

03 Kasım 2025

Tüpraş

TR emtia bazlı hisseler arasında göreceli tercihimiz olmaya devam ediyor.

- **Türk emtia bağlantılı hisseler arasında göreceli tercih ettiğimiz şirket olmaya devam ediyor:** Önceki raporumuzda, Tüpraş'ı Türkiye'nin emtia bazlı hisse senedi evreninde en iyi seçim olarak konumlandırmıştık. Bu düşüncemizi, şirketin 2025 yılının ikinci yarısına ilişkin daha güçlü görünümü, sağlam bilançosu ve nispeten cazip değerleme çarpanları destekliyordu. Görüşümüzü koruyoruz. Bölgesel orta distilat crack'leri yüksek seyrini sürdürüyor; Kasım'a girerken özellikle dizelde belirgin güç var. Bu denli yüksek crack seviyelerinin uzun vadede yapısal olarak kalıcı olmasını beklemiyoruz; ancak mevcut seviyelerden anlamlı bir geri çekilme olsa dahi spread'lerin Tüpraş açısından (tarihsel ortalamalara kıyasla) elverişli bölgede kalacağını düşünüyoruz. Damıtılmış ürün arz dinamikleri—özellikle Rusya'ya yönelik yaptırımlar (21 Ocak 2026 sonrasında AB'ye akışta beklenen ek sıkılaşıma), çeşitli Rus rafinerilerindeki kesintiler ve ham petrol çeşitliliği/arz güvenliği—orta vadede öne çıkacak temel tema ve dinamikler olacaktır kanaatindeyiz.
- **Hisse fiyatındaki güçlü yükselişin ardından, önümüzdeki dönemde dirençlilik daha olası görünüyor:** Tupras, son 3 ayda/6 ayda ABD doları cinsinden %18/51 getiri sağlayarak BIST-100'ü %19/36 oranında geride bıraktı. Son dönemdeki mutlak ve göreceli performansın büyüklüğünün, önemli tematik faktörlerin kısmen fiyatlara yansımış olmasını yansıttığını düşünüyoruz. Bu nedenle, pozisyonumuz olumlu olmaya devam etmekle birlikte, Tupras ile diğer şirketler arasındaki göreceli yukarı yönlü potansiyelin arasındaki farkın artması nedeniyle, aynı hızda bir performansın devam etmesini beklemiyoruz.
- **Hedef fiyat, orta distilatların güçlü seyrinin devam etmesi ve tahminlerin yenilenmesi üzerine yukarı yönlü revize edildi:** 12 aylık hedef fiyatımızı %9 artışla 240 TL'ye yükselttik, değerlendirme ufkumuzu 2026 sonuna kadar uzattık ve güncellenen makroekonomik ortamı dikkate aldık. Bu, %25'lik bir yukarı yönlü potansiyel anlamına geliyor (Kapsam: %43, banka hariç Kapsam: %37). Revize edilmiş tahminlerimize göre, Tupras 2025 ve 2026 mali yılları için sırasıyla 5,5x ve 5,3x FD/FAVOK ve 13,4x ve 11,6x F/K carpanlarından işlem görmektedir. Buna göre, risksiz yatırım araçları ve diğer hisse senedi alternatifleri tarafından belirlenen yüksek getiri eşiği nedeniyle, mutlak getiri bazında Tut tavsiyemizi koruyoruz.
- **Uzun vadeli çeşitlendirme çabaları devam ediyor:** Tupras, SAF, yeşil hidrojen ve sıfır karbonlu enerjiye yönelik sermaye tahsisini artırarak stratejik dönüşümünü sürdürüyor. Güncellenen yol haritası, kısa vadeli getirileri marj dayanıklılığı hedefleriyle uyumlu hale getirerek hidrojen yerine SAF yatırımlarına ağırlık veriyor. EBITDA katkıları son dönemlere (2030-2035 mali yılları) yoğunlaşsa da, bu yönelimin uzun vadeli değerlendirme istikrarını desteklediğini düşünüyoruz.
- **3. çeyrekte güçlü sonuçlar:** Gelirler 220,7 milyar TL (–%16 y/y, +%12 ç/ç; +%7 UNLÜ'e göre, konsensüse göre +%6), FAVÖK 19,8 milyar TL (–%1 yıllık bazda, +%33 çeyreklik bazda; +%3/+3%) ve net gelir 12,2 milyar TL (+%18 yıllık bazda, +%27 çeyreklik bazda; +%14/+11%). Operasyonel olarak, üretim 7,2 milyon tona ulaşırken, CUR yaklaşık %100 (ham petrol %91,7) ve verimlilik sabit kaldı (orta %55 / hafif %26 / siyah %17) ve ölçek etkileri olumlu katkı sağladı. Satışlar 8,0 milyon tona yükseldi (≈7,0 milyon ton yurt içi; ≈1,0 milyon ton ihracat), benzin, jet yakıtı ve bitümde çeyrek bazında belirgin bir güçlenme görüldü. NRM 9,7 ABD doları/varil seviyesine yükseldi (2025 yılının 2. çeyreğinde 5,3 ABD doları; 2024 yılının 3. çeyreğinde 6,8 ABD doları). Elektrik, zayıf hidrolojik koşullar altında 344 GWh sıfır karbon satış ve 576 milyon TL EBITDA (–%40 y/y) kaydetti. PBT köprüsü, daha dar ham petrol farklarını ve daha yüksek enerji maliyetlerini telafi eden daha sağlıklı ürün kırılmalarını göstermektedir; bağlı ortaklıklar ve IAS29/FX kalemleri yönetilebilir seviyede kaldı. Net nakit, daha güçlü operasyonlar, daha düşük çalışma sermayesi ihtiyaçları ve daha yavaş sermaye harcamalarıyla desteklenerek çeyrek bazda 25,5 milyar TL artarak 74,4 milyar TL'ye (–12 aylık EBITDA'nın 1,4 katı) yükseldi.
- **2025 Net Rafineri Marjı Beklentisi Yükseltildi:** Yönetim, 2025 mali yılı NRM beklentisini 5-6 ABD dolarından 6,0-6,5 ABD dolarına yükseltti ve operasyonel hedefleri yineledi: ~26 milyon ton üretim, ~30 milyon ton satış, %90-95 CUR ve ~480 milyon ABD doları konsolide sermaye harcaması.

Tavsiye:

TUT

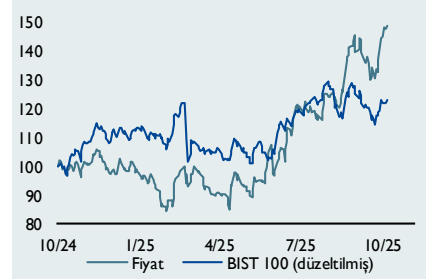
Hedef Fiyat: **TL 240** (önceki: TL 220)

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	TUPRS.IS
Sektör	Emtia
Fiyat	TL 197.60
Piyasa değeri (TLm)	380,735
Şirket değeri (TLm)	306,304
Piyasa değeri (USDm)	9,088
Şirket değeri (USDm)	7,312
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	82.37
Halka açıklık (%)	49

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	6.0	21.7	50.3
Endekse göre (%)	6.3	19.1	21.5

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 31 Ekim 2025 tarihinde 10,972 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performans 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	15.8	13.4	11.6
FD/FAVÖK(x)	2.9	0.4	1.4	4.1	5.5	5.3
FD/satış (x)	0.3	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
Temettü verimi (%)	0.0	8.6	14.2	10.1	9.4	7.7

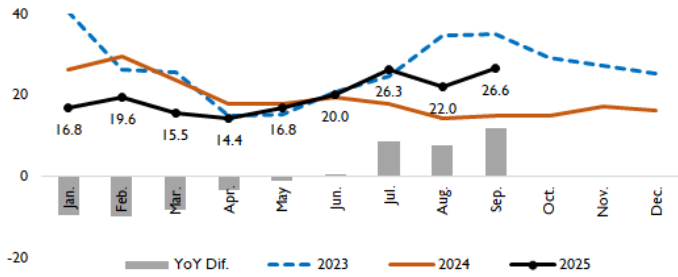
Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	18.3	34.2	26.4	5.1	8.0	9.2
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	32.3	50.9	51.4	11.3	12.1	11.9
Brüt marj (%)	10.4	12.3	16.0	8.4	9.5	8.3
FAVÖK marjı (%)	8.8	11.3	14.0	6.3	7.2	6.6
FVÖK marjı (%)	8.2	10.6	13.1	5.1	5.8	5.0
Ner kar marjı (%)	2.3	6.7	7.8	2.3	3.6	3.4
Net borç/FAVÖK (x)	0.9	(0.3)	(0.7)	(1.3)	(1.0)	(0.6)
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	0.1	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)

Kar ve zarar	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	152,492	916,751	991,203	810,386	783,093	953,542
Büyüme oranı (yıllık)	141%	501%	8%	-18%	-3%	22%
Brüt kar	15,860	113,080	158,431	68,030	74,220	79,405
FAVÖK	13,396	103,202	138,950	50,704	56,504	62,572
Büyüme oranı (yıllık)	2611%	670%	35%	-64%	11%	11%
FVÖK	12,542	96,921	130,196	41,088	45,235	47,703
Büyüme oranı (yıllık)	-5157%	673%	34%	-68%	10%	5%
Diğer gelir/gider	(11,065)	(28,231)	(22,256)	(3,951)	(4,789)	(5,667)
Finansman geliri/gideri	881	(181)	(24,459)	(5,391)	(183)	(213)
Vergi öncesi kar	2,358	68,508	83,480	31,746	40,264	41,822
Vergi	1,255	(6,963)	(5,700)	(12,712)	(11,494)	(8,783)
Efektif vergi oranı	-53%	10%	7%	40%	29%	21%
Kontrol gücü olmayan paylar	118	232	426	718	252	289
Net kar	3,495	61,314	77,354	18,315	28,518	32,751
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	1654.4%	26.2%	-76.3%	55.7%	14.8%
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	14.8	17.0
Hisse başı temettü (TL)	0.0	14.0	22.3	15.2	18.5	15.3
Temettü ödeme oranı	0%	44%	56%	160%	125%	90%

Nakit akışı	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	130,196	41,088	45,235	47,703	Nakit	140,512	92,234	82,815	59,299
Amortisman ve itfa giderleri	8,754	9,616	11,440	11,746	Dönen varlıklar	290,418	232,787	221,106	226,538
İşletme sermayesindeki değişim	26,632	(10,708)	(893)	2,345	Maddi duran varlıklar	193,236	283,673	291,277	313,933
Ödenen vergiler	(5,700)	(12,712)	(11,494)	(8,783)	Maddi olmayan duran varlıklar	6,141	7,635	8,776	9,735
Toplam yatırım harcaması	(17,880)	(13,790)	(19,044)	(34,402)	Duran varlıklar	239,156	336,825	348,844	375,996
Yatırım harcaması/hasılat	1.8%	1.7%	2.4%	3.6%	Toplam Varlıklar	529,573	569,612	569,951	602,535
Serbest nakit akışı	142,002	13,494	25,244	18,610	Kısa vadeli yükümlülükler	224,179	186,600	187,071	221,895
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	14%	2%	3%	2%	Uzun vadeli yükümlülükler	12,391	23,971	24,621	25,277
Ödenen temettüler	(27,000)	(43,000)	(29,300)	(35,647)	Özkaynaklar	293,004	359,041	358,258	355,362
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	62,022	(48,278)	(9,420)	(23,515)	Toplam Kaynaklar	529,573	569,612	569,951	602,535
					Net işletme sermayesi	(18,661)	(7,953)	(7,060)	(9,405)
					Net nakit (borç)	90,522	68,417	59,097	35,682

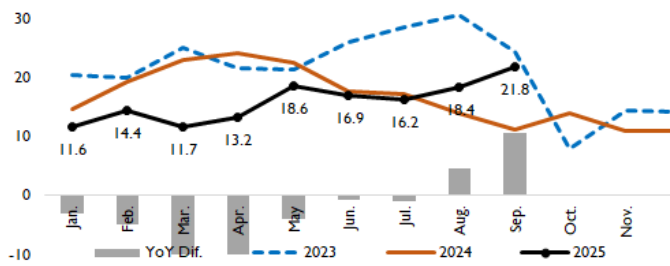
Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

Tablo 1: Motorin (USD/varil) Marjı



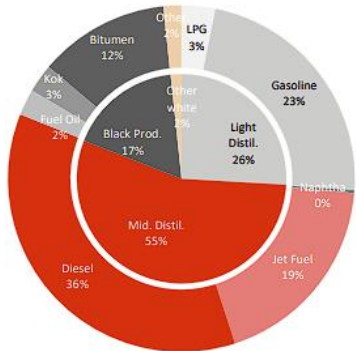
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 3: Benzin (USD/varil) Marjı



Kaynak: Şirket verileri

Tablo 5: Tüpraş 3Ç25 Ürün Verimliliği



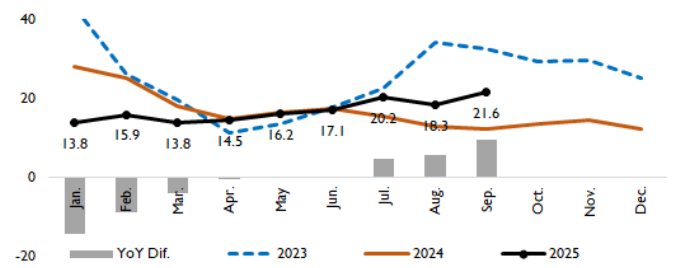
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 7: Petrol ürün marjları (USD/varil)



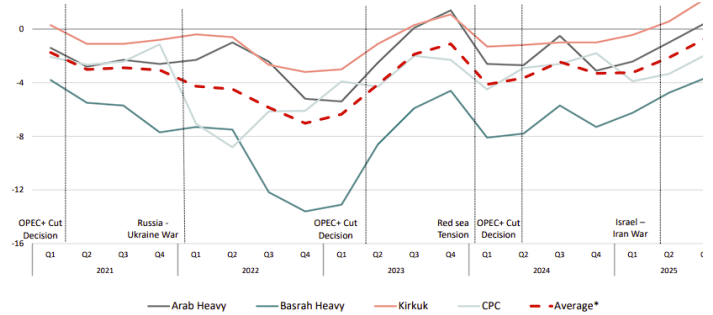
Kaynak: Neste

Tablo 2: Jet Yakıtı (USD/varil) Marjı



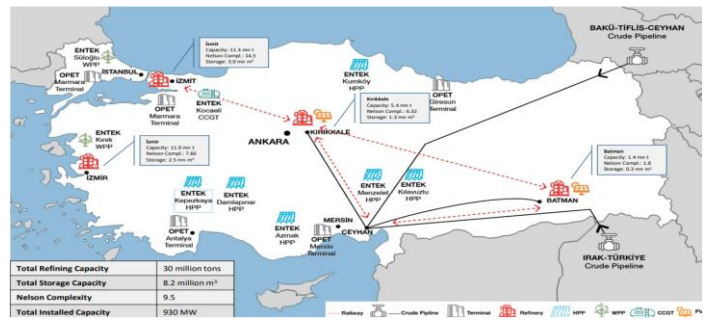
Kaynak: Şirket verileri

Tablo 4: : Ağır-Hafif Ham Petrol Fiyat Makasları (USD/varil)



Kaynak: Şirket verileri

Tablo 6: Tüpraş'ın Rafineri Varlıkları ve Dağıtım Ağı



Kaynak: Şirket verileri

Tablo 8: Avrupa dizel fiyatları gelişimi (USD/varil)



Kaynak: Neste

Bahsi geçen şirketler
Tüpraş (TUPRS TI, Tavsiye: TUT)
Aygaz <AYGAZ TI, AL>
Koc Holding <KCHOL TI, AL>

Beyan Eki

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

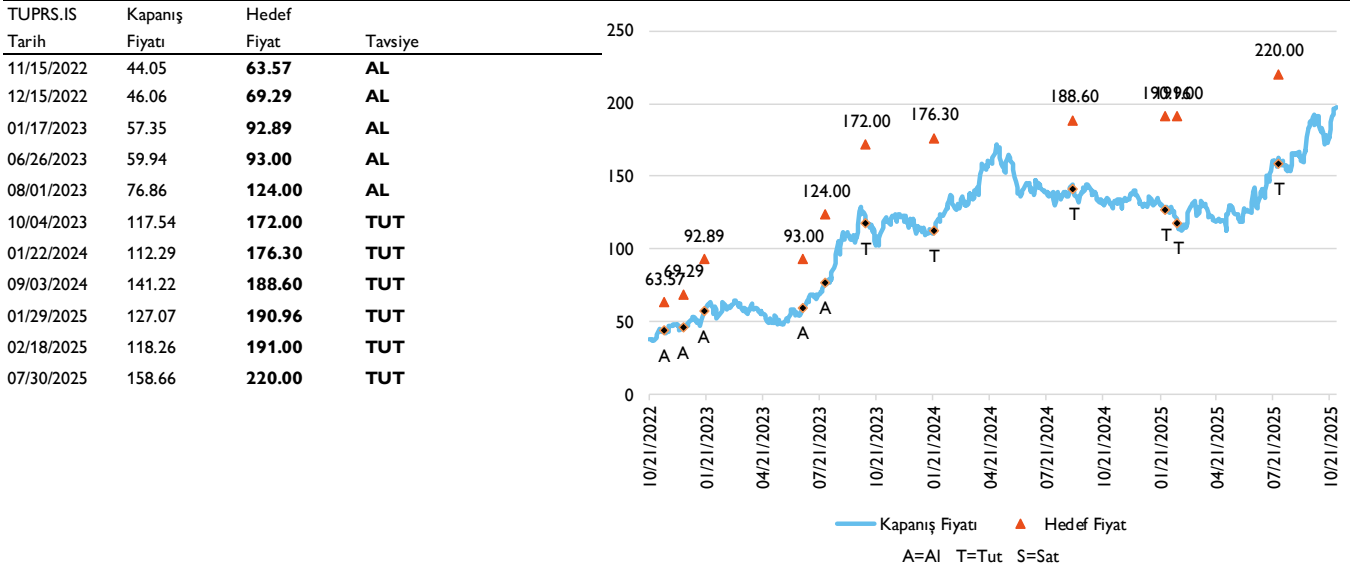
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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 (%)	72	28	0	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: TL240/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.