

28 Mart 2025

Tüpraş

Tut tavsiyemize rağmen, göreceli tercihimiz olmaya devam ediyor.

- **Hisse senetlerindeki USD bazlı %20'lik düşüş, zorluklara rağmen daha iyi bir değer önerisi sunuyor:** Tüpraş, risk içermeyen alternatiflerin belirlediği yüksek getiri eşiği nedeniyle 12 aylık perspektifte "Tut" tavsiyesi ile takip listemizde olan Türk emtia bazlı hisseler arasında yerini almaktadır. Son üç ve on iki ayda Tüpraş hisseleri USD bazında sırasıyla %9 ve %19 değer kaybetmiştir. Bu düzeltme, yerli yatırımcının güçlü Türk lirası ortamında döviz kazancı elde eden şirketlerden kaçışı, genel piyasa düşüşü ve temkinli 2025 marj rehberliğinden tetiklenmiştir. Yönetimin 2025 net rafineri marjı için varil başına 5-6 USD'lik muhafazakar öngörüsü, 2024'te varil başına 6,3 USD'ye kıyasla rafineri marjlarında daha fazla normalleşme beklentisini ve jeopolitik dalgalanmalardan kaynaklanabilecek aşağı yönlü riskleri yansıtmaktadır. Ayrıca, Ukrayna-Rusya çatışmasının olası çözümüne ilişkin piyasa spekülasyonları da duyarlılığı etkilemiştir.
- **Değerleme, duyarlılığa bağlı zayıflığa rağmen göreceli olarak cazip gözükmektedir:** Tahminlerimize göre Tüpraş, 2025 tahmini EV/EBITDA çarpanı ile 4,4x seviyesinden işlem görmekte olup, 10 yıllık tarihsel ortalamasına göre %20 indirimle işlem görmektedir. Bu değerlemeyi, yatırımcıların kar normalleşmesine ilişkin endişelerini yansıtsa da, şirketin rafineri sektöründeki güçlü konumu ve uzun vadeli saf rafinaja maruz kalışını azaltmaya yönelik devam eden çeşitlendirme çabaları göz önüne alındığında aşırı satış olarak değerlendiriyoruz. Bölgesel rafineri marjları, özellikle dizel için devam eden arz kısıtlamaları arasında zirve seviyesinin altında olmasına rağmen dirençli bir seviyede ve tarihsel ortalamanın yukarısında kalmakta ve hissenin savunma cazibesini güçlendirmektedir.
- **Toplantı notları:** Tüpraş Yatırımcı İlişkileri ekibi ile düzenlediğimiz toplantılarda, Levent Bayar (Kurumsal Risk Yönetimi Direktörü) ve Özge Arcasoy (Yatırımcı İlişkileri Müdürü), şirketin stratejik görünümüne temkinli bir iyimserlikle yaklaşıtlarını ifade etmiştir. Yönetim, Brent ham petrol fiyatlarının Tüpraş'ın karlılığı üzerinde doğrudan etkisi olmadığını ve Rus yaptırımlarının yol açtığı fiyat artışlarının geçici olduğunu yinelemiştir. Gelecekte, Brent petrol dinamiklerinin üç ana değişken tarafından şekillendirilmesi beklenmektedir: Nisan'dan itibaren OPEC üretim artışı (günlük 125 bin varil artış planı), Rusya yaptırımlarının gevşeme olasılığı (henüz somut bir gelişme yok) ve Kerkük boru hattının yeniden açılması. Yönetim, boru hattının tam kapasiteye (450 bin varil/gün) ulaşmasının zaman alabileceğini belirtmiştir.
- **Dizel piyasasındaki direnç, rafineri operasyonlarının temel taşı oluşturmaktadır:** Toplantılarda yönetim, dizel piyasasının yapısal olarak yaklaşık %40 açık verdiğini ve Tüpraş'ın yerel arzın %45'ini, STAR Rafinerisi'nin ise %15'ini sağladığını vurgulamıştır. Bu yapısal açık, şirketin son dalgalanmalara rağmen marjlarını koruma kabiliyetini desteklemektedir. Yönetim, yeni rafineri yatırımı eksikliğinin rekabet risklerini sınırlandırdığını ve Tüpraş'ın güçlü piyasa konumunu pekiştirdiğini ifade etmiştir. İtalya referans fiyatlarına göre dizel fiyatları, Nijerya üretimi kaynaklı yüksek benzin stokları nedeniyle bir miktar yumuşamış olsa da, dizel marjları dirençli kalmaktadır. Yönetim, marj normalleşmesinin 2022 ve 2023 yıllarındaki gibi olağandışı seviyeler yerine 2019 yılı seviyelerine göre değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamıştır.
- **Stratejik yatırım planları, uzun vadeli sürdürülebilirlik ve çeşitlendirmeyi desteklemektedir:** Yönetim, uzun vadeli bir perspektif ile çeşitlendirme taahhüdünü vurgulamıştır. Romanya tesisinin satın alınması, 214 MW kapasiteli bir güneş enerjisi santralinin geliştirilmesine olanak sağlamaktadır. Yatırım harcamalarının %25'i yenilenebilir enerji projelerine, %75'i rafineri faaliyetlerine ayrılacaktır. Ayrıca, Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı (SAF) projesinin 2027 sonu veya 2028 itibarıyla 200-300 milyon USD EBITDA katkısı sağlaması beklenmektedir. Ancak, hidrojen yatırımları, fiyatlandırma ve depolama zorlukları nedeniyle temkinli bir yaklaşımla değerlendirilmektedir.
- **Temettü getirisi önemli bir aşağı yönlü koruma sunmaktadır:** Tüpraş'ın hisse başına brüt 15,21 TL'lik kümülatif temettü teklifi (iki taksitte; 7,79 TL ve 7,42 TL) %11 temettü getirisine karşılık gelmekte olup, sektör ortalamasının üzerinde yer almaktadır. Bu sağlam temettü profili, şirketin hissedar getiri stratejisini desteklemekte ve önemli bir aşağı yönlü koruma sağlamaktadır.

Tavsiye:

TUT

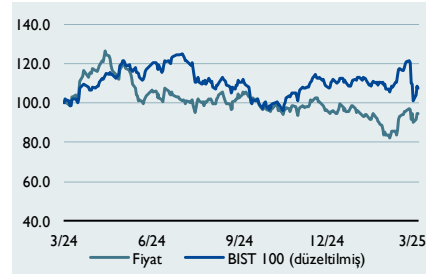
Hedef Fiyat: TL 191

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	TUPRS.IS
Sektör	Emtia
Fiyat	TL 142,20
Piyasa değeri (TLm)	273,990
Şirket değeri (TLm)	219,445
Piyasa değeri (USDm)	7,223
Şirket değeri (USDm)	5,785
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	85,49
Halka açıklık (%)	49

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	10.5	-1.4	-4.2
Endekse göre (%)	12.0	2.8	-12.3

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görelî fiyat grafiği 27 Mart 2025 tarihinde 9,613 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti
Koray Pamir

Şirket Güncelleme Notu

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

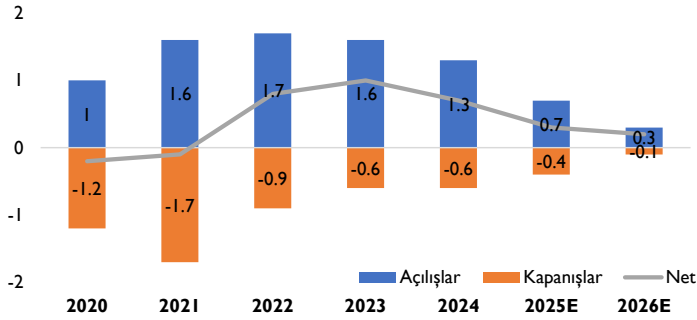
Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	8.1	1.3	3.9	14.6	11.0	8.1
FD/FAVÖK(x)	2.9	0.4	1.5	4.0	4.4	3.3
FD/satış (x)	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2
Temettü verimi (%)	0.0	8.6	15.7	10.7	7.2	9.8

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	18.3	34.2	26.4	6.4	8.8	11.4
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	32.3	50.9	51.4	14.2	13.9	17.9
Brüt marj (%)	10.4	12.3	16.0	8.4	8.1	8.3
FAVÖK marjı (%)	8.8	11.3	14.0	6.3	5.8	6.0
FVÖK marjı (%)	8.2	10.6	13.1	5.1	4.8	5.0
Ner kar marjı (%)	2.3	6.7	7.8	2.3	2.8	3.0
Net borç/FAVÖK (x)	0.9	(0.3)	(0.7)	(1.1)	(0.7)	(0.6)
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	0.1	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)

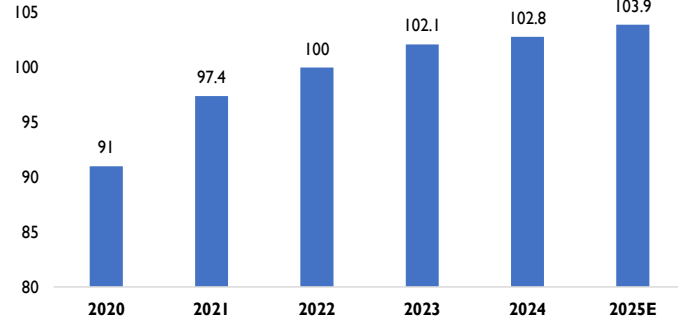
Kar ve zarar	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	152,492	916,751	991,203	810,386	890,919	1,130,166
Büyüme oranı (yıllık)	141%	501%	8%	-18%	10%	27%
Brüt kar	15,860	113,080	158,431	68,030	72,113	93,872
FAVÖK	13,396	103,202	138,950	50,704	51,937	67,985
Büyüme oranı (yıllık)	2611%	670%	35%	-64%	2%	31%
FVÖK	12,542	96,921	130,196	41,088	42,493	56,298
Büyüme oranı (yıllık)	-5157%	673%	34%	-68%	3%	32%
Diğer gelir/gider	(11,065)	(28,231)	(22,256)	(3,951)	(5,300)	(6,559)
Finansman geliri/gideri	881	(181)	(24,459)	(5,391)	(6,136)	(7,593)
Vergi öncesi kar	2,358	68,508	83,480	31,746	31,057	42,147
Vergi	1,255	(6,963)	(5,700)	(12,712)	(5,280)	(7,165)
Efektif vergi oranı	-53%	10%	7%	40%	17%	17%
Kontrol gücü olmayan paylar	118	232	426	718	973	1,320
Net kar	3,495	61,314	77,354	18,315	24,804	33,661
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	1654.4%	26.2%	-76.3%	35.4%	35.7%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	250	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
Hisse başı net kar (TL)	14.0	31.8	40.1	9.5	12.9	17.5
Hisse başı temettü (TL)	0.0	14.0	22.3	15.2	10.3	14.0
Temettü ödeme oranı	0%	44%	56%	160%	80%	80%

Nakit akışı	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	130,196	41,088	42,493	56,298	Nakit	140,512	73,534	55,952	62,406
Amortisman ve itfa giderleri	8,754	9,616	10,371	11,000	Dönen varlıklar	290,418	185,591	180,177	217,175
İşletme sermayesindeki değişim	26,632	(12,321)	787	1,773	Maddi duran varlıklar	193,236	226,161	239,882	248,757
Ödenen vergiler	(5,700)	(12,712)	(5,280)	(7,165)	Maddi olmayan duran varlıklar	6,141	6,087	7,034	7,823
Toplam yatırım harcaması	(17,880)	(13,790)	(24,092)	(19,875)	Duran varlıklar	239,156	268,536	285,955	298,532
Yatırım harcaması/hasılat	-1.8%	-1.7%	-2.7%	-1.8%	Toplam Varlıklar	529,573	454,128	466,132	515,707
Serbest nakit akışı	142,002	11,881	24,280	42,032	Kısa vadeli yükümlülükler	224,179	148,768	164,746	199,977
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	14%	1%	3%	4%	Uzun vadeli yükümlülükler	12,391	19,111	19,634	20,160
Ödenen temettüler	(27,000)	(43,000)	(29,300)	(19,843)	Özkaynaklar	293,004	286,248	281,752	295,570
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	62,022	(66,978)	(17,583)	6,454	Toplam Kaynaklar	529,573	454,128	466,132	515,707
					Net işletme sermayesi	(18,661)	(6,340)	(7,128)	(8,901)
					Net nakit (borç)	90,522	54,546	37,063	43,617

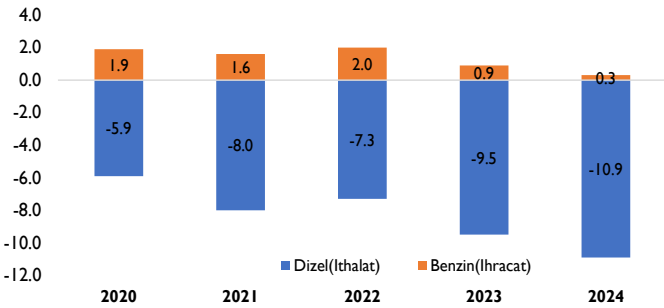
Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

Tablo 1: Küresel Rafineri Kapasitesi Değişiklikleri (milyon varil/gün)


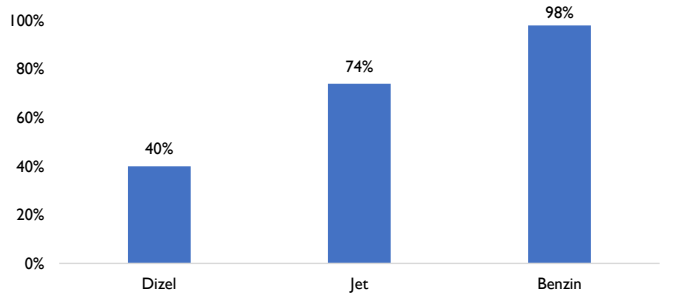
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 2: Küresel Petrol Talebi (milyon varil/gün)


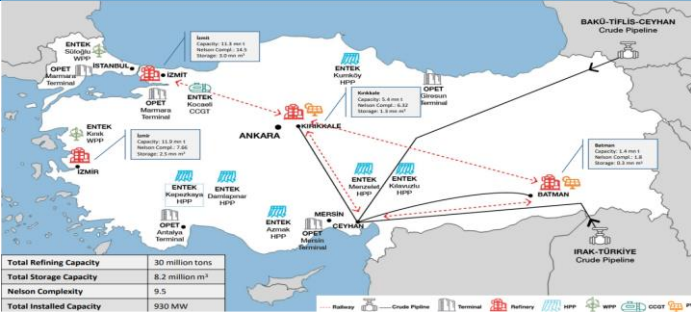
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 3: Türkiye'nin Net İthalat/İhracat Dengesi (Dizel ve Benzin)


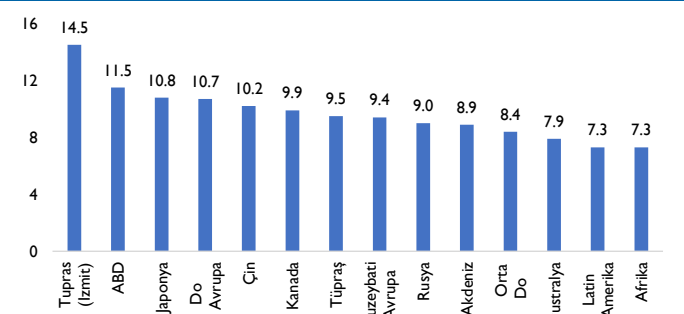
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 4: Tüpraş'ın iç piyasadaki pazar payı


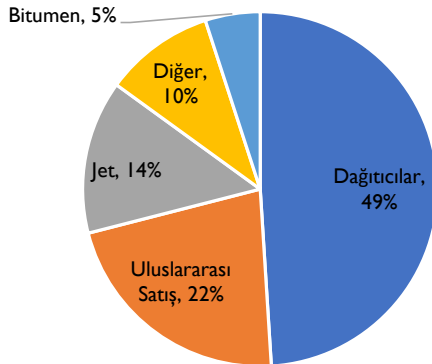
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 5: Tüpraş'ın Rafineri Varlıkları ve Dağıtım Ağı


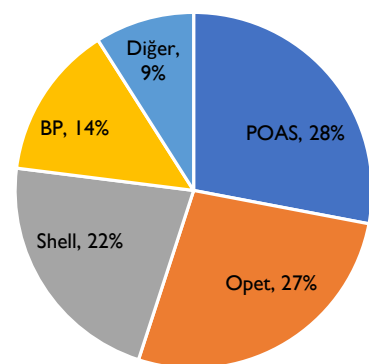
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 6: Rafineri Şirketlerinin Nelson Karmaşıklığı (Bölgelere Göre)


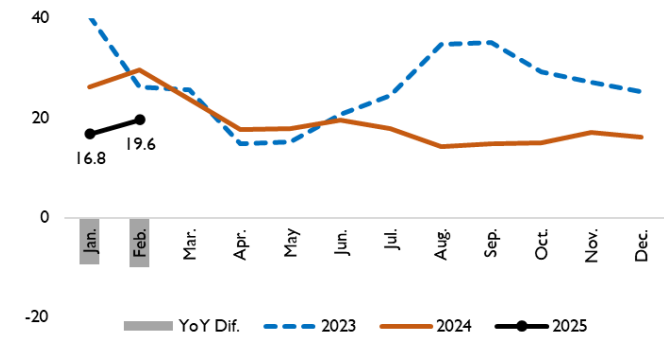
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 7: Tüpraş Müşteri Grupları (2024)


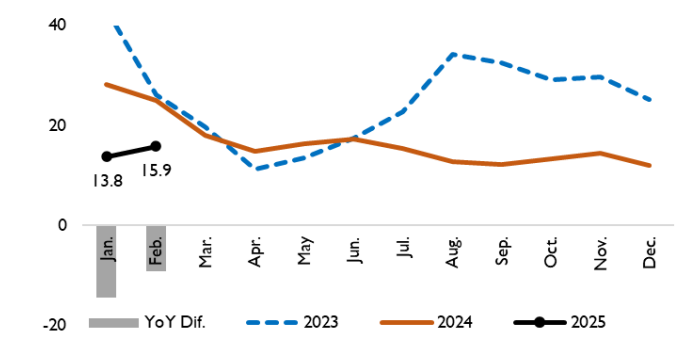
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 8: Tüpraş'ın Distribütörlere Satışları (2024)


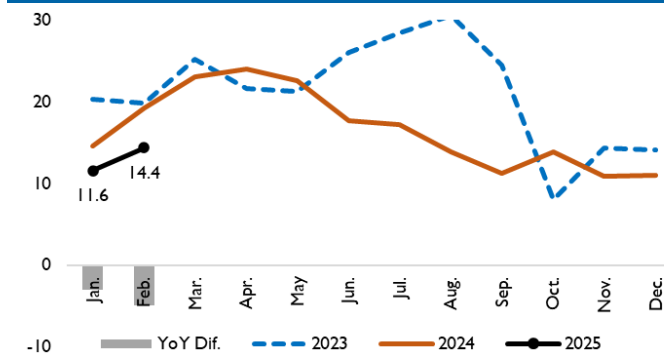
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 9: Motorin (USD/varil) Marjı


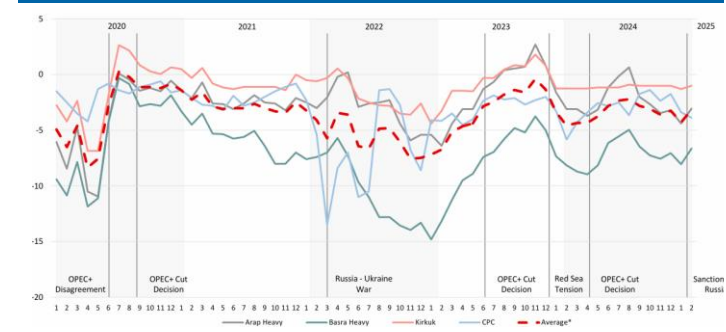
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 10: Jet Yakıtı (USD/varil) Marjı


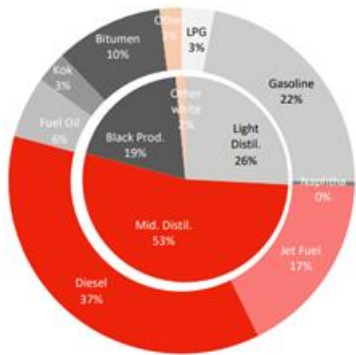
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 11: Benzin (USD/varil) Marjı


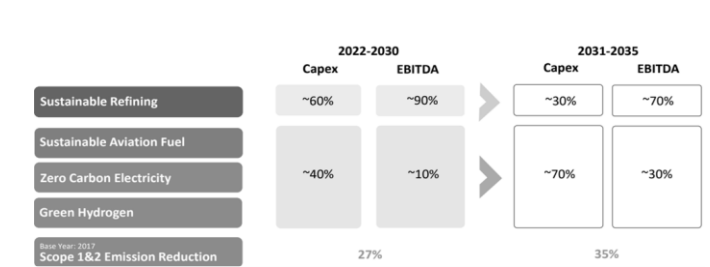
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 12: Ağır-Hafif Ham Petrol Fiyat Makasları (USD/varil)


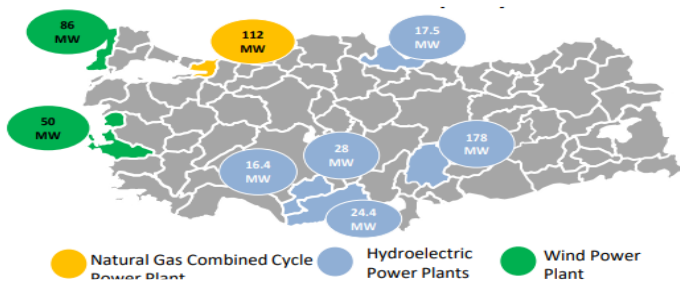
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 13: Tüpraş 4Ç24 Ürün Getirileri


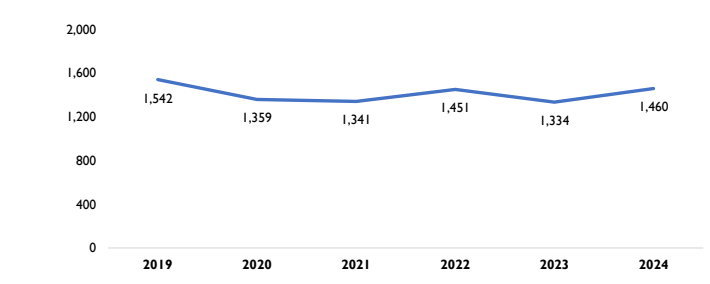
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 14: Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm Planı Özeti


Kaynak: Şirket verileri

Tablo 15: Entek'in Kurulu Kapasite Dağılımı


Kaynak: Şirket verileri

Tablo 16: Entek'in Üretimi (1000MWh)


Kaynak: Şirket verileri

Bahsi geçen şirketler
Tüpraş (TUPRS TI, Tavsiye: TUT)

Beyan Eki

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

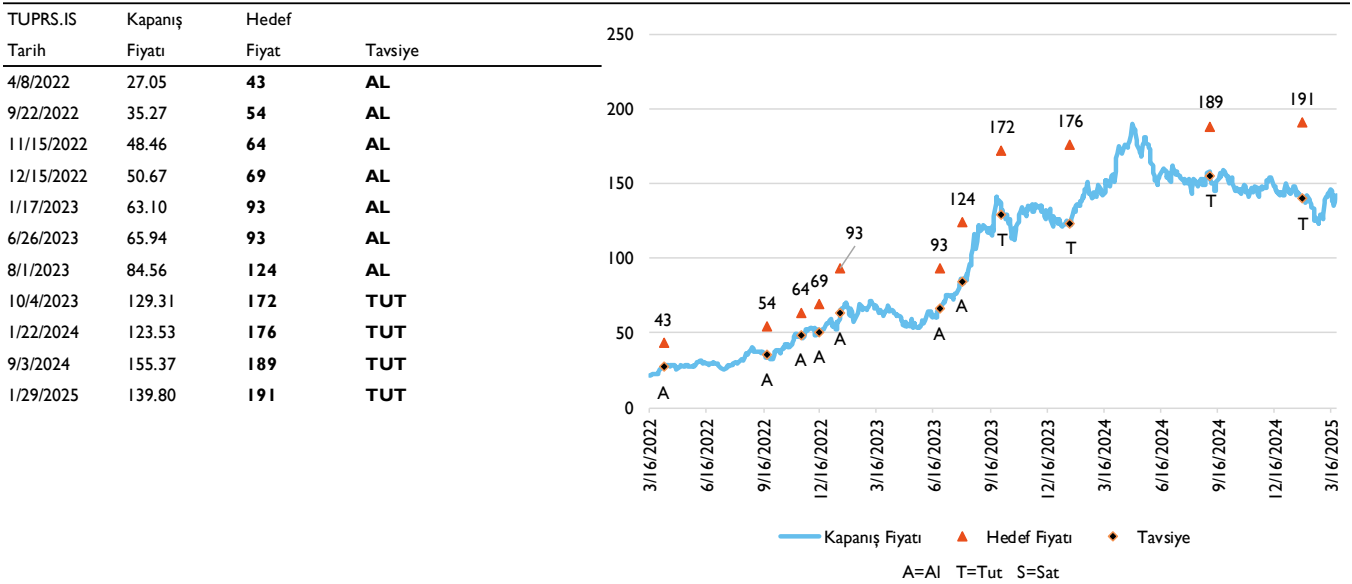
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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.

Koray Pamir 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 TUPRS.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	60	38	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: TL191/hisse (12 aylık dönem sonu)

Değerleme metodu: Hedef F/K ve FD/FAVÖK çarpanları, İNA ve diğer çeşitli metrikler

Riskler: 1) Dayanak ürün fiyat ve maliyetlerinde beklenmeyen değişiklikler, 2) Şirketten beklenmeyen nakit çıkışları.

*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
Tüpraş	Yoktur

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.