

30 Nisan 2026

Erdemir

Toparlanma potansiyeli, küresel yapısal kısıtlarla dengelenmektedir

- **Sınırlı yükseliş potansiyeli ile hedef fiyat revizyonu, “Tut” tavsiyemizi koruyoruz:** 12 aylık hedef fiyatımızı %13 artırarak hisse başına TL35,0'ye yükseltirken, %4 yükseliş potansiyeli nedeniyle Tut tavsiyemizi koruyoruz. Revizyon, güncellenen makro varsayımlarımız ve kısmen IÇ26'daki işletme sermayesi çözümlerini yansıtan daha düşük net borç varsayımlarımızdan kaynaklanmaktadır. FAVÖK/ton toparlanması beklememize karşın, öngördüğümüz iyileşme hızının sürdürülebilir bir yeniden değerlendirme için yeterli güvenlik marjı sunduğunu düşünmüyoruz. Tahminlerimizimize göre Erdemir, 2026T/2027T FD/FAVÖK çarpanlarında sırasıyla 8,2x/6,0x seviyelerinde işlem görürken, bu oran şirketin 10 yıllık medyanı olan 5,1x'in üzerindedir.
- **Görünüm daha iyi, ancak vizibilite düşük kalmaya devam ediyor:** Son dönemdeki jeopolitik gelişmeler ışığında kısmen navlun fiyatlarındaki artışla ilgili olan ürün fiyatlarındaki artışın ötesinde, Türkiye'de sıcak haddelenmiş yassı çelik ve kalın levhaya yönelik mevcut anti-dumping koruması halihazırda anlamlı düzeyde. Çin ve Güney Kore'ye karşı açılan soğuk haddelenmiş/galvanizli/boyalı ürünlere ilişkin beklenen soruşturma ise ilave kaldıraç unsurunu oluşturmaktadır. DIR çerçevesindeki yıl başından bu yana gerçekleşen sıkılaştırmanın, ithalat sızıntısını tamamen ortadan kaldırmaya da, yurt içi fiyatları marjinal olarak desteklediğini düşünüyoruz. Dolayısıyla ithalata karşı alınan önlemlerin yurt içi fiyat ve marj oluşumunda Erdemir için 2Y26 ve 2027'de önemli bir faktör olduğunu düşünmeye devam ediyoruz. Erdemir'in verimlilik ve maliyet düşürmeye yönelik yatırımları, temel baskı unsuru olan küresel çelik üretimindeki devam eden arz fazlasına karşı kısmi bir tampon işlevi görecektir.
- **İhracat tarafı, yurtdışı koruma tezine karşı ana denge unsuru:** Temmuz 2026 itibarıyla yürürlüğe girmesi beklenen AB'nin koruma önlemleri sonrası rejimi, gümrüksüz ithalat hacimlerini önemli ölçüde azaltacak ve kota dışı vergiyi %50'ye yükseltecek; ayrıca SKDM 2026'dan itibaren nihai fazına geçecek. Birleşik Krallık da kaplamalı sac ve levhaya yönelik koruma önlemlerini gözden geçirirken, Mısır Türkiye menşeli soğuk haddelenmiş, galvanizli ve boyalı yassı çeliğe karşı bir anti-damping soruşturması yürütmekte. Erdemir satışlarının yaklaşık %20'sini ihraç etmekte olup, bu engeller yurtdışı toparlanma tezini zayıflatmamakla birlikte, bölgesel fiyatlardaki iyileşmenin yukarı yönlü potansiyele dönüşme olasılığını azaltmaktadır.
- **Somut FAVÖK/ton toparlanma beklentisi:** FAVÖK'ün 2021 zirvesinden itibaren dört yıl üst üste gerilemesinin ardından, 2025'teki USD518mn seviyesinden 2026T'de USD735mn'ye (+%42 yıllık) ve 2027T'de USD920mn'ye (+%25 yıllık) toparlanmasını bekliyoruz. 2025, Erdemir'in son on yıldaki en zayıf operasyonel performans yılı olmuştur. Toparlanmanın ana itici gücü birim kârlılıktır: UFRS FAVÖK/ton tahminimiz, 2025'te USD65/ton seviyesinden 2026T'de USD89/ton ve 2027T'de USD110/ton seviyelerine yükselmekte olup, sınırlı hacim iyileşmesi, güçlenen yurt içi prim ve düşük 2025 baz etkisiyle desteklenmektedir.
- **Serbest nakit akışı belirleyici kısıt:** Erdemir, yatırım harcaması döngüsünün zirvesini geride bırakmış olup, 2024'teki USD1,07 milyardan 2025'te USD775 milyona gerilemekte ve 2026T/2027T/2028T için tahminlerimiz sırasıyla USD600mn/525mn/500mn seviyelerinde. Bu eğilim yön olarak olumlu olsa da yıllık yaklaşık USD200mn olan artış öncesi ortalamanın hâlen belirgin şekilde üzerinde. Fiyatlar ve faaliyet hacmi toparlandıkça işletme sermayesinin de yeniden artması muhtemel. Bu çerçevede, FAVÖK kayda değer ölçüde iyileşse dahi, mutlak kaldıraçtaki düşüşün zaman alabileceğini düşünüyoruz.
- **Toparlanma hikâyelerine yönelik piyasa ilgisi taktiksel performansı destekleyebilir, ancak değerlendirme dip seviyelerde değil:** Son dönemde, zayıf yakın dönem kârlılığına ve yüksek kaldırıca sahip emtia bağlantılı hisselerin (Petkim, Sasa gibi) performansı kuvvetliydi. Erdemir'in BIST-100'e karşı uzun vadeli görece zayıf performansı da optik olarak cazip görünmekte. Ancak USD bazında piyasa değeri, firma değeri ve ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanları dikkate alındığında, hisseler değerlendirme dip seviyelerine yakın değil. Hisse, marjlar ve politika haber akışı etrafında taktiksel olarak fırsatlar sunabilir; ancak mevcut durumda risk/getiri dengesinin cazip olmaktan ziyade dengeli olduğunu düşünüyoruz.

Tavsiye: **TUT** (önceki: TUT)
Hedef Fiyat: **TL 35,0** (önceki: TL 31,0)

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

Hisse verileri

Hisse kodu	EREGL.IS
Sektör	Emtia
Fiyat	TL 33,72
Piyasa değeri (TLm)	236,040
Şirket değeri (TLm)	267,511
Piyasa değeri (USDm)	5,247
Şirket değeri (USDm)	5,947
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	121,03
Halka açıklık (%)	48

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	20.9	18.4	49.6
Endekse göre (%)	7.2	14.4	-3.6

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelle fiyat grafiği 29 Nisan 2026 tarihinde 14,311 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti
Koray Pamir

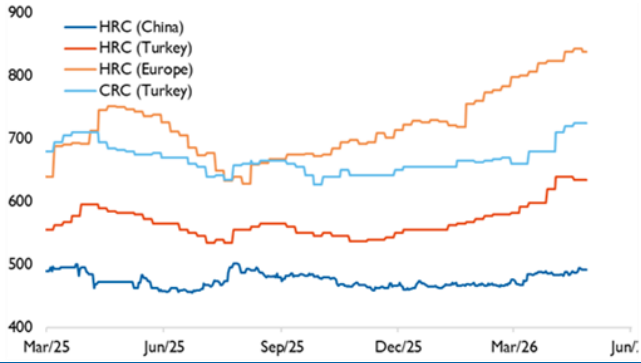
Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	6.3	34.1	12.5	a.d.	27.6	12.7
FD/FAVÖK (x)	4.8	10.8	11.3	14.1	8.2	6.0
FD/satış (x)	1.0	1.2	1.2	1.4	1.1	1.0
Temettü verimi (%)	0.0	1.0	0.7	1.6	0.9	2.0

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	17.7	2.6	6.2	0.2	2.6	4.6
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	17.6	5.1	3.6	2.3	4.6	6.1
Brüt marj (%)	20.0	10.6	9.8	8.9	12.4	15.2
FAVÖK marjı (%)	20.9	11.5	10.3	9.8	12.8	15.5
FVÖK marjı (%)	18.1	7.9	6.0	4.4	8.0	10.7
Net kâr marjı (%)	14.1	2.7	6.6	0.2	3.1	5.6
Net borç/FAVÖK (x)	0.5	2.5	3.1	2.1	1.7	1.5
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2

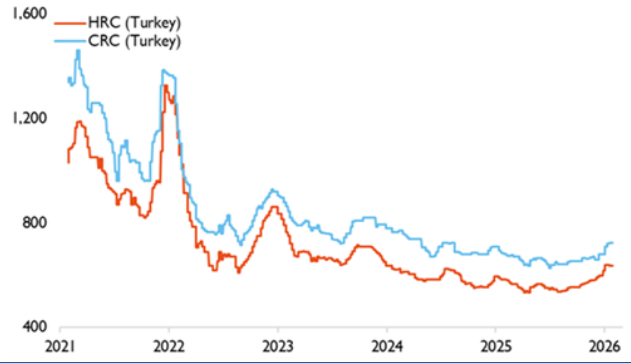
Kar ve zarar	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Net satışlar	127,783	147,900	204,060	208,910	274,341	331,538
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	87%	16%	38%	2%	31%	21%
Brüt kar	25,539	15,657	20,005	18,565	34,127	50,397
FAVÖK	26,655	16,989	21,092	20,451	35,110	51,292
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	1%	-36%	24%	-3%	72%	46%
FVÖK	23,161	11,616	12,255	9,156	21,892	35,611
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-5%	-50%	6%	-25%	139%	63%
Diğer gelir/gider	491	3,027	9,251	1,817	1,806	2,107
Finansman geliri/gideri	(1,539)	(5,805)	(7,984)	(7,292)	(8,694)	(8,115)
Vergi öncesi kar	22,112	8,837	13,522	3,680	15,004	29,603
Vergi	(3,459)	(4,508)	671	(2,986)	(6,146)	(10,361)
<i>Efektif vergi oranı</i>	15.6%	51.0%	-5.0%	81.1%	41.0%	35.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	(648)	(296)	(712)	(183)	(311)	(675)
Net kar	18,005	4,033	13,481	512	8,547	18,567
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	16%	-78%	234%	-96%	1570%	117%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	3,500	3,500	3,500	7,000	7,000	7,000
Hisse başı net kar (TL)	5.144	1.152	3.852	0.073	1.221	2.652
Hisse başı temettü (TL)	0.000	0.500	0.250	0.550	0.305	0.663
<i>Temettü ödeme oranı</i>	0%	43%	6%	752%	25%	25%

Nakit akışı	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	12,255	9,156	21,892	35,611	Nakit	55,260	115,477	129,602	145,940
Amortisman ve itfa giderleri	8,837	11,296	12,938	13,672	Dönen varlıklar	182,856	250,627	289,364	333,703
İşletme sermayesindeki değişim	(11,068)	27,051	(13,185)	(16,490)	Maddi duran varlıklar	206,913	277,300	353,706	436,319
Ödenen vergiler	671	(2,986)	(6,146)	(10,361)	Maddi olmayan duran varlıklar	9,343	11,075	12,999	14,972
Toplam yatırım harcaması	(35,113)	(15,347)	(28,679)	(29,276)	Duran varlıklar	242,303	307,904	383,446	471,542
Yatırım harcamaları/FAVÖK (x)	-166%	-75%	-82%	-57%	Toplam Varlıklar	425,159	558,531	672,810	805,245
Serbest nakit akışı	(24,417)	29,170	(13,180)	(6,844)	Kısa vadeli yükümlülükler	76,289	116,913	138,273	158,599
Serbest nakit akışı verimi	-15%	12%	-6%	-3%	Uzun vadeli yükümlülükler	104,446	144,338	173,972	205,615
Ödenen temettüler	(1,750)	(1,750)	(3,850)	(2,137)	Özkaynaklar	244,424	297,280	360,565	441,031
Temettü verimi	1.0%	0.7%	1.6%	0.9%	Toplam Kaynaklar	425,159	558,531	672,810	805,245
Temettü sonrası serbest nakit akışı	(26,167)	27,420	(17,030)	(8,980)	Net işletme sermayesi	75,399	48,347	61,532	78,022
Net nakitte değişim	(22,512)	21,578	(17,036)	(16,825)	Net nakit (borç)	(64,442)	(42,864)	(59,901)	(76,726)

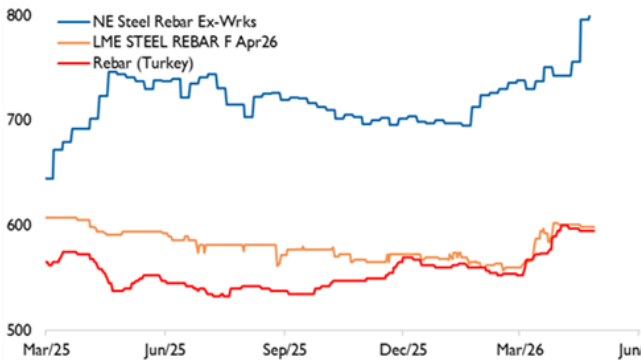
Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co tahminleri

Tablo 1: HRC (Çin, Avrupa, Türkiye), CRC (USD/ton) (2025 -)


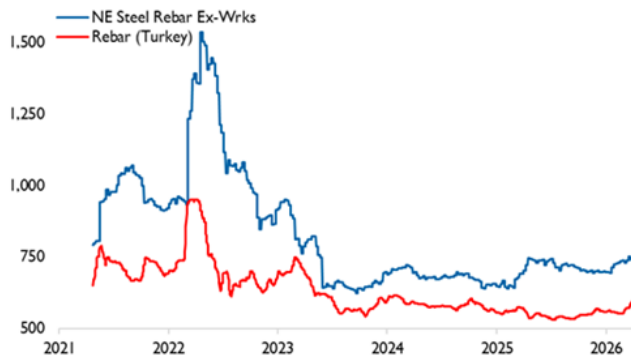
Kaynak: Bloomberg

Tablo 2: HRC (Türkiye), CRC (Türkiye) (USD/ton) (2021 -)


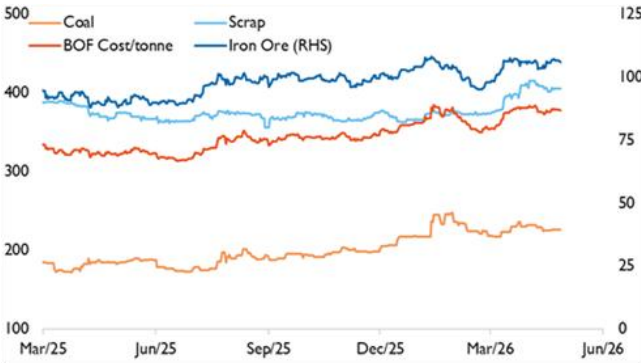
Kaynak: Bloomberg

Tablo 3: İnşaat demiri (Kuzey Avrupa, LME, Türkiye) (USD/ton) (2025 -)


Kaynak: Bloomberg

Tablo 4: İnşaat demiri (Kuzey Avrupa, LME, Türkiye) (USD/ton) (2021 -)


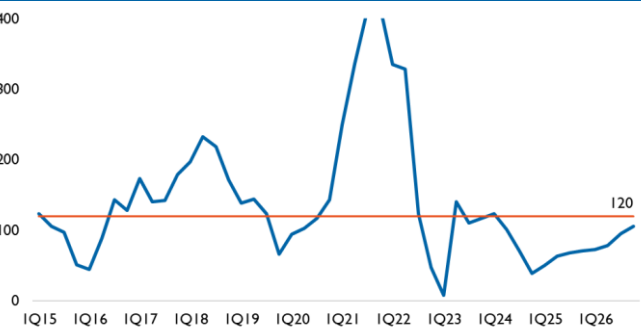
Kaynak: Bloomberg

Tablo 5: Girdi maliyetleri (USD/ton) (2025 -)


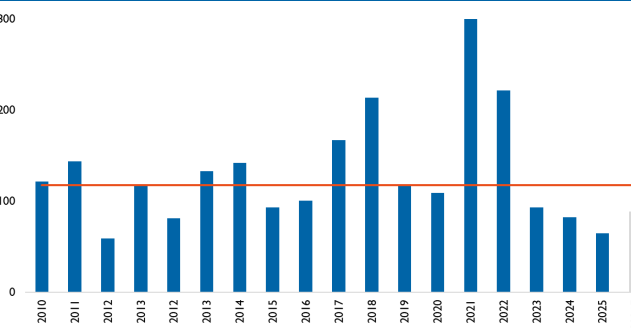
Kaynak: Bloomberg

Tablo 6: Hurda – Demir Cevheri (USD/ton)


Kaynak: Bloomberg

Tablo 7: Erdemir FAVÖK/ton (çeyreklik) (İÇİS -)


Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri

Tablo 8: Erdemir FAVÖK/ton (yıllık) (2010 -)


Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri

Bahsi geçen şirketler
 Erdemir <EREGL TI, Tut>
 Petkim <PETKM TI, Tut>
 Sasa Polyester <SASA TI, Öneri Yok>

Beyan Eki

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

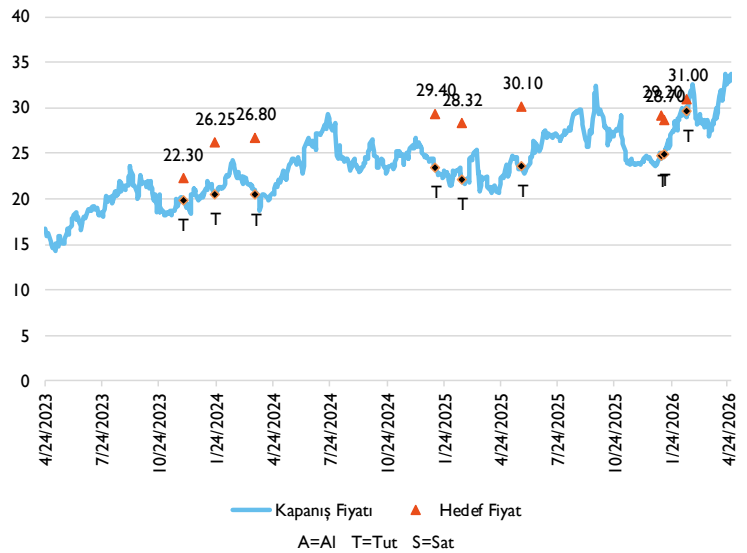
Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

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 EREGL.IS

EREGL.IS Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
12/1/2023	19.87	22.30	TUT
1/22/2024	20.57	26.25	TUT
3/27/2024	20.46	26.80	TUT
1/10/2025	23.56	29.40	TUT
2/21/2025	22.17	28.32	TUT
5/29/2025	23.60	30.10	TUT
1/8/2026	24.72	29.20	TUT
1/12/2026	24.88	28.70	TUT
2/18/2026	29.64	31.00	TUT



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	75	23	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: TL35,0/hisse (12 aylık dönem sonu)

Değerleme metodu: Çekirdek çelik operasyonları için hedef FD/FAVÖK çarpanları ve Ermaden'in Alacahan projesi için indirgenmiş nakit akımı.

Riskler: 1) Dayanak ürün fiyat ve maliyetlerinde beklenmeyen değişiklikler, 2) Şirkete/Şirketten beklenmeyen nakit girişleri/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 ("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
Erdemir	-

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 düşünceleri 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.

ÜN LÜ & 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. ÜN LÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜN LÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜN LÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜN LÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler sağlayabilir. Raporun, ÜN LÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜN LÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜN LÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama 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.

ÜN LÜ & 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, ÜN LÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜN LÜ & 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.

ÜN LÜ & Co bir BIST üyesidir.