

## Şirket Haberleri

### Kar Beklentileri ve Sonuçları

- BİM 4Ç25 Sonuçları
- Kardemir 4Ç25 Sonuçları
- Alarko Holding 4Ç25 Sonuçları
- Ülker 4Ç25 Sonuçları

### Sektör ve Şirket Haberleri

- Garanti BBVA Romanya iştirakine ilişkin seçenekleri değerlendirdiğini açıkladı
- TAV Havalimanları'nın Şubat ayı yolcu trafiği yıllık bazda %2 arttı

### Araştırma

Ünlü Araştırma

0212 367 3636

unluresearch@e.unluco.com

### Piyasa görünümü

#### BIST Endeksleri

	Kapanış	Değişim	Hacim.(\$m)
BIST 30	14,985	3.79%	2,920
BIST 100	13,176	3.73%	4,048

#### BIST 30 Vadeli

	Uzlaş. Fiyatı	Değişim	Hacim.(\$m)
Nis-26	15,472	3.83%	562,790
Haz-26	16,143	3.60%	8,773

#### BIST 30 en yüksek performans gösterenler

	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
TRALT	9.9%	69.46
ASTOR	7.8%	145.62
GUBRF	6.8%	31.86

#### BIST 30 en düşük performans gösterenler

	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
TUPRS	-0.9%	346.53
PETKM	0.8%	35.24
ENKAI	1.5%	31.89

### Küresel hisse senedi piyasa performansları

#### Gelişmekte olan piyasalar

	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	3.7%	17.7%	17.0%
MSCI EM	3.4%	9.5%	7.1%
Hang Seng	-0.1%	0.2%	1.2%
Brasil-Bovespa	1.4%	12.9%	13.9%
India-Sensex 30	-0.8%	-8.9%	-8.9%
China-Shangai	0.1%	6.7%	4.0%
S. Africa-JSE	2.4%	6.0%	3.3%

#### Gelişmiş piyasalar

Dow Jones	-0.1%	-1.5%	-0.7%
S&P 500	-0.2%	-0.5%	-0.9%
FTSE 100	1.6%	6.8%	4.8%
Euro Stoxx 50 Pr	2.7%	1.5%	0.8%
DAX	2.4%	-1.1%	-2.1%
CAC 40	1.8%	-0.8%	-1.1%
IBEX	3.1%	2.4%	0.8%
Nikkei	2.2%	10.5%	10.1%

### Emtialar

\* vadeli

	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent (\$/bbl)*	87.8	-11.3%	44.3%
Altın (\$/oz)	5242.1	2.7%	20.8%
Gümüş (\$/t oz)	89.6	6.0%	25.8%
Bakır (\$/lb)	611.5	0.6%	2.3%

#### Döviz kurları

	Kur	Günlük	Ybb
USD/TL	44.06	0.0%	2.7%
EUR/USD	1.17	0.8%	-0.8%
Döviz sepeti	47.72	0.4%	0.9%

#### Faiz oranları

	Oran	Değişim	Hacim.(\$m)
Politika faizi	37.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	38.43%	-4.1%	2,803.00

#### Eurobondlar

	Fiyat	Getiri	Makas
TR (15-Oca-30)	122.037	5.5%	1.4%
US (10-yıllık)		4.1%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

## Kar Beklentileri ve Sonuçları

**BİM 4Ç25 Sonuçları:** BİM <BIMAS TI, AL>, 4Ç25'te TL186.0 mlr ciro (+%10 y/y; Ünlü: TL187.1 mlr; piyasa beklentisi: TL183.6 mlr), TL12,820m FAVÖK (+%41 y/y; Ünlü: TL11,810m; piyasa beklentisi: TL9,826m) ve TL6,889m net kâr (+%36 y/y; Ünlü: TL5,840m; piyasa beklentisi: TL4,383m) açıkladı. Hem FAVÖK hem de net kâr, daha güçlü kârlılık sayesinde bizim yüksek tahminlerimizi dahi aştı. Yönetimin 2026 yılı FAVÖK marjı beklentisi, bizim beklentimizin hafif üzerinde bulunuyor. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları şöyleydi:

- Ciro 4Ç25'te yıllık bazda %10 artarak TL186 mlr'ye yükseldi ve 3Ç25'teki %7'lik yıllık büyümeye göre hızlandı. Türkiye'de benzer mağaza satış büyümesi 4Ç25'te %32.7'ye yükselirken (sepet büyümesi: +%33.2, trafik: -%0.4), bu oran 3Ç25'te %32.0 seviyesindeydi. Bu da trafiğin hâlen hafif negatif kaldığını ancak çeyreksel bazda belirgin şekilde iyileştiğini gösteriyor. Öte yandan mağaza açılışları da yeniden hızlandı; 4Ç25'te net 242 yeni mağaza açıldı (3Ç25: 156, 4Ç24: 206) ve toplam mağaza sayısı yıllık bazda %6.6 artışla 14,473'e ulaştı.
- FAVÖK marjı 4Ç25'te %6.9 olarak gerçekleşti (3Ç25: %7.4, 4Ç24: %5.4). Brüt marj yıllık bazda artarak %19.2'ye yükselirken (3Ç25: %20.1, 4Ç24: %18.2), faaliyet giderlerinin ciroya oranı %15.5'e normalleşti (3Ç25: %16.4, 4Ç24: %16.3).
- Net kâr yıllık bazda %36 artarak TL6,889m'ye yükselirken, net kâr marjı %3.7 oldu (3Ç25: %2.9, 4Ç24: %3.0). Net kâr, beklentilerden daha güçlü operasyonel kârlılık ve beklentimizin altında gerçekleşen TL1.3 mlr'lik vergi gideri (bizim beklentimiz: TL3.5 mlr) sayesinde desteklendi; bu da %16'lık efektif vergi oranına işaret ediyor. Bu olumlu etki, beklentimizin altında kalan TL1.6 mlr'lik parasal kazancı (bizim beklentimiz: TL4.3 mlr) fazlasıyla dengeledi.
- Net nakit pozisyonu (TFRS 16 etkisi hariç) 4Ç25'te TL14.2 mlr'ye geriledi (3Ç25: TL19.9 mlr). Bu gerilemede işletme sermayesi kaynaklı nakit çıkışlarının yanı sıra yatırım harcamaları, kira ödemeleri ve temettü dağıtımı etkili oldu. İşletme sermayesi gereksiniminin ciroya oranı 3Ç25'teki -%0.2'den +%0.4'e yükselirken, şirket çeyrek içinde TL3.0 mlr temettü dağıttı.

**2026 Beklentileri:** Yönetim, 2026 yılı için %6 (+/-%2) ciro büyümesi (2025: %6.0), %6.5 (+/-%0.5) FAVÖK marjı (TFRS16 dahil) (2025: %6.0) ve satışlara oranla %3.0-%3.5 yatırım harcaması (2025: %2.9) öngörüyor. Şirketin FAVÖK marjı (~%6.5, Ünlü: %6.1) ve yatırım harcaması (%3.0-%3.5, Ünlü: %2.6) beklentileri, bizim tahminlerimizin hafif üzerinde görünüyor.

**Görüş:** AL önerimizi <Hedef Fiyat: TL929/hisse> ile koruyoruz. Olumlu görüşümüz şu unsurlara dayanıyor: 1) BİM'in güçlü şekilde yerleşmiş indirim market modeli ve artık kendini kanıtlamış süpermarket formatı sayesinde mevcut makro ortamda ilave pazar payı kazanmak için iyi konumlanmış olması, 2) aşağı yönlü riski sınırlayan sık hisse geri alımları, ve 3) 2026 tahmini 15.4x F/K çarpanına göre cazip değerlendirme.

### Finansal Sonuçlar: BİM

TLm						Beklentiler		% Sapma				
	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa	2024	2025	y/y
Net satış	168,939	187,507	185,963	10%	-1%	187,070	183,573	-1%	1%	680,073	721,063	6%
FAVÖK	9,119	13,811	12,820	41%	-7%	11,810	9,826	9%	30%	29,527	43,485	47%
FAVÖK marjı	5.4%	7.4%	6.9%	1.5pp	-0.5pp	6.3%	5.4%			4.3%	6.0%	1.7pp
Net kar	5,057	5,504	6,889	36%	25%	5,840	4,383	18%	57%	24,329	18,632	-23%
Net marj	3.0%	2.9%	3.7%	0.7pp	0.8pp	3.1%	2.4%			3.6%	2.6%	-1.0pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

**Kardemir 4Ç25 Sonuçları:** Kardemir <KRDMD TI, AI> 4Ç25'te TL16.42bn ciro (y/y -3%, q/q -2%), TL2.36bn FAVÖK (y/y +76%, q/q +27%), %14.4 FAVÖK marjı (yılıklı +6.4yp, çeyreksel +3.3yp) ve TL683m net zarar açıkladı (3Ç25: TL711m net zarar, 4Ç24: TL154m net kar). Ciro ÜNLÜ tahmininin %10 üzerinde (ÜNLÜ: TL14.99bn) gelirken, konsensüse genel olarak paralel gerçekleşti (-1%, konsensüs: TL16.50bn). FAVÖK ise hem ÜNLÜ tahminini (+21%, ÜNLÜ: TL1.95bn) hem de konsensüsü (+19%, konsensüs: TL1.98bn) belirgin şekilde aştı; bu da çeyrekte operasyonel karlılıkta anlamlı iyileşmeye işaret etti. Buna karşın net sonuç, hem TL183m net zarar yönündeki ÜNLÜ tahmininin hem de TL130m net kar yönündeki konsensüs beklentisinin altında kaldı; sapmanın ana nedeni faaliyet altı kalemler oldu. Bu sapmada, yıl sonu arsa ve bina değerlendirme çalışması kapsamında kaydedilen TL591m tutarındaki nakit dışı değer düşüklüğü gideri ile 4Ç25'teki beklentilerin üzerindeki TL857m ertelenmiş vergi gideri (3Ç25: TL539m) etkili oldu. Net/net, güçlü operasyonel sürprizin zayıf manşet net sonuçla dengelenmesi nedeniyle piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz. D grubu paylar yılbaşından bu yana BIST-100'ün %6 üzerinde performans gösterirken, USD bazında getiri %21 oldu. Sonuçların öne çıkan unsurları şu şekildedir:

- Ana ürün satış hacimleri yıllık bazda arttı, ancak fiyat baskısı sürdü: Faaliyet raporuna göre, 4Ç25 ham çelik ve hadde ürünleri satış hacimleri sırasıyla 284kt ve 337kt seviyesinde gerçekleşti. Buna göre toplam ana ürün satış hacmi 622kt ile yıllık %18 arttı. Buna rağmen ürün bazlı satış tutarları, harmanlanmış gerçekleşen fiyatlarla yıllık c.%12 düşüşe işaret ediyor; bu da zayıf ciro görünümüyle uyumlu.

- FAVÖK/ton belirgin iyileşti: FAVÖK/ton 4Ç25'te USD90/ton seviyesine yükseldi (3Ç25 ve 4Ç24: USD71/ton). Buna paralel olarak Kardemir, TL2.36bn FAVÖK (y/y +76%, q/q +27%) ve %14.4 FAVÖK marjı (yıllık +6.4yp, çeyreksele +3.3yp) ile beklentilerin belirgin üzerinde operasyonel sonuç açıkladı.
- Faaliyet altı kalemler net sonucu baskıladı: Güçlü operasyonel performansa rağmen Kardemir TL683m net zarar açıkladı. Net sonuçtaki sapmada, yıl sonu arsa ve bina değerlendirme çalışmasına bağlı TL591m nakit dışı değer düşüklüğü gideri ile çeyrekte kaydedilen TL857m ertelenmiş vergi gideri etkili oldu.
- Net borç çeyreksele bazda geriledi: Net borç, daha düşük net işletme sermayesi ihtiyacı sayesinde çeyreksele bazda TL1.5bn gerileyerek (PD'nin %3'ü) TL5.8bn'ye indi. Buna göre net borç/FAVÖK rasyosu FY25 FAVÖK bazında c.0.8x seviyesine geriledi.

**Görüş:** Sonuçların ardından Kardemir için Buy tavsiyemizi koruyoruz. Çeyrek, operasyonel karlılık tarafında anlamlı iyileşmeye işaret etti; hem FAVÖK hem de FAVÖK/ton beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşti. Manşet net sonucun nakit dışı yeniden değerlendirme kalemleri ve ertelenmiş vergi nedeniyle zayıf kalmış olmasını, temel operasyonel eğilimi bozacak bir unsur olarak görmüyoruz. Bizce kalıcı bir yeniden değerlendirme için ana unsur, birim karlılıkta sürdürülebilir iyileşme ve faaliyet altı kalemlerde daha temiz bir görünüm olacaktır.

#### Finansal Sonuçlar: Kardemir

TlM	4Ç24			3Ç25		4Ç25		Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	q/q	Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa					
Net satış	16.900	16.758	16.420	-3%	-2%	14.987	16.504	10%	-1%	73.954	66.719	-10%		
FAVÖK	1.345	1.856	2.362	76%	27%	1.949	1.980	21%	19%	5.481	6.834	25%		
FAVÖK marjı	8.0%	11.1%	14.4%	6.4pp	3.3pp	13.0%	12.0%	7.4%	10.2%	2.8pp				
Net kar	154	-711	-683	n.m.	-4%	-183	130	n.m.	n.m.	-3.968	-1.680	n.m.		
Net marj	0.9%	-4.2%	-4.2%	-5.1pp	0.1pp	-1.2%	0.8%	-5.4%	-2.5%	2.8pp				

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonel anketi

**Alarko Holding 4Ç25 Sonuçları:** Beklentilerden sapma, ertelenmiş vergi gideri ve enerji dışı zayıf operasyonel karlılıktan kaynaklandı: Alarko Holding <ALARK T1, AL> 4Ç25'te konsolide bazda TL1,40mlr ciro (+%150 y/y, +%55 ç/ç), -TL1,05mlr FAVÖK (marj: +%75,5; 4Ç24: +%317,9; 3Ç25: %20,5) ve TL875m net zarar açıkladı; şirket 4Ç24'te TL2,60mlr, 3Ç25'te ise TL3,30mlr net kâr açıklamıştı. Alt satır, TL1,07mlr seviyesindeki ÜNLÜ tahminimizin ve TL1,16mlr seviyesindeki konsensüs net kâr beklentisinin belirgin şekilde altında kaldı; buna göre sapma sırasıyla TL1,95mlr ve TL2,04mlr oldu. Zayıf konsolide sonuçlar, enerji varlıklarının operasyonel olarak zayıf bir çeyrek geçirdiği anlamına gelmiyor. Şirketin kombine sunumuna göre 4Ç25'te ciro TL12,68mlr, FAVÖK TL2,51mlr ve net zarar TL1,22mlr seviyesinde gerçekleşirken, sadece enerji segmenti TL2,90mlr FAVÖK yarattı. Enerji dışı segmentlerdeki FAVÖK zayıflığı, konsolide seviyedeki zayıf FAVÖK görünümünün ana nedeni olurken, çeyrekte beklentilerin üzerindeki TL710m net finansal gelire rağmen, TL1,0mlr tutarındaki beklenti üstü ertelenmiş vergi gideri de net kâr tarafındaki sapma üzerinde ilave baskı yarattı. Hisse son bir ayda BIST-100'e göre %11 daha zayıf performans gösterirken, USD bazında %16 değer kaybetti. Öne çıkan başlıklar kombine bazdadır:

- Enerji segmenti kârlı kalmaya devam etti, ancak bu durum konsolide FAVÖK'e yansımada. 4Ç25'te elektrik üretimi segmenti TL1,91mlr FAVÖK, dağıtım ve perakende segmenti ise TL990m FAVÖK yaratarak toplam enerji FAVÖK'ünü TL2,90mlr'a taşıdı. Buna karşın enerji dışı tarafta birçok iş kolunda kombine FAVÖK negatif kaldı: tarım -TL333m, arazi geliştirme -TL195m, turizm -TL104m ve sanayi & ticaret -TL33m. Taahhüt segmenti TL89m, holding ise TL186m FAVÖK katkısı sağladı. Bu rakamlar kombine bazda TL2,51mlr FAVÖK'e işaret ederken, çeyreklik özet tabloda raporlanan konsolide FAVÖK -TL1,05mlr oldu. Ana çıkarım net: çekirdek enerji operasyonları kârlı kalmaya devam etti, ancak enerji dışı segmentlerdeki zayıflık bunun raporlanan konsolide FAVÖK'e pozitif yansımalarını engelledi.
- Enerji — Üretim: 4Ç25'te elektrik üretimi segmenti FAVÖK'ü TL1,91mlr oldu. Cenal'in üretimi 4Ç25'te yıllık bazda %2 düşüşle 2.784.225MWh seviyesinde gerçekleşti. Güneş üretimi yıllık bazda %1 düşüşle 19.092MWh oldu. Hidroelektrik üretimi ise kuraklık nedeniyle oldukça zayıf kaldı; Karakuz santrali çeyrek boyunca yalnızca 6MWh üretim gerçekleştirdi. Elektrik üretim segmenti cirosu yıllık bazda %16 gerilerken, ortalama elektrik satış fiyatı TL2.866/MWh ve USD68/MWh oldu; bu da TL bazında yıllık %17 artışa, USD bazında ise %4 düşüşe işaret ediyor.
- Enerji — Dağıtım ve Perakende: 4Ç25'te segment cirosu TL7,0mlr, FAVÖK ise TL990m oldu. Bu segment, çok güçlü geçen 3Ç25 seviyesinin altında kalmasına rağmen, grubun ana nakit yaratım alanlarından biri olmayı sürdürdü.
- Taahhüt ve arazi geliştirme: Taahhüt segmenti 4Ç25'te TL650m ciro, TL89m FAVÖK ve TL55m net zarar açıkladı. Arazi geliştirme segmentinde ise ciro TL66m, FAVÖK -TL195m ve net zarar -TL619m oldu. Arazi geliştirme, çeyrekteki en belirgin baskı unsurlarından biri olarak öne çıktı.
- Turizm / Sanayi & Ticaret / Tarım: Turizm segmenti TL335m ciro, -TL104m FAVÖK ve -TL132m net zarar açıkladı. Sanayi & Ticaret segmentinde TL610m ciro, -TL33m FAVÖK ve -TL180m net zarar kaydedildi. Tarım segmenti ise TL418m ciro ve -TL333m FAVÖK üretmesine rağmen, TL193m net kâr açıkladı; bu da söz konusu segmentte çeyrek boyunca FAVÖK altı kalemlerden anlamlı bir pozitif katkı geldiğine işaret ediyor.
- FAVÖK altı baskı: 4Ç25'te alt satır üzerinde TL1,0mlr ertelenmiş vergi gideri baskı yarattı. Bu kalem, beklentilerin üzerindeki TL710m net finansal gelirin sağladığı desteği fazlasıyla dengeledi ve net kârın beklentilerin belirgin şekilde altında kalmasının temel nedenlerinden biri oldu.

- Bilanço: Solo net nakit 3Ç25'teki TL3,0mlr seviyesinden 4Ç25'te TL3,3mlr'a yükseldi. Kombine net borç ise 3Ç25'teki c.TL16,4mlr seviyesinden c.TL15,8mlr'a geriledi.
- Beklentiler / proje hattı: Yönetim, yenilenebilir enerji, depolama ve tarım alanlarındaki orta vadeli büyüme planlarını yineledi. Sunumda öne çıkan hedefler arasında yenilenebilir kurulu gücün 136MW'tan 2030'a kadar c.650MW'a yükselmesi, 3GWh'lik ortak girişimde batarya hücresi/tesis yatırımının 2026 sonuna kadar devreye alınması ve sera alanının 2028'e kadar 10.000 dekaraya ulaşması yer aldı. Bunlar uzun vadeli hikâye açısından önemli olsa da, 4Ç25'te raporlanan zayıf konsolide sonuç gerçeğini değiştirmiyor.

Telekonferans: Yönetim 11 Mart 2026 tarihinde TSİ 17:00'de bir webcast düzenleyecek.

**Görüş ve Değerleme:** Alarko için AL tavsiyemizi koruyoruz. Bu çeyrek, ana yatırım tezini bozmasa da, hissedeki temel sorunu bir kez daha ortaya koyuyor: temel enerji varlıklarının kârlılık gücü ile bunun raporlanan konsolide kârlılığa yansımaları arasında hâlen belirgin bir fark var. Yakın vadede bu durum, konsolide kâr rakamları oynak ve okunması zor kaldığı sürece hissenin iskontolu işlem görmeye devam etmesine neden olabilir. Orta vadede yatırım tezi, enerji tarafındaki nakit üretimine ve tarım, yenilenebilir enerji, depolama ve turizm gibi yeni yatırımların raporlanan finansallara daha net yansıtıp yansımaya dayanmaya devam ediyor. Yeniden değerlendirme için ana tetikleyiciler, konsolide kârlılığın daha temiz ve öngörülebilir hale gelmesi, FAVÖK altı oynaklığın azalması ve yeni iş kollarındaki getirilerin daha görünür olmasıdır. Başlıca riskler ise enerji dışı segmentlerde zayıf raporlanan kârlılığın sürmesi, çekirdek dışı alanlarda zararların devam etmesi ve USD bazında daha zayıf elektrik fiyatlarıdır.

#### Finansal Sonuçlar: Alarko Holding

TlM	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	559	3,071	1,396	150%	-55%					9,946	8,669	-13%
FAVÖK	-1,775	629	-1,054	n.m.	n.m.					-1,335	-1,175	-12%
FAVÖK marjı	-317.9%	20.5%	-75.5%	242.4pp	-96.0pp					-13.4%	-13.5%	-0.1pp
Net kar	2,599	3,299	-875	n.m.	n.m.	1,072	1,164	n.m.	n.m.	2,794	-1,223	-144%
Net marj	465.4%	107.4%	-62.7%	-528.1pp	-170.1pp					28.1%	-14.1%	-42.2pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

**Ülker 4Ç25 Sonuçları:** Ülker <ULKER T1, AI>, 4Ç25'te TL27.5 mlr satış geliri (yıllık %7 daralma; Ünlü: TL28.7 mlr; Kons.: TL28.5 mlr), TL3,407 mn FAVÖK (yıllık %36 daralma; Ünlü: TL4,896 mn; Kons.: TL4,854 mn), ve TL81 mn net kâr (yıllık %98 daralma; Ünlü: TL1,265 mn; Kons.: TL1,209 mn) açıkladı. Satış gelirleri beklentilerin hafif altında kalırken, FAVÖK ve net kâr zayıflayan talep ortamı, yoğun promosyon faaliyetleri, ve kurdaki değer kaybının enflasyonun gerisinde kalmasının yarattığı marj baskısı nedeniyle tahminlerin belirgin altında gerçekleşti. Net kâr ayrıca daha zayıf operasyonel kârlılık, devam eden net kur farkı zararları, ve ağırlıklı olarak daha düşük faiz gelirinden kaynaklanan yatırım gelirlerindeki sert düşüş nedeniyle ilave baskı altında kaldı. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan başlıkları şunlardır:

- Satış gelirleri, hem Türkiye hem de uluslararası operasyonlardaki baskının etkisiyle 4Ç25'te yıllık bazda %6.6 daralarak TL27.5 mlr oldu. Türkiye gelirleri yıllık %6.1 düşüşle TL18.6 mlr'ye gerilerken, uluslararası gelirler yıllık %7.6 azalışla TL8.8 mlr'ye indi. İhracatın gelirler içindeki payı 4Ç25'te %32.1 ile 3Ç25'teki %32.3 seviyesine göre büyük ölçüde yatay seyredirken, 4Ç24'teki %32.5 ile uyumlu gerçekleşti. Konsolide satış hacmi ise, Türkiye'de yıllık %1.9 artışla 126 bin tona ulaşan hacmin uluslararası taraftaki yıllık %6.3 düşüşle 53 bin tona gerileyen hacmi kısmen dengelemesi sayesinde, yalnızca yıllık %0.7 düşüşle 179 bin ton seviyesinde büyük ölçüde yatay kaldı. Zayıf ciro performansı muhtemelen ana pazarlardaki zayıf talep koşullarını, sınırlı fiyatlama desteğini, ve özellikle KSA tarafında uluslararası operasyonlardaki devam eden zayıflığı yansıttı.
- FAVÖK marjı, hem Türkiye hem de uluslararası operasyonlardaki kârlılıktaki sert bozulmayı yansıtarak 4Ç25'te yıllık 5.6 puan daralarak %12.4'e geriledi. Türkiye FAVÖK marjı 4Ç24'teki %19.1'den 4Ç25'te %13.1'e inerek yıllık 6.0 puan düşerken, uluslararası FAVÖK marjı da %15.7'den %11.0'e gerileyerek yıllık 4.7 puan daraldı. Bozulmanın temel nedeni daha düşük brüt kârlılık oldu; brüt marj 4Ç25'te %24.9'a gerilerken, bu oran hem 3Ç25'te hem de 4Ç24'te %29.2 seviyesindeydi. Buna ek olarak, faaliyet giderlerinin satışlara oranı 4Ç24'teki %13.5 ve 3Ç25'teki %14.0 seviyelerinden 4Ç25'te %14.6'ya yükselerek marjlar üzerinde ilave baskı yarattı.
- Net kâr, 4Ç25'te kaydedilen TL630 mn vergi gelirine rağmen, daha zayıf operasyonel kârlılık, devam eden net kur farkı zararları (TL1,955 mn), ve ağırlıklı olarak faiz gelirinin 3Ç25'teki TL1.5 mlr seviyesinden 4Ç25'te TL191 mn'ye gerilemesinden kaynaklanan yatırım gelirlerindeki sert düşüş nedeniyle yalnızca TL81 mn ile beklentilerin belirgin altında gerçekleşti.
- Net borç, işletme sermayesindeki belirgin iyileşmenin etkisiyle çeyrek bazda %15.3 azalarak USD937 mn'den USD794 mn'ye geriledi. İşletme sermayesi ihtiyacının satışlara oranı 3Ç25'teki %39.4'ten 4Ç25'te %34.7'ye iyileşirken, net borç/FAVÖK oranı da 1.92x'ten 1.85x'e geriledi. Kovenant bazında ise net borç/FAVÖK oranı 2024'teki 1.08x'ten 2025'te 0.97x'e iyileşti.

**Görüş:** Ülker için AI önerimizi <Hedef Fiyat TL205/hisse> koruyoruz; görüşümüzü ağırlıklı olarak hissenin iskontolu değerlendirme destekliyor. 4Ç25 sonuçları zayıf gelse ve 2025'te beklenen marj toparlanması öngördüğümüzden daha yavaş gerçekleşse de, şirketin güçlü marka portföyünün, dayanıklı pazar konumunun, ve miks odaklı değer büyümesi potansiyelinin uzun vadeli yatırım tezini desteklemeyi sürdürdüğünü düşünüyoruz. Hisse, 2026T 5.0x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

## Finansal Sonuçlar: Ülker

TLm	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	29,379	26,518	27,454	-7%	4%	28,738	28,512	-4%	-4%	110,078	111,905	2%
FAVÖK	5,291	4,704	3,407	-36%	-28%	4,896	4,854	-30%	-30%	20,414	18,416	-10%
FAVÖK marjı	18.0%	17.7%	12.4%	-5.6pp	-5.3pp	17.0%	17.0%			18.5%	16.5%	-2.1pp
Net kar	3,563	1,114	81	-98%	-93%	1,265	1,209	-94%	-93%	9,687	4,875	-50%
Net marj	12.1%	4.2%	0.3%	-11.8pp	-3.9pp	4.4%	4.2%			8.8%	4.4%	-4.4pp

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

## Sektör ve Şirket Haberleri

**Garanti BBVA Romanya iştirakine ilişkin seçenekleri değerlendirdiğini açıkladı:** Türkiye Garanti Bankası <GARAN TI, AL>, medyada Romanya iştiraki Garanti Bank S.A.'nın satışına ilişkin çıkan haberlerin ardından, söz konusu iştirak için potansiyel teklifler de dahil olmak üzere stratejik seçeneklerin değerlendirildiğini açıkladı. Banka, olası bir işleme ilişkin herhangi bir karar alınmadığını belirtti.

**Yorum:** Söz konusu iştirak, %2,9 kredi pazar payına sahip olup varlık büyüklüğüne göre Romanya'nın 10. büyük bankası konumundadır (Eyl-2025 itibarıyla) ve Garanti BBVA'nın konsolide varlıklarının %5,5'ini oluşturmaktadır. Bloomberg'e göre Avusturya merkezli Raiffeisen Bank, Romanya iştirakini satın almak üzere anlaşmaya yaklaşmış olup, geçen yılki finansallar baz alınarak yaklaşık 1,2x defter değeri teklif ettiği ve bunun yaklaşık 550 milyon EUR (640 milyon USD) değerlemeye işaret ettiği belirtilmektedir. 640 milyon USD seviyesindeki değerlendirme Garanti'nin mevcut piyasa değerinin yaklaşık %4,8'ine karşılık gelmektedir.

**TAV Havalimanları'nın Şubat ayı yolcu trafiği yıllık bazda %2 arttı:** TAV <TAVHL TI, AL> Şubat 2026'da 5,8 milyon yolcuya hizmet verdi; bu rakam, Şubat 2025'e göre %2 artışı ifade ediyor. Türkiye'deki ana imtiyazlarda yolcu trafiği Bodrum'da %16, Ankara'da %6, İzmir'de %4 artarken Antalya'da %2 düşüş gösterdi. Uluslararası operasyonlarda yolcu trafiğindeki yıllık değişimler şöyle: Gürcistan (+%11), Medine (-%3), Tunus (+%2), Kuzey Makedonya (+%32) ve Almatı (-%4).

**Yorum:** Yolcu trafiğindeki büyüme, Orta Doğu trafiğini etkileyen jeopolitik gerilimler nedeniyle Şubat ayında yavaşladı (Şubat: +%2; Ocak: +%10; Aralık: +%11; Kasım: +%9; Ekim: +%11; Eylül: +%9; Ağustos: +%8). (Hafif olumsuz)

**Tablo 1: Araştırma Kapsamındaki Hisseler**

Şirket Adı	Hisse Kodu	Güncel Fiyat* (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Pot. (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (USDm)	Halka Açıklık (%)	Ortalama Hacim (USDm)	Temettü Verimi 25B (%)	F/K**		FD/FAVÖK***	
										25B	26B	25B	26B
<b>Bankalar</b>													
Akbank	AKBNK	77.1	98.8	28%	Al	9,115	52%	200	1.9	6.5	4.1	1.3	1.0
Garanti Bank	GARAN	141.1	196.6	39%	Al	13,474	14%	122	2.9	7.0	4.4	1.4	1.1
Halkbank	HALKB	49.2	28.1	-43%	Sat	8,044	9%	69	3.7	5.4	3.4	1.3	0.9
Isbank	ISCTR	14.8	19.4	32%	Al	8,384	31%	236	0.0	10.7	7.0	1.8	1.4
TSKB	TSKB	12.4	16.7	35%	Al	786	39%	11	3.7	5.4	3.0	0.9	0.7
Vakıfbank	VAKBN	35.9	36.9	3%	Al	8,085	6%	35	0.0	2.8	2.1	0.8	0.6
Yapı Kredi	YKBNK	37.0	51.1	38%	Al	7,106	39%	180	0.0	5.2	3.7	1.2	0.9
<b>TMT</b>													
Türk Telekom	TTKOM	61.6	97.9	59%	Al	4,898	13%	34	1.4	11.9	9.3	3.2	3.4
Turkcell	TCELL	111.5	167.7	50%	Al	5,577	44%	74	0.0	9.4	7.7	3.1	3.3
Logo	LOGO	141.0	243.0	72%	Al	305	64%	3	2.5	13.7	9.6	2.8	3.1
Hitit	HTTBT	39.7	60.3	52%	Tut	271	28%	1	3.7	8.0	20.4	5.1	4.8
<b>İnşaat</b>													
Enka İnşaat	ENKAI	93.5	95.7	2%	Tut	12,748	8%	23	2.1	13.9	14.4	9.7	7.0
Tekfen Holding	TKFEN	80.5	92.7	15%	Al	677	21%	9	2.2	13.9	14.4	9.7	6.9
<b>Holdingle</b>													
Koc Holding	KCHOL	193.5	291.2	50%	Al	11,157	27%	159	3.1	21.9	12.6	0.5	0.4
Sabancı Holding	SAHOL	95.7	155.8	63%	Al	4,570	51%	92	3.5	21.7	14.1	0.4	0.4
Alarko Holding	ALARK	96.2	156.9	63%	Al	951	35%	23	1.5	a.d.	9.3	0.3	0.3
<b>Madencilik</b>													
Türk Altın	TRALT	55.4	48.3	-13%	Tut	4,034	29%	165	0.0	25.4	9.5	20.2	5.3
TR Metal	TRMET	155.9	161.2	3%	Al	1,376	44%	22	0.0	28.4	10.3	22.8	6.0
<b>Çelik</b>													
Erdemir	EREGL	29.3	31.0	6%	Tut	4,666	46%	113	0.0	16.6	7.3	12.6	3.2
Kardemir	KRDMD	31.4	40.4	28%	Al	832	89%	35	1.6	a.d.	19.7	10.3	8.1
<b>Petrol &amp; Gaz</b>													
Aygaz	AYGAZ	244.0	270.1	11%	Tut	1,219	24%	4	1.9	a.d.	20.1	11.0	8.7
Petkim	PETKM	17.8	14.6	-18%	Tut	1,024	47%	27	6.2	15.2	15.3	6.3	7.2
Tupras	TUPRS	248.0	258.7	4%	Tut	10,864	49%	137	5.6	10.5	18.0	a.d.	a.d.
<b>Elektrik Dağıtım</b>													
Enerjisa	ENJSA	111.0	121.0	9%	Tut	2,981	20%	6	0.0	a.d.	12.1	4.4	3.7
<b>Otomotiv &amp; Beyaz Eşya</b>													
Arçelik	ARCLK	114.0	141.0	24%	Tut	1,751	18%	11	5.5	15.9	13.3	10.5	7.8
Doğuş Otomotiv	DOAS	201.2	257.0	28%	Tut	1,006	39%	12	0.0	a.d.	41.5	6.8	4.7
Ford Otosan	FROTO	112.1	151.0	35%	Al	8,944	18%	44	12.3	4.8	4.2	0.7	0.9
Tofaş	TOASO	304.3	382.0	26%	Al	3,459	24%	29	6.1	12.2	9.2	9.8	8.5
Türk Traktor	TTRAK	450.5	639.0	42%	Tut	1,025	24%	4	6.6	26.4	12.7	18.1	10.2
<b>Savunma</b>													
Aselsan	ASELS	334.3	369.5	11%	Al	34,654	26%	299	0.0	23.1	11.8	7.5	5.9
<b>Perakende</b>													
Bim	BIMAS	652.5	929.0	42%	Al	8,901	68%	103	0.1	a.d.	45.3	33.7	26.3
Sok Marketler	SOKM	58.6	82.0	40%	Al	790	51%	7	0.1	a.d.	45.3	33.7	26.3
Migros	MGROS	603.0	838.0	39%	Al	2,482	51%	49	2.2	20.5	15.4	9.2	8.0
Mavi	MAVI	42.3	67.0	58%	Al	764	73%	10	0.0	a.d.	15.6	4.3	2.4
Ebebek	EBEBK	62.9	92.0	46%	Al	229	25%	1	1.0	16.4	19.2	3.5	3.2
<b>Cam ve Materyaller</b>													
Sisecam	SISE	42.2	56.9	35%	Tut	2,936	49%	69	2.8	12.1	12.4	3.1	2.9
Astor	ASTOR	195.1	266.0	36%	Al	4,427	37%	125	2.0	a.d.	26.3	3.0	2.7
<b>Havacılık</b>													
Pegasus Airlines	PGSUS	179.4	354.0	97%	Al	2,039	43%	118	1.1	10.8	5.7	4.5	4.5
TAV Airports	TAVHL	300.8	503.0	67%	Al	2,484	48%	20	0.0	4.6	4.5	5.3	4.7
Türkish Airlines	THYAO	297.0	391.0	32%	Tut	9,319	50%	369	1.2	43.2	11.6	5.7	4.9
<b>Gıda &amp; İçecek</b>													
Anadolu Efes	AEFES	17.6	26.0	48%	Al	2,367	32%	29	2.1	3.5	4.3	4.0	4.3
Coca Cola İçecek	CCOLA	71.1	96.0	35%	Al	4,523	25%	12	2.4	12.4	9.3	6.6	6.0
Ulker Bisküvi	ULKER	119.9	205.0	71%	Al	1,007	39%	18	1.9	11.3	8.3	6.2	5.7
<b>Sağlık</b>													
MLP Care	MPARK	445.3	636.0	43%	Al	1,934	42%	7	2.0	13.8	10.7	7.4	6.7
<b>Gayrimenkul</b>													
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	156.9	265.0	69%	Al	1,181	16%	4	0.0	15.3	15.6	4.4	3.9
<b>Sigorta</b>													
AkSigorta	AKGRT	7.6	10.1	33%	Al	279	28%	3	0.0	4.8	5.0	10.0	5.6
Anadolu Sigorta	ANSGR	27.6	37.9	38%	Al	1,253	35%	5	3.5	5.7	4.7	2.2	1.6
Türkiye Sigorta	TURSG	12.3	17.9	46%	Al	2,785	18%	17	0.0	4.2	3.6	1.5	1.1
<b>Araştırma Kapsamı</b>													
				26%					2.2	10.8	8.2		
				28%					2.2	16.6	12.5	14.4	11.1

Kaynak: UNLU & Co, Bloomberg, \*Son işlem günü kapanış fiyatları, \*\*Çarpanlar finansal olmayan şirketler için USD piyasa değeri ve kârlar kullanılarak hesaplanmıştır, \*\*\*Finansal şirketler ve holdingler için F/DD kullanılmıştır.

## Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Daniş, işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

## ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AI	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	27	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır\*:

**AI (B):** Hissenin toplam getirisinin\*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

**Tut (H):** Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

**Sat (S):** Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

**Kapsanmamaktadır:** ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

\*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

\*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş ("BİST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanlıtıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

## [Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.](#)

Şirket	Sınıflandırma
Aksigorta	D
Anadolu Sigorta	D
Hitit Bilgisayar	D
Logo Yazılım	D
Pegasus Airlines	D
Şok Marketler	D
Türkiye Sigorta	D
Ülker Bisküvi	D
Ebebek	D, E, F

## Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için

gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir tekliftteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir tekliftteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.