

17 Kasım 2023

Ülker Bisküvi

Hedef fiyatı 145 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyesini koruyoruz

Beklenenden daha iyi gerçekleşen üçüncü çeyrek sonuçlarının yanı sıra işletme sermayesi ve finansal borçlulukta görülen önemli iyileşmeyi hesaba katıyoruz. Sonuç olarak, hisse başına hedef fiyatımızı 145 TL'ye (önceki 95 TL) yükseltiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Ülker, net borcunu dolar bazında bir önceki çeyreğe göre %12 oranında azaltarak net borç/FAVÖK oranını 2x'in altına düşürdü. Bu, 2021 yılında Önem Gıda'nın satın alınmasından bu yana en düşük seviyeye işaret ediyor. Ülker'in 10 yıllık geçmişindeki dolar bazında %60'lık değer erozyonu göz önünde bulundurulduğunda, şirketin etkili borç azaltma çabalarının ardından daha yüksek değerlenmeyi hak ettiğine inanıyoruz. 2024B F/K oranı 6,4x olan Ülker, benzerlerine kıyasla %67 iskontolu işlem görmektedir.

- 2023 yılı için tahminlerimiz şirketin beklentilerini aşmaktadır:** %67'lik güçlü bir gelir büyümesi ve %21,6'lık bir FAVÖK marjına işaret eden 9 aylık verilere – 2023 yılı için %51 gelir büyümesi (42,5 milyar TL gelir beklentisi) ve %19,75 FAVÖK marjı öngören revize şirket beklentilerini aşan performans – dayanarak tahminlerimizi yukarı yönlü güncelledik. Revize edilmiş tahminimiz 2023 yılı için 45,5 milyar TL'ye ulaşan %61'lik bir gelir büyümesi ve %20,5'lik bir FAVÖK marjı öngörmektedir. Enflasyonist etkiler, şeker ve kakao fiyatlarındaki artış göz önünde bulundurulduğunda, 2024 yılında %52'lik bir gelir artışı ve %19,5'e normalleşen bir FAVÖK marjı öngörüyoruz. Ayrıca, 2023 yılında 1,9x olan net borç/FAVÖK oranının 2024 yılında 1,7x'e düşeceğini öngörüyoruz. Finansal gider baskısının azalmasıyla beraber 2023 ve 2025 yılları arasında dolar bazında net karda %78 bileşik yıllık büyüme oranı bekliyoruz.
- Borçluluğu azaltma hedefi devam etmektedir:** Net borç bir önceki çeyreğe göre dolar bazında %12 azalarak 622 milyon dolara gerilemiş ve net borç/FAVÖK oranı 2Ç23'te kaydedilen 2,45x'e kıyasla 3Ç23'te 1,94x'e gerilemiştir. İşletme sermayesi/satışlar oranı 430 baz puan düşüşle %27,9 olarak gerçekleşmiştir. Ülker döviz açık pozisyonunu 3Ç23'te 150 milyon dolara düşürmüştür (2Ç23'te 272 milyon dolar). Şirketin finansal pozisyonunu iyileştirmek için sendikasyon kredisinin refinansmanı, döviz açık pozisyonunun azaltılması ve 50 milyon dolar (başlangıçta toplam 650 milyon dolar) tutarındaki tahvillerin geri satın alınması gibi adımlar attı.
- 3Ç23 sonuçları:** Ülker 3Ç23 finansallarında 1.456 milyon TL net kar (Ünlü: TL501m; Piyasa: TL521m), 2.669 milyon TL FAVÖK (Ünlü: TL2.306m; Piyasa: TL2.299m) ve 12.409 milyon TL gelir (Ünlü: TL11.765m; Piyasa: TL11.771m) kaydetmiştir. Tahminlerin üzerinde gerçekleşen FAVÖK marjı ve daha düşük finansal giderler, beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kar rakamının arkasındaki başlıca nedenler olmuştur. Ayrıca, Ülker 54 milyon TL vergi geliri elde etmiştir. Gelirler 3Ç23'te yurtiçi gelirlerdeki %71'lik ve yurtdışı gelirlerdeki %69'luk büyümenin desteğiyle %70 oranında artmıştır. Gelir artışındaki ana etkenler fiyat artışları, yeni lansmanlar, ürün dağılımındaki değişim etkisi ve atıştırmalık hacimlerinde görülen %8 büyümeydi. Bisküvi kategorisi cirosunda %58'lik büyümeye karşılık çikolata kategorisindeki gelir artışı %76 olarak gerçekleşti. Çikolata kategorisinin gelir payı 170 baz puan artarak %45'e yükseldi. Konsolide FAVÖK marjı, hem Türkiye hem de uluslararası operasyonlardaki marj iyileşmesi sayesinde 3Ç23'te yıllık bazda 430 baz puan artarak %21,5 olarak gerçekleşmiştir.

Tavsiye:

AL

Hedef Fiyat:

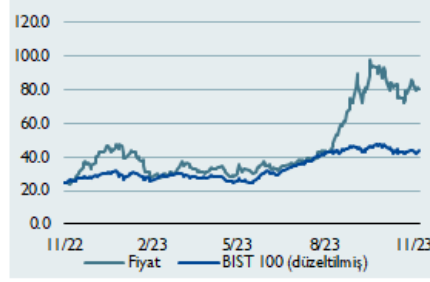
TL 145

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLU&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	ULKER.IS
Sektör	Yiyecek ve içecek
Fiyat	TL 80.45
Piyasa değeri (TLM)	29.708
Şirket değeri (TLM)	48.596
Piyasa değeri (USDm)	1.037
Şirket değeri (USDm)	1.696
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	45.05
Halka açıklık (%)	39

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	0.6	78.5	223.1
Endekse göre (%)	2.6	75.8	93.9

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görelî fiyat grafiği 16 Kasım 2023 tarihi itibarıyla 7.781 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@unluco.com

Şirket Güncellemesi

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

Değerleme çarpanları ¹	2020	2021	2022	2023B	2024B	2025B
F/K (x)	25,4	a.d.	a.d.	19,4	6,4	4,7
FD/FAVÖK(x)	13,0	14,4	6,9	4,8	3,8	3,4
FD/satış (x)	2,6	2,7	1,3	1,0	0,7	0,7
Temettü verimi (%)	1,0	0,0	0,0	0,0	3,8	5,2

Oran analizi	2020	2021	2022	2023B	2024B	2025B
Sermaye verimliliği (%)	18,5	-8,6	-5,9	15,9	32,0	30,8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	20,5	48,9	73,9	38,5	27,2	24,6
Brüt marj (%)	30,2	28,8	29,8	31,9	30,0	30,0
FAVÖK marjı (%)	19,8	18,5	19,4	20,6	19,5	19,5
FVÖK marjı (%)	17,7	16,7	18,2	19,5	18,0	18,0
Ner kar marjı (%)	11,1	-3,7	-1,3	3,4	6,8	8,1
Net borç/FAVÖK (x) ²	0,1	3,8	2,4	1,9	1,7	1,6
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	-1,1	-3,6	-1,5	-1,3	-0,4	-0,3

Kar ve zarar (TLm) ¹	2020	2021	2022	2023B	2024B	2025B
Net satışlar	9.716	12.537	28.197	44.559	67.570	79.008
Büyüme oranı (yıllık)	25%	29%	125%	58%	52%	17%
Brüt kar	2.937	3.612	8.409	14.219	20.271	23.703
FAVÖK	1.922	2.324	5.467	9.158	13.176	15.407
Büyüme oranı (yıllık)	47%	21%	135%	68%	44%	17%
FVÖK	1.723	2.098	5.118	8.669	12.163	14.222
Büyüme oranı (yıllık)	52%	22%	144%	69%	40%	17%
Diğer gelir/gider	1.911	6.297	3.014	5.639	1.189	1.235
Finansman geliri/gideri	-2.058	-8.466	-8.051	-12.065	-5.782	-5.341
Vergi öncesi kar	1.576	-71	82	2.242	7.569	10.115
Vergi	-308	-92	118	225	-1.741	-2.326
Efektif vergi oranı	19,5%	-130,4%	-144,5%	-10,0%	23,0%	23,0%
Kontrol gücü olmayan paylar	187	302	553	936	1.206	1.410
Net kar	1.081	-464	-353	1.532	4.622	6.378
Büyüme oranı (yıllık)	9%	-143%	-24%	n.m.	202%	38%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	342	342	342	369	369	369
Hisse başı net kar (TL)	3,16	-1,36	-1,03	4,15	12,52	17,27
Hisse başı temettü (TL) ¹	0,81	0,00	0,00	0,00	3,04	4,20
Temettü ödeme oranı	25,6%	0,0%	0,0%	0,0%	24,3%	24,3%

Nakit akışı (TLm)	2022	2023B	2024B	2025B	Bilanço (TLm)	2022	2023B	2024B	2025B
FVÖK	5.118	8.669	12.163	14.222	Nakit	9.255	12.114	17.880	20.160
Amortisman ve itfa giderleri	349	489	1.014	1.185	Dönen varlıklar	25.174	34.588	52.226	60.320
İşletme sermayesindeki değişim	-3.206	-3.857	-6.548	-3.228	Maddi duran varlıklar	6.817	8.000	9.076	12.076
Ödenen vergiler	118	870	-2.797	-3.271	Maddi olmayan duran varlıklar	2.018	3.000	3.639	4.681
Toplam yatırım harcaması	-726	-891	-1.689	-2.370	Duran varlıklar	12.685	17.475	22.638	28.765
Yatırım harcaması/hasılat	-2,6%	-2,0%	-2,5%	-3,0%	Toplam Varlıklar	37.859	52.063	74.863	89.086
Serbest nakit akışı	1.653	5.280	2.142	6.537	Kısa vadeli yükümlülükler	16.887	13.122	19.283	22.166
Serbest nakit akışı oranı	5,9%	11,9%	3,2%	8,3%	Uzun vadeli yükümlülükler	13.289	27.414	38.224	42.898
					Özkaynaklar	7.682	11.527	17.356	24.021
					Toplam Kaynaklar	37.859	52.063	74.863	89.086
Ödenen temettüler	0	0	0	-1.123	Net işletme sermayesi	8.665	12.522	19.070	22.298
Net borç değişim	-4.333	-4.216	-5.282	-2.392	Net borç (nakit)²	13.090	17.307	22.589	24.981

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Cos tahminleri ¹Önem Gıda 2021 yılında 3,7 milyar TL (447 milyon USD) karşılığında satın alınmıştır. 2020 rakamları Önem Gıda finansallarını içerecek şekilde yeniden düzenlenmiştir, bu da 2020 yılında gelirlerde %3, FAVÖK'te %19 ve FAVÖK marjında 250bp inorganik büyüme sağlamıştır. Net kazanç 2020 yılında inorganik olarak %6 artmıştır. ²Net borç hesabı Yıldız Holding'den olan 1,8 milyar TL diğer borcu içermektedir.

Tahminlerde değişiklik

Beklenenden daha iyi gelen üçüncü çeyrek sonuçlarının yanı sıra işletme sermayesi ve finansal kaldıraçtaki önemli iyileşmeyi de hesaba kattık. Sonuç olarak, hisse başına hedef fiyatımızı 145 TL'ye yükselttik (daha önce 95 TL). Ayrıca, serbest nakit akışı üretimindeki önemli iyileşmeyi takiben, özkaynak maliyeti hesabından şirket risk primini 200 baz puandan 100 baz puana indiriyoruz.

Ülker'in değerlemesinde, beş yıllık bir tahmin dönemi, %13 uç büyüme oranı ve %22,4 AOSM (%21 risksiz oran, %6 sermaye risk primi ve 1,0x beta) temelinde, yalnızca TL cinsinden indirgenmiş nakit akışı analizini kullanıyoruz. Ayrıca, Godiva varlıklarının 3,7 milyar TL defter değerini dahil ediyor, FMC ve Hi-Food'daki azınlık pay değerlerini değerlemeden azaltıyor ve Yıldız Holding'den 1,8 milyar TL tutarında ticari olmayan alacakları net borç hesabına ekliyoruz. Ana riskler, makro ekonomik zorluklar, düzenleyici değişiklikler ve rekabetin yoğunlaşmasıdır.

Tablo 1: Tahminlerdeki deęişiklikler

TL m	2022	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2023B	2024B	2023B	2024B	2023B	2024B
Net Satışlar	28,197	44,023	66,713	44,559	67,570	1%	1%
FAVÖK	5,467	8,524	12,675	9,158	13,176	7%	4%
Net kar	-353	216	3,197	1,532	4,622	610%	45%
FAVÖK Marjı	19.4%	19.4%	19.0%	20.6%	19.5%	1.2pp	0.5pp
Net Marj	-1.3%	0.5%	4.8%	3.4%	6.8%	2.9pp	2.0pp
Makro Tahminler							
USD/TL ortalama	16.57	24.12	35.79	24.12	35.79	0%	0%
EUR/TL ortalama	17.38	26.20	37.88	26.20	37.88	0%	0%

Kaynak: UNLÜ & Co Tahminleri

3Ç23 değerlendirmesi

Ülker 3Ç23 finansallarında 1.456 milyon TL net kar (Ünlü: TL501m; Piyasa: TL521m), 2.669 milyon TL FAVÖK (Ünlü: TL2.306m; Piyasa: TL2.299m) ve 12.409 milyon TL gelir (Ünlü: TL11.765m, Piyasa: TL11.771m) kaydetmiştir. Tahminlerin üzerinde gerçekleşen FAVÖK marjı ve daha düşük finansal giderler, beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kar rakamının arkasındaki başlıca nedenler olmuştur. Ayrıca, Ülker 54 milyon TL vergi geliri elde etmiştir.

- Gelirler 3Ç23'te yurtiçi gelirlerdeki %71'lik ve yurtdışı gelirlerdeki %69'luk büyümenin desteğiyle %70 oranında artmıştır. Gelir artışındaki ana etkenler fiyat artışları, yeni lansmanlar, ürün dağılımındaki değişim etkisi ve atıştırmalık hacimlerinde görülen %8 büyümedir (yurtiçi %8 büyüme, yurtdışı %6 büyüme). Bisküvi kategorisindeki %58'lik büyümeye karşılık çikolata kategorisindeki gelir artışı yıllık bazda %76 olarak gerçekleşti. Çikolata kategorisinin gelir payı 170 baz puan artarak %45'e yükseldi.
- Konsolide FAVÖK marjı, hem Türkiye hem de uluslararası operasyonlardaki marj iyileşmesi sayesinde 3Ç23'te yıllık bazda 430 baz puan artarak %21,5 olarak gerçekleşmiştir.
- Net borç bir önceki çeyreğe göre dolar bazında %12 azalarak 622 milyon dolar seviyesine gerilemiş ve net borç/FAVÖK oranı 2Ç23'te kaydedilen 2,45x seviyesine kıyasla 3Ç23'te 1,94x seviyesinde gerçekleşmiştir. İşletme sermayesi/satışlar oranı 430 baz puan düşüşle %27,9 olarak gerçekleşmiştir. Ülker, döviz açık pozisyonunu 3Ç23'te 150 milyon dolara düşürmüştür (2Ç23'te 272 milyon dolar).
- 9 aylık veriler, yönetimin 2023 için revize ettiği %51 gelir artışı ve %19,75 FAVÖK marjı beklentilerine kıyasla %67 gelir artışı ve %21,6 FAVÖK marjına işaret ediyor.

Tablo 2: 3Ç23 Sonuçları

TlM	3Ç22	2Ç23	3Ç23	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		9A22	9A23	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	7,302	9,512	12,409	70%	30%	11,765	11,771	5%	5%	19,179	32,032	67%
FAVÖK	1,254	1,915	2,669	113%	39%	2,306	2,299	16%	16%	3,633	6,927	91%
FAVÖK marjı	17.2%	20.1%	21.5%	4.3pp	1.4pp	19.6%	19.5%			18.9%	21.6%	2.7pp
Net kar	-217	-1,692	1,456	-771%	-186%	501	521	191%	179%	-1,336	659	-149%
Net marj	-3.0%	-17.8%	11.7%	14.7pp	29.5pp	4.3%	4.4%			-7.0%	2.1%	9.0pp

Kaynak: Şirket verisi, Rasyonet ve ÜNLÜ & Co Tahminleri

Bahsi geçen şirketler (16 Kasım 2023 kapanış fiyatlarıyla)
Şirket borsa kodu (ULKER.IS, Tavsiye AL, Hedef fiyat 145 TL)

Beyan Eki

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

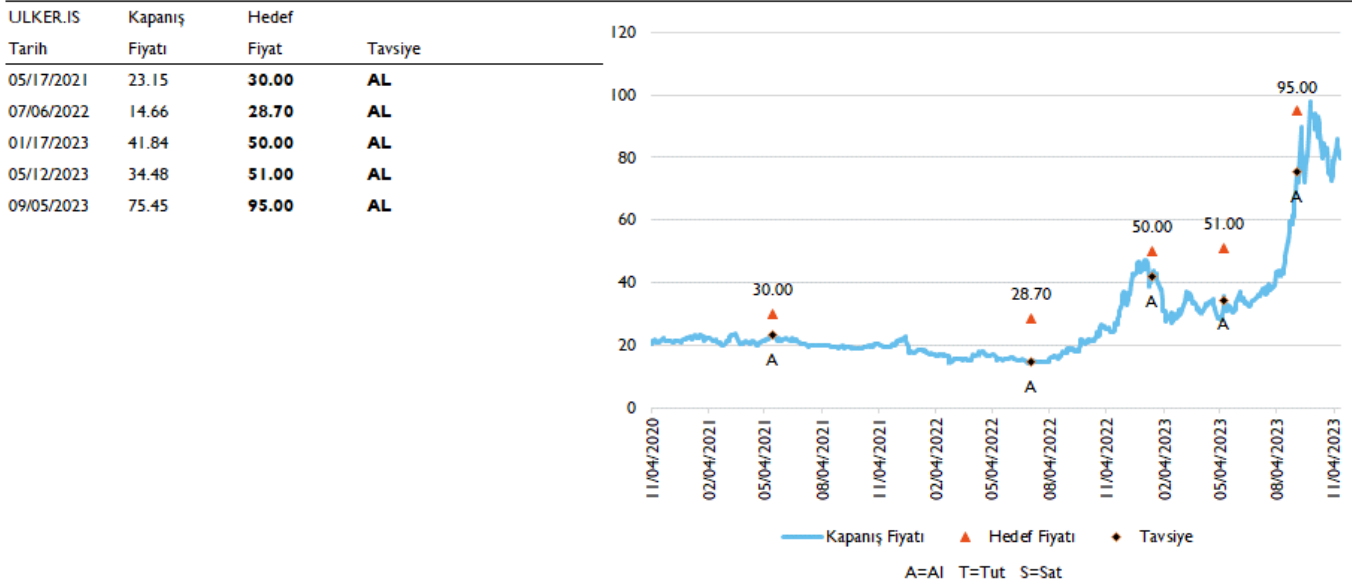
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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.

Ece Mandacı, CFA 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).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ULKER.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	KISITLI
Tüm derecelendirmeler (%)	54	44	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.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (ULKER.IS)

Değerleme metodu: Sayfa 3

Riskler: Sayfa 3

*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. ("BIST") 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 yanıltıcı 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
Ulker Bisküvi	D

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 zımni 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 teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki 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.