



Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- Vakıfbank 4Ç25 Sonuçları
- Ford Otosan 4Ç25 Sonuçları
- Tofaş 4Ç25 Sonuçları
- Türk Traktör 4Ç25 Sonuçları
- Aygaz 4Ç25 Sonuçları

Sektör ve Şirket Haberleri

- Koç Holding – RMK Marine bedelli sermaye artırımını
- Türk Hava Yolları'nın yolcu trafiği Ocak'ta yıllık %12.4 arttı, doluluk oranı 170 baz puan yükseldi
- TAV Havalimanları'nın Ocak ayı yolcu trafiği yıllık bazda %10 arttı

Araştırma

Ünlü Araştırma

0212 367 3636

unluresearch@e.unluco.com

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.(\$m)
BIST 30	15,099	2.18%	3,534
BIST 100	13,838	2.34%	4,475
BIST 30 Vadeli	Uzlaş. Fiyatı	Değişim	Hacim.(\$m)
Şub-26	15,353	2.39%	385,506
Nis-26	15,953	2.27%	8,840

BIST 30 en yüksek performans gösterenler

	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
ASTOR	5.9%	115.29
PETKM	5.8%	40.24
EKGYO	5.3%	75.02

BIST 30 en düşük performans gösterenler

	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
TUPRS	-1.4%	165.54
GUBRF	-0.2%	29.89
TTKOM	0.3%	36.91

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	2.3%	26.7%	22.9%
MSCI EM	-0.1%	8.7%	7.3%
Hang Seng	1.8%	4.5%	5.4%
Brasil-Bovespa	1.8%	18.1%	15.6%
India-Sensex 30	0.6%	-0.6%	-1.4%
China-Shanghai	1.4%	3.3%	3.9%
S. Africa-JSE	0.2%	7.4%	3.8%

Gelişmiş piyasalar

Dow Jones	0.0%	6.3%	4.3%
S&P 500	0.5%	3.4%	1.7%
FTSE 100	0.2%	7.1%	4.6%
Euro Stoxx 50 Pr	1.0%	6.4%	4.6%
DAX	1.2%	4.8%	2.1%
CAC 40	0.6%	1.9%	2.1%
IBEX	1.4%	11.3%	5.1%
Nikkei	3.9%	11.9%	12.0%

Emtialar

* vadeli	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent (\$/bbl)*	68.1	0.7%	11.8%
Altın (\$/oz)	4951.2	1.8%	14.1%
Gümüş (\$/t oz)	76.9	0.2%	8.9%
Bakır (\$/lb)	619.2	0.7%	3.6%

Döviz kurları

	Kur	Günlük	Ybb
USD/TL	43.60	0.1%	1.6%
EUR/USD	1.19	0.6%	1.1%
Döviz sepeti	47.69	0.4%	1.3%

Faiz oranları

	Oran	Değişim	Hacim.(\$m)
Politika faizi	37.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	35.33%	0.1%	904.00

Eurobondlar

	Fiyat	Getiri	Makas
TR (15-Oca-30)	123.897	5.1%	0.9%
US (10-yıllık)		4.2%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

VakıfBank 4Ç25 Sonuçları: Beklentilerin üzerinde NIM ve risk maliyetiyle yüksek kaliteli sürpriz, 2025 hedefleri yüksek-20% ROAE ile korundu: VakıfBank <VAKBN TL, AI>, 4Ç25 solo finansallarında TL28.094mn net kâr açıkladı (+%136 ç/ç, +%113 y/y). Bu rakam, TL22.855mn olan beklentimizin ve TL23.233mn olan piyasa beklentisinin sırasıyla %23 ve %21 üzerinde gerçekleşti. 2025 yılı toplam net kârı %73 y/y artışla TL70.050mn'a ulaşarak, kapsama alanımızdaki bankalar arasında ikinci en yüksek yıllık net kâr büyümesine işaret etti. Kümülatif ROAE, 9A25'teki %23,2'den 2025'te %25,9'a yükseldi; bu seviye yüksek-20% bütçe hedefinin hafif altında kaldı (AKBNK: %21,5; GARAN: %29,0; YKBNK: %21,4; ISCTR: %18,6).

- Beklentilerimizden sapmalar: Sapmalar, ağırlıklı olarak ticari gelirler, diğer bankacılık gelirleri ve personel giderlerinin beklentimizin altında gerçekleşmesinden kaynaklandı. Banka 4Ç25'te TL2,9bn ticari zarar kaydederken, beklentimiz TL4,1bn zarar yönündeydi. Net faiz geliri, TÜFE'ye endeksli kıymet değerlemesinde kullanılan %32,9'luk daha yüksek oran ve TL çekirdek spreadlerde ç/ç ~30bp genişleme sayesinde ç/ç %79 arttı.
- 2025 yılı hedefleri kısmen karşılandı: ROE %25,9 ile orta-20% seviyesindeki hedefe genel olarak paralel gerçekleşti. Ancak swap dahil NIM 110bp artışla %3,4'e yükselerek 200bp'lik iyileşme hedefinin altında kaldı. Net risk maliyeti 128bp ile ~100bp hedefinin üzerinde gerçekleşti. Ücret gelirleri %56 artışla orta-20% hedefinin üzerine çıkarken, faaliyet giderleri %61 artışla ortalama TÜFE varsayımının belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti.
- 2026 yılı beklentileri: ROE'nin yüksek-20% seviyelerine ulaşması bekleniyor. TL kredi büyümesi orta-20% seviyelerinde öngörülürken, YP kredi büyümesi tek haneli olarak bütçelendi. Swap dahil NIM'in ~%4,5 seviyesine yükselmesi ve 110bp marj genişlemesine işaret etmesi bekleniyor; bu görünüm çekirdek spreadlerde kademeli toparlanmaya işaret etmektedir. Ücret gelirlerinde >%40 artış hedeflenirken, faaliyet giderlerinin ortalama TÜFE'nin üzerinde artması beklenmektedir (TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi baz alınmıştır). Net risk maliyeti (kur etkisi hariç) ~150bp olarak öngörülmekte olup, görece kontrollü bir aktif kalitesi görünümüne işaret etmektedir.
- Risk maliyetinde ç/ç belirgin gerileme: Net risk maliyeti 3Ç25'teki 166bp'den 4Ç25'te 68bp'ye gerileyerek kredi riskinde normalleşmeye işaret etti. Kümülatif bazda net risk maliyeti 9A25'teki 154bp'den 2025'te 128bp'ye düştü. Karlılık tarafında ise net kâr, 3Ç25'teki TL19,8bn'dan 4Ç25'te TL36,5bn'a yükselen (%84 artış) TÜFE'ye endeksli gelirler tarafından desteklendi; bu artış faiz gelirlerini önemli ölçüde yukarı taşıırken, marjlardaki temel baskıyı dengeledi.

Görüş: Hisse için AI tavsiyemizi ve TL36,9 hedef fiyatımızı koruyoruz. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Banka, 2026T için 3,9x F/K ve 0,9x F/DD çarpanlarıyla işlem görmekte olup, ROAE'nin %27,6 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Finansal Sonuçlar: Vakıf Bank

TlM	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		12A24	12A25	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net Faiz Gelirleri	42.860	37.080	66.325	55%	79%	64.826	0	2%		98.976	152.384	54%
Ücret ve Komisyon Gelirleri	13.298	20.605	19.373	46%	-6%	19.858	0	-2%		46.474	72.693	56%
Net Faiz Marjı (%)	4.6%	3.10%	5.4%	85 bps	230 bps	5.1%	0	25 bps		2.3%	3.40%	111 bps
Kredi Riski Maliyeti (Net) (%)	1.7%	1.66%	0.7%	-104 bps	-98 bps	1.2%	0	-50 bps		0.3%	1.28%	95 bps
Net Kar	13.161	11.893	28.094	113%	136%	22.855	23.233	23%	21%	40.375	70.050	73%
Özkaynak Karlılığı (%)	20.7%	18.7%	38.4%	1,770 bps	1,970 bps	33.1%	0	527 bps		20.7%	25.9%	520 bps

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Research Turkey anketi. (%) Banka hesaplaması

Ford Otosan 4Ç25 Sonuçları: Ford Otosan <FROTO TL, AI> 4Ç25'te TL223,1 milyar ciro (+%3 y/y; Ünlü: TL221,1 milyar; Kons.: TL225,9 milyar), TL13,7 milyar FAVÖK (+%21 y/y; Ünlü: TL12,5 milyar; Kons.: TL13,2 milyar) ve TL10,6 milyar net kar (-%30 y/y; Ünlü: TL8,0 milyar; Kons.: TL9,0 milyar) açıkladı. FAVÖK ve net kar tahminleri sırasıyla %4 ve %18 aştı. Daha düşük efektif vergi oranı, net kardaki beklenti üzeri performansın ana itici gücü oldu. 2026 satış beklentisi, varsayımlarımıza kıyasla biraz daha düşük görünüyor. Sonuçlara hafif olumlu piyasa tepkisi bekliyoruz. Çeyreğin öne çıkan noktaları:

- Toplam satış hacmi yıllık bazda %4 artışla 198 bin adede yükseldi. Artış, yurt içi satışlardaki %4'lük büyüme ve ihracattaki %4'lük artıştan kaynaklandı. Avrupa'daki hafif ticari araç talebindeki yavaşlamaya rağmen ihracat performansı dayanıklılığını korudu. İhracat satışlarının toplam gelirler içindeki payı 4Ç25'te %75 oldu (3Ç25'te %79).
- FAVÖK marjı %6,2 seviyesinde gerçekleşti (3Ç25: %6,2; 4Ç24: %5,3). Marj çeyreklik bazda aynı kalırken, yıllık bazda 9 bp genişledi.
- Net kar çeyreklik bazda %21 artarken yıllık bazda %30 gerileyerek TL10,6 milyara ulaştı. Ford Otosan, çeyrek boyunca yalnızca 139 milyon TL vergi gideri kaydetti; bu durum net karı destekledi.
- Net borç çeyreklik bazda %1 artışla TL99,1 milyara (2,0 milyar euro) yükseldi. Net borç/FAVÖK oranı 1,9x seviyesinde gerçekleşti (3Ç25: 2,1x). WCR/Satışlar oranı çeyreklik bazda 160 bp düşüşle %4,3'e düştü. Şirket, 4Ç25'te toplam TL21,2 milyar temettü ödedi.

2026 Beklentileri: Yönetim, Türkiye otomotiv pazarının 2026 yılında yıllık bazda 1.300–1.400 bin adet seviyesinde yatay kalmasını bekliyor (y/y: -%8 ile -%1; Ünlü: 1.368 bin). Bu çerçevede, yurt içi satış hacminin 90–100 bin adet aralığında gerçekleşmesi öngörülürken (y/y: -%23 ile -%15; Ünlü: 109 bin), ihracat satış hacminin ise 580–630 bin adet seviyesinde gerçekleşmesi bekleniyor (y/y: -%4 ile +%4; Ünlü: 632 bin). 2026 yılına ilişkin yatırım harcaması (CAPEX) beklentisi 300–400 milyon euro olarak paylaşıldı. Yönetim, yüksek tek haneli ciro büyümesi ve %7–8 aralığında FAVÖK marjı öngörülüyor (2025: %7,1; Ünlü: %7,0). Yönetimin satış hacim beklentisi, bizim beklentimize kıyasla biraz daha düşük görünüyor.

Görüş: Ford Otosan için AI tavsiyemizi <Hedef Fiyat: TL151/hisse> koruyoruz. 2 milyar dolar tutarındaki yatırım harcaması döngüsünü tamamlayan Ford Otosan, kapasitesini 935 bin adede çıkardı ve ürün gamını yenileyerek sürdürülebilir büyüme için sağlam bir zemin oluşturdu. 1 tonluk VW modeli de dahil olmak üzere yeni ürün hattı ve güçlü nakit yaratma kapasitesiyle Ford Otosan, uzun vadeli değer yaratımı açısından iyi konumlanmış durumda. Elektrifikasyon alanındaki güçlü konumu ve hafif ticari araç odaklı olması Çinli rakiplere karşı dayanıklılık sağlıyor. Hisse 2026T 10x F/K çarpanı seviyesinde işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Ford Otosan

TlM	4Ç24 3Ç25 4Ç25			y/y ç/ç		Beklentiler		% Sapma		2024 2025 y/y		
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	215,913	197,841	223,104	3%	13%	221,128	225,930	1%	-1%	778,801	830,828	7%
FAVÖK	11,390	12,241	13,765	21%	12%	12,479	13,221	10%	4%	52,184	52,105	0%
FAVÖK marjı	5.3%	6.2%	6.2%	0.9pp	0.0pp	5.6%	5.9%			6.7%	6.3%	-0.4pp
Net kar	15,169	8,767	10,649	-30%	21%	8,021	8,993	33%	18%	50,869	33,986	-33%
Net marj	7.0%	4.4%	4.8%	-2.3pp	0.3pp	3.6%	4.0%			6.5%	4.1%	-2.4pp

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

Tofaş 4Ç25 Sonuçları: Tofaş <TOASO TI, AI>, 4Ç25'te TL121,700m ciro (%235 y/y; Unlu: TL122,400m; Kons: TL120,900m), TL4,590m FAVÖK (%1533 y/y; Unlu: TL3,702m; Kons: TL3,396m) ve TL5,295m net kar (4Ç24: -TL158m; Unlu: TL3,191m; Kons: TL2,852m) açıkladı. Ciro beklentilere paralel gerçekleşirken, üretim artış sürecinin desteğiyle yükselen karlılık sayesinde FAVÖK ve net kar beklentilerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. 2026 yılına ilişkin hedefler varsayımlarımızla genel olarak uyumlu. Sonuçlara piyasa tepkisinin pozitif olmasını bekliyoruz. Çeyreğe ilişkin öne çıkan noktalar:

- Toplam satış hacmi 4Ç25'te %283 y/y artışla 133 bin adede yükseldi. Artış, yurt içi satışlardaki %280 y/y ve ihracattaki %297 y/y büyümeden kaynaklandı. Satış hacmindeki sıçrama, 2Ç25'ten itibaren Stellantis-Turkey hacimlerinin tam konsolidasyonu ve yeni K0 modelinin artan katkısıyla gerçekleşti.
- FAVÖK marjı 4Ç25'te %3.8 oldu (3Ç25: %2.0; 4Ç24: %0.8). İyileşmenin ana nedeni, brüt marjın %4.9'dan %7.2'ye yükselmesi (2.3 puan). OPEX marjı %5.0'tan %4.6'ya geriledi. Vergi öncesi kar (VÖK) marjı %4.6 olarak gerçekleşti (3Ç25: %2.0; 4Ç24: %-1.0). K0 üretim artış süreci ve merkez bina arsası satışı (TL900m) VÖK marjını destekledi.
- Çeyrekte TL278m parasal kazanç ve TL607m net faiz geliri kaydedilirken, TL301m vergi gideri oluştu.
- Net borç 3Ç25'te EUR401m iken 4Ç25'te EUR667m seviyesine yükseldi. İşletme sermayesi/ciro oranı 4Ç25'te %7.6'ya gerileyerek (3Ç25: %10.2; 4Ç24: %15.2) iyileşti.

2026 Hedefleri: Yönetim, Türkiye otomotiv pazarının 2026'da 1.3–1.4m adet seviyesinde olmasını bekliyor (%-5 ile +%2 y/y; Unlu: 1,368 bin). Yurt içi satış hacmi 350–370 bin adet (%17–%23 y/y; Unlu: 333 bin), ihracat satış hacmi 65–75 bin adet (%37–%58 y/y; Unlu: 86 bin) olarak öngörülüyor. 2026 CAPEX beklentisi EUR250m. VÖK marjı için 2026'da %3–4, 2028'de %5–7 aralığı öngörülüyor (Unlu 2026T: %3.2; 2028T: %6.4). Yönlendirmeler varsayımlarımızla genel olarak uyumlu.

Görüş ve Değerleme: AI tavsiyemizi koruyoruz (TL382 hedef fiyat). Pozitif görüşümüz; Stellantis birleşmesiyle pazar payındaki artış, hacim toparlanmasının operasyonel kaldıraç yoluyla marjları desteklemesi ve değerlememize yansımamış yeni model potansiyeline dayanıyor. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 13x F/K çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Tofaş Otomobil Fab.

TlM	4Ç24 3Ç25 4Ç25			y/y ç/ç		Beklentiler		% Sapma		2024 2025 y/y		
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	36,296	91,023	121,695	235%	34%	122,431	120,946	-1%	1%	157,420	319,414	103%
FAVÖK	281	1,862	4,590	1533%	146%	3,702	3,396	24%	35%	12,147	9,998	-18%
FAVÖK marjı	0.8%	2.0%	3.8%	3.0pp	1.7pp	3.0%	2.8%			7.7%	3.1%	-4.6pp
Net kar	-158	1,261	5,295	nm	320%	3,191	2,852	66%	86%	6,834	8,354	22%
Net marj	-0.4%	1.4%	4.4%	4.8pp	3.0pp	2.6%	2.4%			4.3%	2.6%	-1.7pp

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

Türk Traktör 4Ç25 Sonuçları: Türk Traktör (<Tut, TL639>) 4Ç25'te, beklentilerin belirgin şekilde altında TL502mn net zarar açıkladı (Kons: -TL22mn; Ünlü: TL56mn). Aynı dönemde FAVÖK TL743mn (Kons: TL919mn; Ünlü: TL719mn) ve ciro TL12.909mn (Kons: TL12.448mn; Ünlü: TL12.386mn) olarak gerçekleşti. Net kârdaki sapma, FAVÖK marjının tahminlerimizle genel olarak uyumlu olmasına rağmen, beklentilerin üzerinde gerçekleşen efektif vergi ödemesi ve yüksek net finansal giderlerden kaynaklandı.

- 4Ç25'te ciro yıllık %31 daraldı, bu daralma yıllık bazda %37 hacim düşüşünden kaynaklandı (Türkiye %61 düşüş, yurtdışı %75 artış). Yıl geneli cirolar %39 azalırken, toplam hacimler %40 geriledi (Türkiye %51 düşüş, yurtdışı %12 düşüş). Yurtiçi hacimlerdeki sert daralmanın temel nedenleri:
 - tarım sektöründe kuraklığa bağlı zayıflık,
 - çiftçiler için yüksek finansman maliyetleri ve sıkı kredi koşulları,
 - Tier 5 motorlara kıyasla daha düşük fiyatlı Tier 3 motorların piyasada bulunmaya devam etmesi sonucu artan fiyat rekabeti.
- 4Ç25'te FAVÖK marjı yıllık 400bp düşerek %5,8'e geriledi. Bu düşüş ağırlıklı olarak zayıf talep ve düşük satış hacimleri nedeniyle brüt kâr marjındaki daralmadan kaynaklanırken, özellikle hammadde ve işçilik tarafındaki maliyet enflasyonu üretim maliyetlerinin aynı hızda gerilemesini engelledi.
- Net borç 4Ç25'te çeyrekse bazda %20 azalarak TL8,7mlr seviyesine geriledi.
- 2025 kârından temettü dağıtımı olmayacak.
- 2026 beklentileri: Şirket, yurtiçi pazar büyüklüğünü 27–33 bin adet (2025: 38–42 bin), yurtiçi satışları 11,5–14,5 bin adet (2025: 16 bin), ihracatı ise 11–13,5 bin adet (2025: 12,5 bin adet) olarak öngörmektedir. CAPEX beklentisi 75–100 mn ABD dolarıdır.

Görüş & Değerleme: Açıklanan sonuçlara piyasa tepkisinin negatif olmasını bekliyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı TL639 seviyesinde koruyarak "TUT" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yurtiçi talepte devam eden zayıflık ve çiftçinin finansmana erişimdeki kısıtlar temel riskler olmaya devam ederken, 2026 yılında sektör koşullarının genel olarak 2025'teki zayıf görünümle benzer seyretnmesini bekliyoruz.

Finansal Sonuçlar: Türk Traktör

TLm	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	18.705	11.786	12.909	-31%	10%	12.386	12.448	4%	4%	87.658	53.837	-39%
FAVÖK	1.866	1.652	743	-60%	-55%	719	919	3%	-19%	12.851	4.956	-61%
FAVÖK marjı	10.0%	14.0%	5.8%	-4.2pp	-8.3pp	5.8%	7.4%			14.7%	9.2%	-5.5pp
Net kar	413	296	-502	-221%	-270%	56	-22	n.m.	n.m.	7.514	455	-94%
Net marj	2.2%	2.5%	-3.9%	-6.1pp	-6.4pp	0.5%	-0.2%			8.6%	0.8%	-7.7pp

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

Aygaz 4Ç25 Sonuçları: FAVÖK hafif zayıf, ancak özkaynak yöntemi gelirleri + genel merkez bina satışı etkisiyle net kâr beklentiyi aştı: Aygaz <AYGAZ TI, Tut> 4Ç25'te TL22,1mlr ciro (yıllık -%16, ç/ç yatay), diğer faaliyet gelir/giderleri hariç FAVÖK'te TL783m (yıllık +%11, ç/ç -%25) ve TL2.128m net kâr (yıllık +%126, ç/ç +%20) açıkladı. Ciro Ünlü tahmininin %2 üzerinde, ancak konsensüsün %2 altında gerçekleşti. FAVÖK ise beklentilerin altında kaldı (Ünlü'ye göre -%11; konsensüse göre -%11). Buna karşın, net kâr tarafında belirgin bir pozitif sürpriz gördük (Ünlü'ye göre +%50; konsensüse göre +%21). Bu tablo, FAVÖK altı kalemlerde (özellikle özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan gelir ve genel merkez bina satış kârı) beklenenden güçlü katkıya işaret ediyor. FAVÖK marjı %3,5 (yıllık +0,9pp, ç/ç -1,2pp), net kâr marjı %9,6 (yıllık +6,1pp, ç/ç +1,6pp) oldu. Yıl geneline bakıldığında, 2025 ciro su TL89,7mlr (-%16), FAVÖK TL3,2mlr (+%38) ve net kâr TL5,0mlr (+%80) seviyesinde gerçekleşti. Öne çıkan başlıklar aşağıdadır:

- Hacimler ve ürün/müşteri karması:** 4Ç25 toplam LPG satış hacmi 619bin ton (yıllık +%2); bunun 256bin tonu yurt içi perakende (yıllık +%4) ve 363bin tonu toptan & uluslararası kanallardan (yıllık +%1) geldi. Toptan & uluslararası içinde uluslararası hacimler 234bin tona (yıllık ~+%10) yükselirken, toptan hacimler 129bin tona (yıllık ~-%11) geriledi; bu da daha ihracat ağırlıklı bir karmaya işaret ediyor. Yıl genelinde yurt içi perakende 1.037bin ton (yatay y/y), toptan & uluslararası 1.359bin ton (+%3 y/y) olurken, 2025 toplamı 2.396bin ton (+%1 y/y) gerçekleşti.
- Marjlar ve tedarik dinamikleri:** FAVÖK'ün ç/ç gerilemesi (3Ç25: TL1.046m → 4Ç25: TL783m), güçlü 3Ç bazına kıyasla normalleşmeye işaret ediyor; bu görünüm yıl sonuna doğru daha zayıf birim marjlar ve/veya daha az destekleyici tedarik/stok dinamikleriyle uyumlu. Yönetim, geçen yıla kıyasla daha yüksek SP bağlantılı stok zararları ve tüp gaz tonajındaki düşüşün olumsuz etkisinin, daha güçlü dağıtım marjları, daha iyi LPG tedarik maliyetleri ve faaliyet gideri verimliliği ile dengelendiğini belirtiyor.
- SP stok etkisi (çeyrekse ve yıllık):** Yönetim, 2025'te SP bağlantılı stok zararını -TL295m (2024: -TL40m; enflasyon muhasebesi kapsamında endekslenmiş) olarak açıklıyor. Nominal (enflasyon muhasebesi hariç) bazda ise 2025 SP stok zararı -TL241m (2024: -TL22m) olarak referanslanıyor; bu da yıl sonuna doğru daha olumsuz bir SP seyrine işaret ediyor. Yönetim ayrıca, SP stok zararları hariç tutulduğunda (2024: -TL40m; 2025: -TL295m; endeksli), FAVÖK'ün yıllık bazda %12 artacağını not ediyor.
- Özkaynak yöntemi katkıları (yıllık):** 2025'te özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan toplam net kâr katkısı TL2,4mlr oldu. Başlıca kalem EYAS (+TL2,5mlr) olurken, United Aygaz (+TL125m) ve Opet Aygaz Gayrimenkul (+TL39m) pozitif katkı sağladı;

Kolay Gelsin ise -TL285m ile zarar yazmaya devam etti. Birleşme/yeniden yapılandırma sonrası yönetim, 2025'te Kolay Gelsin'in FAVÖK'e etkisinin olmadığını, 2024'te ise -TL750m FAVÖK etkisi bulunduğunu belirterek yıllık FAVÖK kıyasını mekanik olarak destekleyen bir unsur olduğuna dikkat çekiyor.

- Tek seferlik kalem:** Genel merkez bina satışı: Şirket, genel merkez bina satışının net kâra etkisini TL991m (Ekim ayında tamamlandı) olarak quantifiye ediyor. Bu kalem, hem 4Ç25 hem de 2025 kârlılığında anlamlı bir destek unsuru olup, beklentilere göre net kâr sürprizinin ana itici güçlerinden biri.
- Bilanço ve işletme sermayesi:** Net nakit 2025 sonu itibarıyla TL5,4mlr'a (2024 sonu: TL1,8mlr) yükseldi; artışta faaliyet nakit akımı, Ekim'de alınan EYAS temettüsü ve bina satış gelirleri etkili oldu. Brüt nakit TL8,5mlr, finansal borç TL3,1mlr (bunun TL2,9mlr'ı döviz kredisini) seviyesinde. Net işletme sermayesi ihtiyacı TL1,3mlr'a (2024 sonu: TL1,5mlr) geriledi.
- Pazar payları ve Bangladeş:** EPDK'nın Kasım verilerine göre, Türkiye'de tüp gaz ve otogaz pazarları 2025 Ocak-Kasım döneminde yıllık ~%5 daraldı. Aygaz, aynı dönemde %41,6 tüp gaz, %23,3 otogaz ve %26,2 toplam LPG pazar payıyla liderliğini sürdürdü. Bangladeş'te United Aygaz, 2025'te 243bin ton satış hacmine 250 bayi (ve ~14.500 satış noktası) ile ulaştı; bu, yıllık bazda +%92 hacim artışına işaret ediyor. Dhaka tesisi (3bin ton depolama) tamamlandı ve Ocak 2026'da operasyonlara başladı; bu da ölçeklenmenin bir sonraki fazını destekliyor.

Görünüm: Yönetim, 2026 için tüp gaz 200–220bin ton ve otogaz 750–790bin ton hacim aralığı; pazar payı hedefi olarak da tüp gaz %41,5–42,5 ve otogaz %23,0–24,0 bandını öngörüyor. Bu görünüm, mevcut hacim varsayımlarımızla genel olarak uyumlu.

Görüş: Kasım sonundaki en güncel raporumuzda hisse için tavsiyemizi "AL"dan "TUT"a çekmiştik. Hisse, o tarihten bu yana BIST-100 endeksinin yaklaşık %13 gerisinde performans gösterdi. Yapısal tarafta, yönetimin Aygaz'ın filo kapasitesini ve ticaret faaliyetlerini büyütürken satın alma gücünü artırma adımlarını ve durağan yurt içi talep ortamını dengelemek amacıyla uluslararası büyüme girişimlerini olumlu değerlendiriyoruz. Ancak mevcut fiyat seviyesinde, ana operasyonların değerlemesi talepkar olmasada, toplam mutlak getirinin limitli olmasından dolayı hisse için "TUT" tavsiyemizi koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Aygaz

TLm	4Ç24	3Ç25	4Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma		2024	2025	y/y
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa			
Net satış	26,376	22,158	22,069	-16%	0%	21,566	22,485	2%	-2%	107,034	89,658	-16%
FAVÖK	705	1,046	783	11%	-25%	878	885	-11%	-11%	2,294	3,162	38%
FAVÖK marjı	2.7%	4.7%	3.5%	0.9pp	-1.2pp	4.1%	3.9%			2.1%	3.5%	1.4pp
Net kar	941	1,774	2,128	126%	20%	1,419	1,758	50%	21%	2,778	4,997	80%
Net marj	3.6%	8.0%	9.6%	6.1pp	1.6pp	6.6%	7.8%			2.6%	5.6%	3.0pp

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

Sektör ve Şirket Haberleri

Koç Holding – RMK Marine bedelli sermaye artırımını: TL2.5bn nakit katılım ile pay %83,73'e yükseliyor: Koç Holding <KCHOL TI, AI>, RMK Marine'in bedelli sermaye artırımına katılacağını açıkladı (RMK Marine sermayesi: TL115,3m → TL177,8m; +TL62,5m). Koç, hem kendi rüçhan haklarını hem de diğer ortaklar tarafından kullanılmayan rüçhan haklarını kullanarak toplam TL2,5bn nakit ödeme ile sermaye artırımına iştirak edecek; böylece payı 74,91%'den 83,73%'e (8,82 puan artış) yüksелеcek (yani fiilen artırımın tamamı Koç tarafından karşılanmış oluyor). Koç daha önce 3Ç'de holding solo net nakdini ~USD0,87bn olarak açıklamıştı; söz konusu TL2,5bn nakit enjeksiyon, holding seviyesindeki net nakdin yaklaşık %6,6'sına karşılık geliyor. İştirak fiyatı üzerinden bakıldığında, RMK Marine'in işlem sonrası (post-money) özsermaye değeri mekanik olarak ~TL7,1bn seviyesinde ima ediliyor. Hatırlatmak gerekirse RMK Marine, Tuzla merkezli bir tersane olup gemi inşa ve gemi bakım-onarım faaliyetlerine odaklanmaktadır; faaliyetler genellikle ticari gemiler, deniz/defans platformları ve özel inşa/refit işleri (daha yüksek katma değerli projeler dahil) gibi alanlara yayılmaktadır. Nötr.

Türk Hava Yolları'nın yolcu trafiği Ocak'ta yıllık %12.4 arttı, doluluk oranı 170 baz puan yükseldi: Türk Hava Yolları <THYAO TI, Tut>, Ocak ayında iç hatlarda 2.5 milyon (+%7.6 y/y), dış hatlarda ise 5.1 milyon (+%14.9 y/y) yolcu taşıdı. Böylece toplam yolcu sayısı yıllık %12.4 artışla 7.6 milyona ulaştı. Arz edilen koltuk kilometre (ASK) %10.0 artarken, ücretli yolcu kilometre (RPK) %12.1 yükseldi ve yolcu doluluk oranı 170 baz puan artarak %84.0'a çıktı (Ocak 2026: %84.0; Ocak 2025: %82.3). Kargo ve posta hacmi ise yıllık %18.8 artışla 178.3 bin ton oldu.

Yorum: Yolcu artışı Ocak ayında da güçlü seyrini sürdürdü (Ocak: +%12.4 y/y; Aralık: +%13.5 y/y; Kasım: +%14.0 y/y; Ekim: +%19.1; Eylül: +%12.9; Ağustos: +%12.0%). (Hafif Olumlu)

TAV Havalimanları'nın Ocak ayı yolcu trafiği yıllık bazda %10 arttı: TAV <TAVHL TI, AL> Ocak 2026'da 6,9 milyon yolcuya hizmet verdi; bu rakam, Ocak 2025'e göre %10 artışı ifade ediyor. Türkiye'deki ana imtiyazlarda yolcu trafiği Antalya'da %5, Bodrum'da %4, İzmir'de %16 ve Ankara'da %14 artış gösterdi. Uluslararası operasyonlarda yolcu trafiğindeki yıllık değişimler şöyle: Gürcistan (+%19), Medine (+%10), Tunus (+%7), Kuzey Makedonya (+%31) ve Almatı (+%3).

Yorum: Yolcu trafiğindeki güçlü seyrin Ocak ayında da sürdü (Ocak: +%10; Aralık: +%11; Kasım: +%9; Ekim: +%11; Eylül: +%9; Ağustos: +%8; Temmuz: +%3). (Hafif Olumlu)

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
Bankalar										1.9	6.6	4.1	1.3
Akbank	AKBNK	83.9	98.8	18%	Al	10,034	52%	188	2.6	7.6	4.7	1.5	1.2
Garanti Bank	GARAN	154.8	196.6	27%	Al	14,962	14%	117	3.4	5.9	3.7	1.4	1.0
Halkbank	HALKB	43.4	28.1	-35%	Sat	7,179	9%	67	0.0	9.4	6.2	1.6	1.3
Isbank	ISCTR	16.5	19.4	18%	Al	9,487	31%	208	3.3	6.1	3.3	1.0	0.8
TSKB	TSKB	13.0	16.7	28%	Al	839	39%	10	0.0	2.9	2.2	0.8	0.6
Vakıfbank	VAKBN	36.5	36.9	1%	Al	8,324	6%	39	0.0	5.3	3.8	1.2	0.9
Yapi Kredi	YKBNK	38.3	51.1	34%	Al	7,437	39%	175	0.0	6.9	3.7	1.2	0.9
TMT										0.5	13.4	16.0	3.2
Türk Telekom	TTKOM	67.1	91.9	37%	Al	5,405	13%	37	0.0	8.7	10.2	3.3	3.6
Turkcell	TCELL	114.3	152.0	33%	Al	5,787	44%	67	0.9	17.2	20.7	2.4	2.9
Logo	LOGO	153.0	243.0	59%	Al	334	64%	2	2.4	8.8	22.4	5.7	5.3
Hitit	HTTBT	44.6	60.3	35%	Tut	308	28%	1	0.0	27.7	23.8	15.0	11.3
İnşaat										3.2	14.9	14.4	9.8
Enka İnşaat	ENKAI	94.5	95.7	1%	Tut	13,048	8%	22	3.3	14.9	14.4	9.8	7.0
Tekfen Holding	TKFEN	78.6	92.7	18%	Al	669	21%	7	0.0	a.d.	a.d.	a.d.	7.7
Holdingler										3.5	22.2	13.2	0.5
Koc Holding	KCHOL	205.2	291.2	42%	Al	11,975	27%	143	3.5	21.6	14.0	0.5	0.4
Sabancı Holding	SAHOL	103.4	155.8	51%	Al	4,998	51%	78	3.1	a.d.	11.7	0.4	0.3
Alarko Holding	ALARK	111.2	156.9	41%	Al	1,113	35%	24	4.4	28.0	11.7	0.6	0.6
Madencilik										0.0	21.3	8.0	16.3
Türk Altın	TRALT	46.0	48.3	5%	Tut	3,387	29%	175	0.0	23.9	8.6	18.2	4.8
TR Metal	TRMET	127.7	161.2	26%	Al	1,140	44%	24	0.0	13.7	6.1	10.8	2.8
Çelik										0.0	a.d.	25.0	11.6
Erdemir	EREGL	29.0	28.7	-1%	Tut	4,675	46%	106	0.0	a.d.	26.4	12.5	9.8
Kardemir	KRDMD	29.4	40.4	37%	Al	775	89%	32	0.0	a.d.	16.4	6.5	4.1
Petrol & Gaz										6.9	14.1	13.9	5.6
Aygaz	AYGAZ	231.2	269.4	17%	Tut	1,169	24%	2	6.8	11.7	16.7	a.d.	a.d.
Petkim	PETKM	17.7	18.4	4%	Tut	1,033	47%	22	0.0	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Tupras	TUPRS	223.0	258.7	16%	Tut	9,888	49%	99	7.7	14.4	13.6	5.6	6.4
Elektrik Dağıtım										5.2	a.d.	12.4	4.1
Enerjisa	ENJSA	106.2	112.8	6%	Tut	2,886	20%	5	5.2	a.d.	12.4	4.1	3.8
Otomotiv & Beyaz Eşya										4.4	17.4	14.6	11.0
Arçelik	ARCLK	123.0	141.0	15%	Tut	1,913	18%	10	0.0	a.d.	45.3	7.1	4.9
Dogus Otomotiv	DOAS	230.4	257.0	12%	Tut	1,166	39%	10	10.7	5.5	4.9	1.3	1.4
Ford Otosan	FROTO	115.7	151.0	31%	Al	9,343	18%	40	5.4	12.8	9.7	10.1	8.8
Tofaş	TOASO	314.0	382.0	22%	Al	3,613	24%	27	2.5	27.6	13.3	18.9	10.6
Türk Traktor	TTRAK	618.5	639.0	3%	Tut	1,424	24%	3	2.8	32.2	16.4	9.9	7.8
Savunma										0.1	a.d.	39.5	29.4
Aselsan	ASELS	288.0	369.5	28%	Al	30,222	26%	226	0.1	a.d.	39.5	29.4	23.0
Perakende										1.8	19.4	17.2	7.8
Bim	BIMAS	683.0	929.0	36%	Al	9,431	68%	98	2.1	19.5	16.3	9.7	8.5
Sok Marketler	SOKM	62.6	82.0	31%	Al	854	51%	8	0.0	a.d.	16.9	5.4	2.7
Migros	MGROS	653.0	838.0	28%	Al	2,721	51%	43	0.9	21.0	21.0	4.0	3.6
Mavi	MAVI	46.6	67.0	44%	Al	852	73%	9	2.5	13.5	13.8	3.6	3.3
Ebebek	EBEBK	60.7	92.0	52%	Al	223	25%	1	0.6	a.d.	25.7	3.0	2.6
Cam ve Materyaller										1.1	20.8	14.0	12.1
Sisecam	SISE	47.5	56.9	20%	Tut	3,350	49%	54	1.0	19.7	13.5	11.5	9.7
Astor	ASTOR	152.0	222.0	46%	Al	3,491	37%	88	1.2	21.9	14.5	12.6	9.4
Havacılık										1.5	10.2	6.7	4.9
Pegasus Airlines	PGSUS	207.0	354.0	71%	Al	2,382	43%	98	0.0	5.4	5.3	5.6	5.0
TAV Airports	TAVHL	358.3	503.0	40%	Al	2,995	48%	17	0.9	35.9	14.4	6.7	5.4
Turkish Airlines	THYAO	322.5	391.0	21%	Tut	10,242	50%	295	2.0	3.9	4.8	4.3	4.6
Gıda & İçecek										2.1	10.7	9.9	7.0
Anadolu Efes	AEFES	20.2	26.0	29%	Al	2,750	32%	30	0.5	9.1	9.6	6.6	6.0
Coca Cola İçecek	CCOLA	73.0	96.0	32%	Al	4,697	25%	11	2.4	12.3	11.2	7.9	6.9
Ulker Bisküvi	ULKER	131.2	205.0	56%	Al	1,115	39%	17	5.0	7.9	5.5	4.1	3.7
Sağlık										0.0	15.7	16.1	4.5
MLP Care	MPARK	453.5	636.0	40%	Al	1,993	42%	7	0.0	15.7	16.1	4.5	4.1
Gayrimenkul										0.0	4.7	4.9	9.6
Rönesans Gayrimenkul	RGYAS	153.3	265.0	73%	Al	1,168	16%	5	0.0	4.7	4.9	9.6	5.3
Sigorta										4.3	5.5	4.6	2.1
AkSigorta	AKGRT	8.3	10.1	21%	Al	309	28%	2	0.0	4.6	3.9	1.7	1.2
Anadolu Sigorta	ANSGR	26.9	37.9	41%	Al	1,238	35%	4	7.7	4.3	3.7	1.4	1.1
Türkiye Sigorta	TURSG	11.8	17.9	52%	Al	2,713	18%	18	3.2	6.2	5.0	2.5	1.8
Araştırma Kapsamı				24%						2.2	10.8	8.4	
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı				28%						2.2	16.1	13.0	9.9

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.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.

Erol Danış, 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 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
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 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.