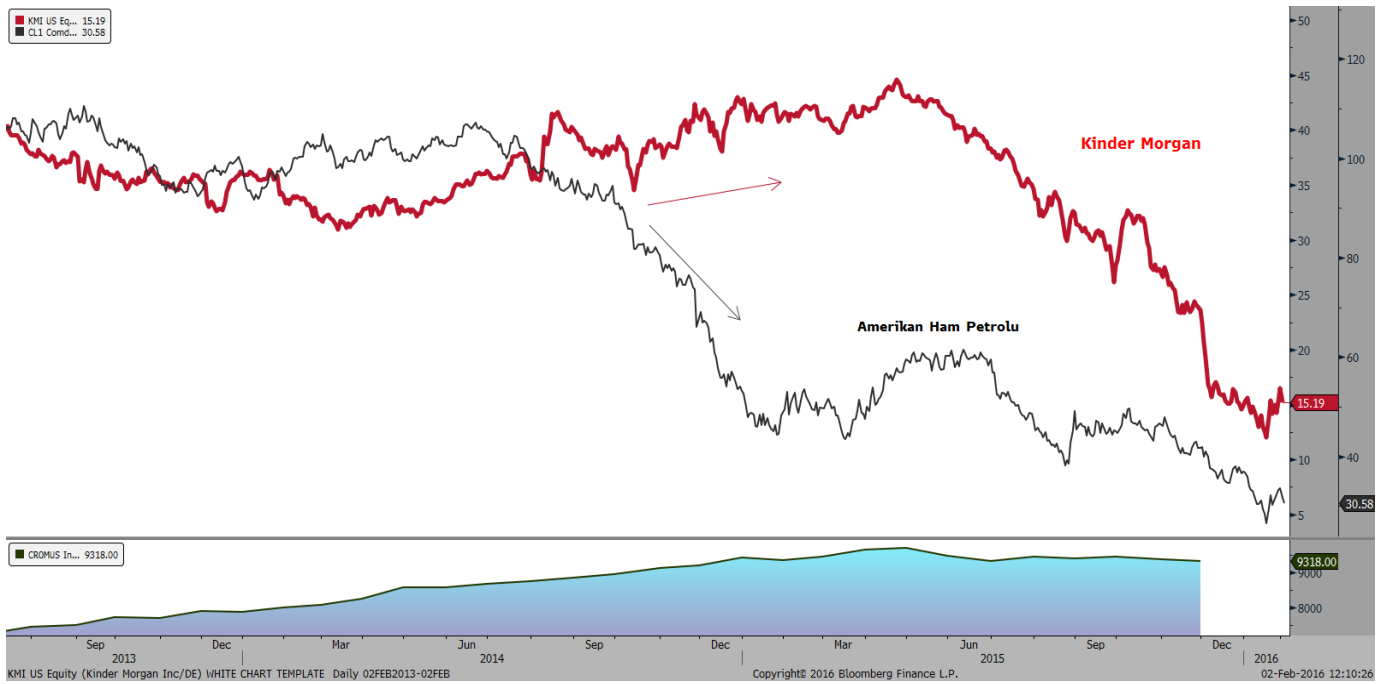
eia

Source: U.S. Energy Information Administration, Petroleum Supply Monthly

❖ Yoğunlukla Kuzey Dakota, Texas, New Mexico gibi bölgelerde üretilen şeyl petrolünün işlenmek üzere rafinerilere veya depolama tesislerine taşınması gerekiyor. Petrol ve gaz taşınmasında en efektif, ucuz ve güvenli yöntem ise boru hatları. **Enerji taşımacılığının paralı çevreyolları olarak da bilinen boru hatları operasyonları olan şirketler hatlardan geçen emtianın miktarına göre belli bir ücret talep ettikleri için, aslında emtia fiyatlarının ucuz veya pahalı olması ile ilgilenmiyorlar.**

Dolayısıyla bu şirketlerin iş modeli aslında emtia fiyatlarından bağımsız, daha az riskli ve nakit akışı yüksek bir model. Petrolde düşüşün başladığı dönemde de boru hatlarının diğer alt-sektörlere oranla daha güçlü kaldıklarını ve düşüşten çok etkilenmediklerini görmüştük. Aşağıdaki, grafikte de bu ayrışma net bir şekilde gösteriliyor. Ancak sonrasında düşüşün ivmelenmesi ile düşük fiyatların borç yükü yüksek olan üretici şirketlerin varlığını tehdit eder bir boyuta ulaşması ve kredi piyasasında (özellikle yatırım yapılabilir seviye altı bonolarda) panik satışlarına neden olması, sektörde görünümü değiştirdi. Kinder Morgan gibi alanında lider, ama borç miktarı yüksek dev şirketler de bu endişelerden etkilendi. **Biz bu kaygıların abartıldığını, hissede Ekim ayından bu yana gördüğümüz %50'ye yakın düşüşün aşırı olduğunu, şirketin operasyonel gücünü ve temel dinamiklerini yansıtmadığını ve orta vade odaklı yatırımcılar için hissede cazip bir yatırım fırsatı ortaya çıkardığını düşünüyoruz.**

Kinder Morgan vs WTI petrolü vs Amerika'da petrol üretimi:

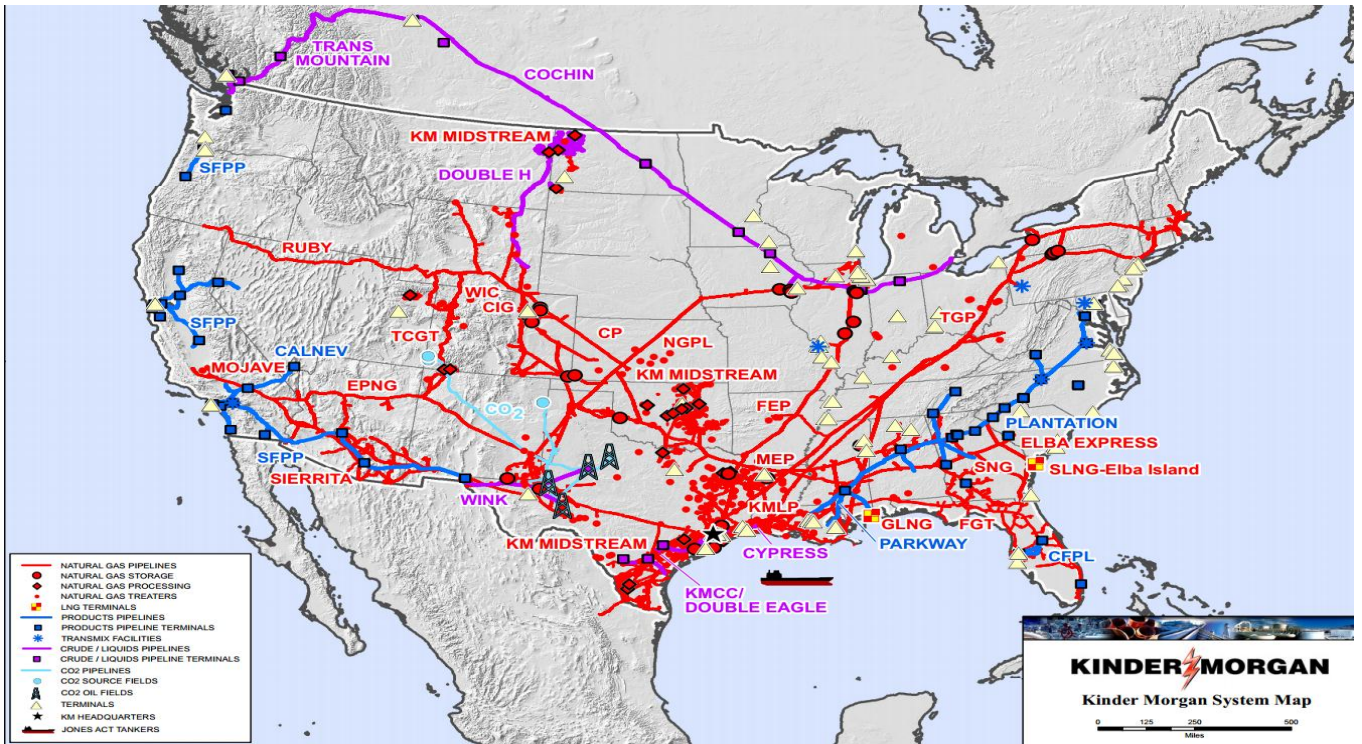


❖ Sektördeki şirketlerin önemli bir kısmı MLP (Master Limited Partnership) yapısı ile faaliyet gösteriyorlar. MLP yapısı bir şirkete Amerika'daki limited şirketlerin vergi avantajlarını sağlarken, aynı zamanda hisselerini halka satarak ucuz finansman bulmasına yardım ediyor. Özellikle enerji altyapısı gibi kapital yoğun sektörlerde bu yatırımları gerçekleştirmek oldukça pahalı olduğu için, finansmana hızlı ve efektif bir şekilde ulaşım şirketler için çok önemli. Bu yatırımlar tamamlandığında ise şirketlerin stabil bir nakit akışına sahip olması dolayısıyla risk profilinin düşük olması ve düşük vergiler ödeyerek (35%'lere çıkan federal vergilerden muaf) temettü yoluyla bu nakit yatırımcıya aktarabilmesi yatırımcı açısından da bir avantaj. Sonuçta ilk olarak 1980'li yılların başında Apache Corp tarafından başlatılan ve giderek yaygınlaşan MLP'ler; hem şirket, hem yatırımcı, hem de devlet için kazançlı bir organizasyon yapısı. Bu yapıyı oluşturmak için ise şirketin gelirlerinin %90'ının doğal kaynaklar, emlak veya emtiadan geliyor olması ve çeyrek bazda eldeki naktinin bir kısmını yatırımcılarına dağıtması gerekiyor. Her ne kadar avantajlı bir yapı olsa da MLP'lerin, özellikle faizlerin arttığı bir ortamda yatırımcılara nakit dağıtımını büyütme için borçlanarak genişlemeye devam etmek zorunda olmaları, şirketler üzerinde baskıya neden oluyor. Kinder Morgan bunu göz önüne alarak 2014 senesinde MLP şirketlerini bir çatı altında birleştirerek yapısını sadeleştirdi ve tek bir şirket altında 'C-corp' yapısıyla operasyonlarını devam ettirme kararı aldı.

❖ Enerji sektöründeki şirketlere yatırım yapılırken, özellikle içinde bulunduğumuz dönem gibi petrol fiyatlarında volatilitenin yüksek olduğu zamanlarda, farklı alt sektörlerin farklı riskler taşıdığı ve petrol fiyatlarına hassasiyetlerinin de değiştiği yatırımcılar tarafından mutlaka göz önüne alınmalı. Enerji alt sektörleri arasında operasyonel açıdan 'midstream' olarak sınıflandırılan taşımacılık şirketleri, arama ve üretim yapan şirketlerle (upstream), rafinaj ve pazarlama yapan şirketler(downstream) arasında bir köprü konumunda. Petrol fiyatlarındaki iniş çıkışlardan saha araştırma/geliştirme, üretim ve sondaj şirketleri fazlasıyla etkilenirken; rafineri ve boru hatları şirketleri daha kısıtlı etkileniyor. Sondaj şirketleri içerisinde de; karada sondaj yapan şirketlerin operasyonel esneklikleri ve daha düşük kapital yatırımı gereksinimleri nedeniyle, derin sularda yüksek maliyetlerle sondaj yapan şirketlere göre petrol fiyatlarına hassaslıkları daha düşük. Üreticiler arasında ise şeyl odaklı üretim yapan bağımsızların risk profili ve getiri potansiyeli, dünyanın bir çok bölgesinde projeleri olan çeşitli coğrafik bölgelerden gelir elde eden entegre şirketlere göre farklılık göstermekte.

❖ Taşımacılık konusunda da tanker şirketlerinin, boru hatlarının, tren ve kamyon taşımacılığı şirketlerinin operasyonları farklı dinamiklerden etkileniyor. Tankerler için depolanması gereken petrol miktarı, gelişmekte olan piyasalardaki petrol talebi ve Amerikan Ham petrolü ile Brent petrolü arasındaki fiyat farkı önem kazanırken; boru hatları Amerika içerisindeki üretim miktarına daha hassas hareket etmekte. Boruhattı şirketleri daha stabil ve tahmin edilebilir bir nakit akışına sahip oldukları için, hisse senetlerinin verdiği yüksek temettüler de sabit getiriye önem veren yatırımcılar için oldukça uygun. Boru hattı şirketleri arasında Kinder Morgan, sektördeki dominant pozisyonu ile dikkat çekiyor. Aşağıda grafikte şirketin Amerika'daki boru hattı ağı gösteriliyor. Şirketin hatları Eagle Ford, Marcellus, Utica, Bakken, Haynesville, Barnett gibi şeyl üretiminin yoğunlaştığı bölgelerin hepsine ulaşıyor ve 2014 senesinde Kuzey Amerika'da nakliyatı gerçekleştirilen doğal gazın üçte birinin Kinder Morgan hatları üzerinden yapıldığı tahmin ediliyor.

[Kinder Morgan Kuzey Amerika'daki boruhatları:](#)



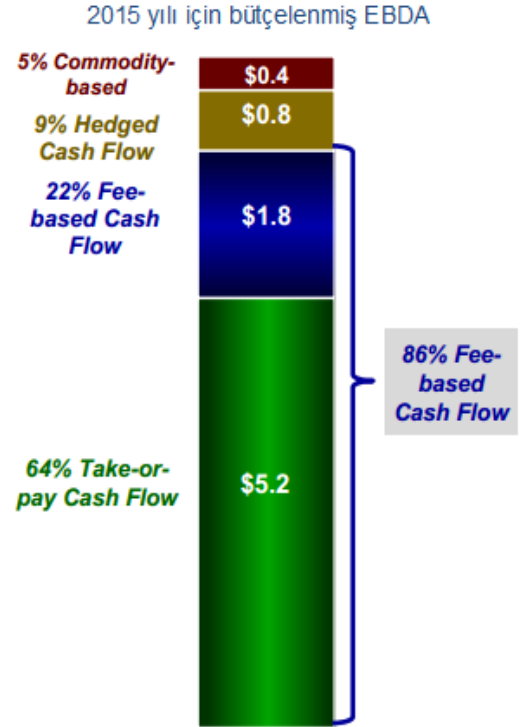
- ❖ Bu noktada akla gelen bir soru; giriş bariyerleri oldukça yüksek olan, artan üretim dolayısıyla hızla büyüyen ve önemli bir kapasite açığı bulunan bir sektörde, dominant bir pozisyonda olan ve oldukça güçlü ve güvenilir bir yönetim kadrosu tarafından yönetilen Kinder Morgan, son altı ayda neden bu kadar ani ve sert bir şekilde geriledi?
- İlk olarak boru hatları petrol fiyatlarının seviyesinden çok, içinde taşınan petrolün miktarına göre ve büyük ölçüde de sabit ücretlerle ciro elde ettikleri için, petrole çok hassas hareket etmiyorlar. Ancak fiyatların sert düşüşü ve düşük seviyelerde uzun süre kalması, sektördeki şirketlerin finansal sağlığını oldukça olumsuz etkiliyor. **Petrol üreticilerinden bir kısmının veya Kinder Morgan'ın iş yaptığı partnerlerin ödeme sıkıntısı yaşayarak iflas korumasına gitme olasılığı bir risk faktörü. Her ne kadar sektörde henüz beklenildiği gibi büyük bir iflas dalgası görmemiş olsak da, bono piyasasındaki kırılmalık işlerin her an daha kötüye gidebileceğine yönelik sinyaller veriyor.**
 - Bir diğer nokta, **düşük seviyelerde seyreden petrol fiyatlarının şeyl gibi pahalı üretim yöntemlerine yapılan yatırımları durdurmuş, hatta önemli şekilde geriletmiş olması. Kuzey Amerika'da açık kuyu sayısı 1,600 seviyelerinden 500'ün altına gerilerken, şirketler 2016 senesi için kapital yatırımlarında önceki seneye göre %50 ve üzerinde kesintiye gittiler.** Üretim miktarı günlük 9,6 milyon varilden 9,3 milyon varil seviyelerine düşerken, 2016 senesinde 8,5 milyon varile kadar gerileyebileceği tahmin ediliyor. Dolayısıyla düşen petrol üretimi ve taşımacılık aktivitesi, şirketin cirosunu etkileyecek bir faktör.
 - Bu kaygılardan daha önemlisi ve hissedeki düşüşün temel nedeni ise, şirketin bilançosundaki borç yükü. Emtiadaki hızlı düşüşün kredi piyasalarında ufak çaplı paniğe neden olarak, bilançolarında borç yükü olan şirketleri finansal olarak sıkıntıya sokmaya başladığını görüyoruz. Krediyeye ulaşım yolları zorlaşırken, yatırım yapılabilir seviye altı bonolardaki düşüş sonrasında zayıf bilançolu şirketlerin bono çıkarmaları ve satmaları neredeyse imkansız hale geldi. Bono piyasasında yatırım bankalarının 'fixed income' bölümlerinde risk azaltarak, şirket bonosu piyasalarında piyasa yapıcılığı aktivitesini kesmeleri de, piyasada likiditeyi daraltarak satışların yoğun olduğu günlerde paniğin uç boyutlara ulaşabilmesine neden oluyor. Kinder Morgan her ne kadar operasyonlarında bir sıkıntı yaşamasa da, şirketin **FAVÖK'ünün 5,5 katına ulaşan \$40 milyar üzerinde borcu bulunuyor. Şirket geçtiğimiz beş senede agresif bir şekilde büyümeye odaklanarak yeni yatırımlarla önüne çıkan fırsatları değerlendirirken, 2011-2014 arasında \$22 milyar değerinde boru hattı yatırımı yapmış ve hissedarlarına ödediği nakit miktarını da iki katına çıkarmıştı. 2014 ile beraber şişmeye başlayan faiz giderleri ve kredi piyasasındaki daralma, kaygıları arttırdı.** Nitekim Aralık ayı başında Moody's bu risklere dikkat çekerek şirketin kredi görünümünü negatife aldı ve hissede yeni bir düşüş trendi başladı.
 - **Şirketin belki de olabilecek en kötü zamanda ana iş kolundan biraz saparak petrol üretimine girmesi de başka bir risk faktörü haline geldi.** Texas'daki Yates bölgesi ve SACROC, Katz gibi petrol sahalarından günde 57.000 varil civarında üretim yapmaya başlayan Kinder Morgan için bu yatırım; hem bilançoya yük getirdi, hem de yatırımcılar için bir başka risk faktörü olarak şekillendi.
 - Petroldeki düşüşün durmaması ve yeni düşük seviyeler görülmeye devam edilmesinin enerji sektörü hisselerine etkisi de bahsedilmesi gereken başka bir düşüş nedeni. **Enerji hisse senetlerinin bulunduğu borsa yatırım fonlarına gelen satışlar ve sektör genelinde risk azaltmak isteyen yatırımcıların, hisse ayırt etmeden satışa gitmeleri de düşüş momentumunu hızlandıran başka bir faktör..**

❖ Yukarıda bahsettiğimiz, şirketin hisse senedini olumsuz etkileyen riskler önemini korumaya devam etse de; bu etkenlerin ne kadarının fiyatların içerisinde olduğu, şirketin günlük operasyonlarına etkisinin geçici mi, kalıcı mı olduğu, yatırım tezini değerlendirirken göz önüne alınması gereken noktalar. Her ne kadar petroldeki düşüşün ne kadar süreceği ve ne seviyede dengeleneceğini tahmin etmek güç olsa da, bizim 2016 için görüşümüz bu senenin petrol arz/talebinin dengeleneceği bir sene olacağı ve senenin son çeyreğinde daha yüksek seviyeler göreceğimiz yönünde. Dolayısıyla zor geçmesini beklediğimiz önümüzdeki ayları şirketin nasıl atlatacağı konusu önemli. Aralık ayında şirket bu kaygılara cevap olarak temettüsünü senelik \$2,04'ten \$0,50'e, yani yaklaşık dörtte bir oranına indirdi. Böylelikle %10 seviyesinin üzerine çıkmış olan temettü oranı %3 seviyelerine geriledi. Aslında sabit getiri odaklı MLP yatırımcıları için ani bir şekilde temettünün aşağıya çekilmesi oldukça olumsuz bir gelişme. Kinder Morgan daha önce bahsettiğimiz gibi yapısını değiştirmiş olsa da, hala MLP yatırımcıları için önemli bir gösterge olarak algılanıyor. Ancak şu an içinde bulunduğumuz koşullar göz önüne alındığında şirketin temettü keserek, 2016 senesindeki yatırımlarını fonlamak için dışardan kaynak bulmak yerine, kendi nakdini kullanma yoluna gitmesi bizce olumlu. Nitekim bu gelişme sonrasında kredi görünümü tekrar pozitif olarak revize edilerek, şirket hissesinde bir toparlanma görüldü.

❖ Kinder Morgan'ın nakit akışının güçlü kalmaya devam edebilmesinin önemli nedenleri; anlaşmalarının uzun dönemli kontratlar üzerinden yapılmış olması ve gelirlerinin önemli kısmının aşağıda görüldüğü gibi 'al-ya da-öde' anlaşmaları ile korunuyor olması. Gelirlerinin yaklaşık %10'u petrol ve gaz fiyatlarındaki volatiliteden direkt etkilenirken, bunun bir kısmı hedge edilmiş durumda.

❖ Petrol fiyatlarının düşük kalması ile sektör içerisinde bazı şirketlerin finansal sağlığının kötüye gitmesinin, şirkete potansiyel olumsuz etkisi konusunda ise; şirketin ciro kaynağının çeşitli olması ve farklı ürünlerden gelmesi ve müşteri bazının oldukça geniş olması riskleri azaltan faktörler. Şirketin müşterilerinden sadece bir kaç tanesi cironun %1'inden fazlasını oluşturuyor ve müşterilerin önemli bir kısmı yatırım yapılabilir kredi derecesine sahip.

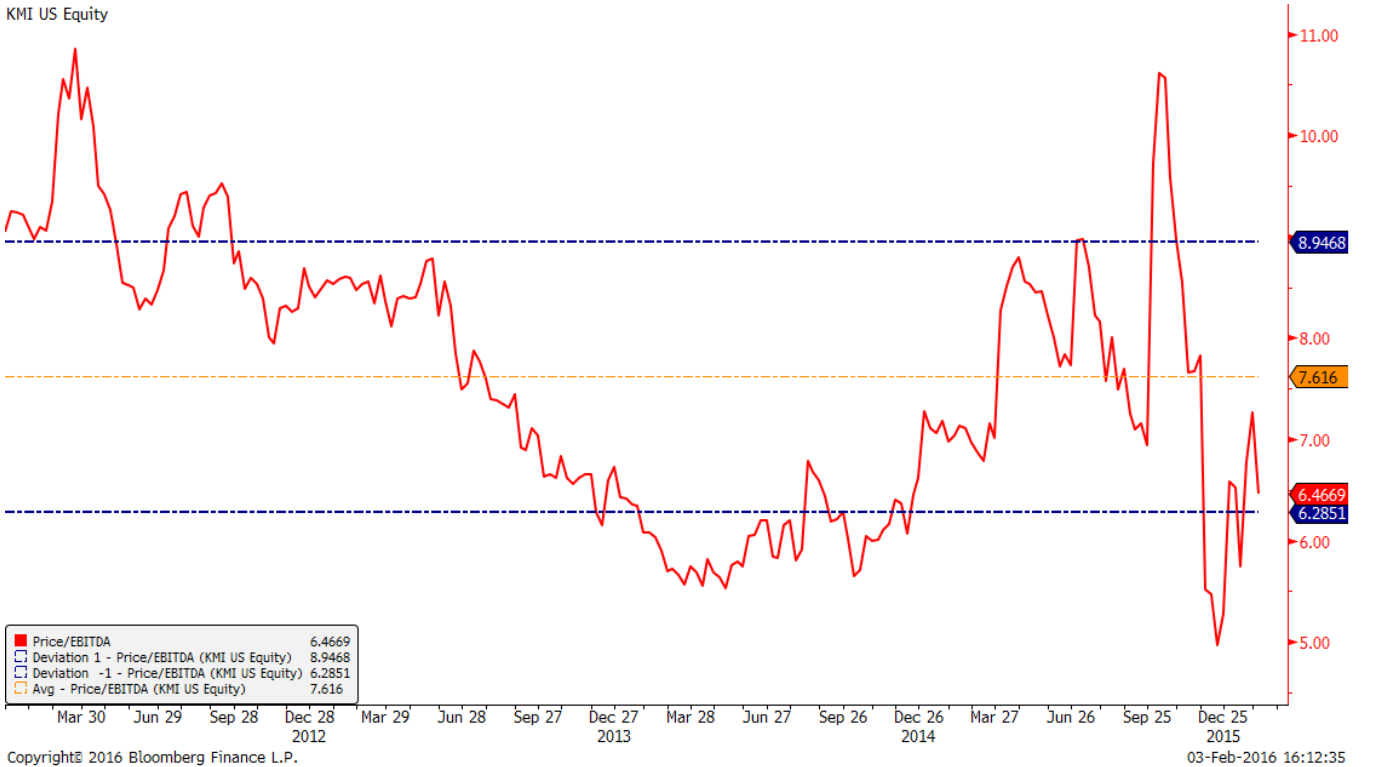
❖ 2016 senesi için şirketin beklentisi **\$4,7 milyar seviyesinde dağıtılabilir nakit akışı üretmek, hisse başına toplam \$0,50 temettü dağıtmak, temettüye ek olarak da \$3,6 milyar ekstra nakit sağlamak yönünde. Bu nakdin de yaklaşık \$3,3 milyarının (önceki bütçelenen rakamdan \$900 milyon kesintiye gidildi) yatırım harcamalarına ayrılması planlanıyor. Bu hesaplamalar ortalama \$38 WTI petrolü ve \$2,50 Henry Hub doğal gaz fiyatı üzerinden yapılmış durumda. Burada WTI fiyatındaki her \$1'lık oynamanın dağıtılabilir nakit akışını \$7 milyon etkilemesi, doğal gaz fiyatındaki her \$0,10 MMBtu oynamanın da nakit akışını \$1,2 milyon etkilemesi bekleniyor.**



❖ Dolayısıyla 2016 senesi şirketin beklentilerine paralel geçerse ve sektörde büyük bir iflas dalgası olmaz, petrol fiyatları \$30-\$40 bandında dengelenirse şirket şu anki hisse fiyatına göre %3 civarında temettü dağıtarak, dışarıdan kapital bulma yoluna gitmeden kendi olanakları ile bu seneyi atlatabilir. Burada bize göre doğal gaz fiyatlarındaki aşağı yönlü risk, petrol fiyatlarına göre daha fazla. Özellikle ısıtma sezonunun bittiği bir dönemde rekor seviyelerdeki üretim ve envanter, bahar döneminde fiyatlar üzerinde önemli aşağı yönlü risk oluşturuyor. Ancak yukarıda bahsettiğimiz gibi şirketin gelirlerinin önemli kısmının sabit ücret bazlı olması ve üretilen petrol miktarının 12 aylık kontratlarla hedge'lenmesi emtia fiyatlarındaki dalgalanmanın yarattığı riski minimize ediyor.

❖ Zaten oldukça depresif seviyelerden işlem gören hisse senedi için aşağı yönlü riskler hala devam ediyor. Özellikle hissenin faiz ve petrol/gaz fiyatları gibi iki önemli dinamiğe duyarlı hareket etmesi, belirsizliği artırıyor. Ancak şirketin son temettü ve masraf kesintisi adımları sonrasında, finansal görünüm daha olumluya dönmüş durumda. Önümüzdeki dönemde FED'in dört ve üzerinde faiz arttırmadığı, petrol fiyatlarının \$20 seviyelerinde kalıcı olmadığı senaryolarda, Kinder Morgan'ın temettü getirisi ve nakit akışı güvende duruyor. Bizim beklentimiz de FED'in faiz artışı konusunda bir veya iki artış yapabileceği ve petrol fiyatlarının yılın ikinci yarısında \$50 seviyelerine tırmanabileceğine yönelik olduğu için, Amerika'nın en büyük enerji altyapısı şirketlerinden bir tanesini bu seviyelerden almak oldukça cazip bir yatırım fırsatı olarak duruyor. Endekslerdeki volatilitiyi göz önüne alarak, market nötr pozisyon almak isteyen yatırımcılar için, uzun bakakta Kinder Morgan hissesi alınarak, S&P 500 vadeli kontratlarında kısa pozisyon açılabilir.

Kinder Morgan Fiyat/FAVÖK oranı grafiği



ÇEKİNCE:

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 rapor, hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için teklif, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi veya aracılık teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize 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 olmamasından, bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hata ve eksikliklerden kaynaklı doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Olgulara dayanmayan ve bildirim yapılmaksızın değişebilen nitelikteki görüşlerden dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu rapor, yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken, bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya iştiraklerinin yöneticileri, yetkilileri veya çalışanları bu raporda bahsi geçen şirketlerde yönetici olarak görev yapabilirler. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ve yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgilileri bulunabilir. Bu raporda ifade edilen görüşler Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü çalışanlarına ait olup, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. yönetiminin görüşlerini temsil etmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması doğabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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. 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.
