

14 Mart 2025

Şişecam

Ziyaret Notu

Şişecam yönetimiyle cam ve soda külü piyasalarındaki son gelişmeleri ve şirketin finansal görünümünü değerlendirmek üzere geçen hafta bir toplantı gerçekleştirdik. Her iki pazarda da talep 1Ç25'te zayıf seyrini sürdürürken, mevcut veriler 2Y25'ten önce bir toparlanmaya işaret etmiyor. Operasyonlardaki aşağı yönlü döngünün ardından, 2021 seviyelerindeki FAVÖK'e dönüşün ancak 2026–2027 döneminde, yurtiçi talep ve Avrupa'daki altyapı teşvikleri desteğiyle mümkün olabileceğini öngörüyoruz. Bu nedenle hem pazar talebindeki hem de şirketin finansallarındaki süregelen zayıflığı yansıtarak Şişecam için TL53,5 hedef fiyatla TUT önerimizi koruyoruz.

● **Avrupa mimari cam kapasitesi** 11 hat duruşuyla yaklaşık %20 daralmış durumda. Bunlara Şişecam'ın Kuzey İtalya tesisindeki soğuk tamir sürecinin öne alınması ve Türkiye'deki bir hatta devam eden soğuk tamir de dahil. Toplamda mimari cam kapasitesinin %10'una karşılık gelen bu iki hatta 2024 yılında segmentin efektif kapasiteye göre %85 kapasite kullanım oranı kaydedildi. Çin'in düşük maliyet yapısı ve ABD tarifelerinin ardından ihracat rotasını Avrupa'ya çevirebilme potansiyeli, Avrupa'daki oyuncular için tehdit oluşturmaya devam ediyor. Türkiye'de yönetilen kur politikası ve kalıcı yüksek enflasyon nedeniyle, Avrupa düz cam fiyatları, Türkiye'deki temel 4mm cam fiyatlarının %30 altında seyrediyor; bu durum Şişecam'ın ihracat rekabetçiliğini sınırlıyor.

● **Soda külü satış hacimleri** 2024 yılında %2 daraldı; bu, Bosna ve ABD operasyonlarındaki zayıflığı yansıtıyor. Fiyatlar yıllık bazda %23 düştü (2022'deki keskin fiyat artışının ardından normalleşme süreci devam etti). 2025 yılında fiyatların yatay seyretmesi bekleniyor; düz cam fiyatlarıyla gecikmeli bir korelasyon gösteriyor. ABD'deki soda külü yatırımı için gerekli izin süreci halen devam ettiğinden, 2025 yılı için büyük bir yatırım planlanmıyor.

● Şişecam'ın 2022 yılında zirveye ulaşan gelir ve kârlılığı, 2023 ve 2024'te yumuşayan fiyatlama, düşen enerji maliyetleri ve zayıf küresel talep ortamında normalleşti. 2024 yılında FAVÖK, %5,8 marjla 307 milyon dolar seviyesine geriledi. Gelirlerin yaklaşık %40'ı, mimari cam ve soda külü talep/fiyatlamasının baskı altında kaldığı uluslararası operasyonlardan geliyor. Ayrıca, gelirlerin %19'u Türkiye'den yapılan ihracatlardan elde ediliyor ve bu kalem, güçlü TL nedeniyle kur uyumsuzluklarından olumsuz etkilendi. Şişecam, 2024 yılında %16'lık döviz sepeti değişimi ve %44'lük yurtiçi enflasyonla, küresel emsallerine kıyasla daha yüksek kur baskısı yaşadı. TL'nin yılbaşından bu yana EUR-USD sepetine karşı %10 değer kaybetmesi Mart sonuçlarını desteklemesi beklenirken, Ocak–Şubat dönemindeki mevsimsel zayıflık nedeniyle performansın sınırlı kalması muhtemel. Ayrıca, yakın dönemde açıklanan enerji fiyat artışları (doğal gazda %20, sanayi elektriğinde %10) Şişecam'ın Avrupa'daki rakiplerine karşı sahip olduğu kısa vadeli maliyet avantajını azaltarak, 2Ç25'te marj baskısının devam etmesine yol açabilir.

● Geçmiş 10 yılda Şişecam'ın FAVÖK/Yatırım harcaması oranı ortalama 1,8x seviyesindeydi. Ancak, 2024'te FAVÖK'teki düşüş bu oranı 0,4x'e indirirken, net borç/FAVÖK oranı 6,7x'e (Şişecam'ın tanımına göre 5,2x) yükseldi. 2025 yılı için 656m dolar yatırım harcaması öngörüyoruz; bu da 2024'teki 855m dolara kıyasla satışlara oranla 0,9x'lik bir yatırım/satış oranına işaret ediyor. Tahminlerimize göre, 2025'te FAVÖK'teki toparlanmanın net borç/FAVÖK oranını 3,6x seviyesine çekmesini bekliyoruz; bu oran, şirketin finansal taahhüt şartı olan 3,5x'e oldukça yakın.

Tavsiye:

TUT

Tavsiye Korundu

Hedef Fiyat:

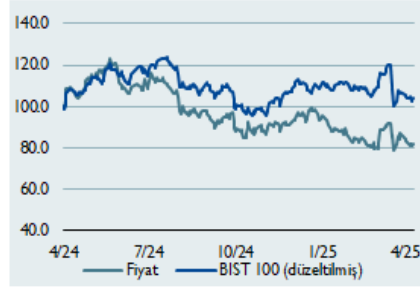
TL53.5

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	SISE.IS
Sektör	Cam ve Malzemeleri
Fiyat	TL 36.36
Piyasa değeri (TLm)	111.378
Şirket değeri (TLm)	185.174
Piyasa değeri (USDm)	2.938
Şirket değeri (USDm)	4.885
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	45.56
Halka açıklık (%)	49

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-8.4	-9.7	-25.1
Endekse göre (%)	2.0	-4.6	-21.6

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & CO

Görelî fiyat grafiği 11 Nisan 2025 tarihinde 9.381 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@unluco.com

Ziyaret Notu

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

TL bazlı finansallar (2024 bazı)

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
F/K (x)	1.7	3.5	20.6	16.9	7.1	7.2
FD/FAVÖK(x)	1.4	4.0	14.6	7.5	5.5	3.9
FD/satış (x)	0.3	0.5	0.8	0.8	0.9	0.7
Temettü verimi (%)	3.9	2.3	1.8	0.8	2.2	2.5

Oran analizi	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
Sermaye verimliliği (%)	26.7	12.1	2.6	3.6	8.4	8.4
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	16.7	4.1	-1.5	2.5	5.8	8.4
Brüt marj (%)	32.0	27.5	22.6	26.2	28.7	31.2
FAVÖK marjı (%)	19.8	13.5	5.8	11.0	15.5	19.3
FVÖK marjı (%)	12.9	6.8	-2.3	3.4	8.8	12.1
Ner kar marjı (%)	13.3	11.3	2.7	3.1	6.9	6.4
Net borç/FAVÖK (x)	0.8	1.9	6.7	3.6	2.9	1.9
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	0.3	0.6	0.6	0.0	0.0	-0.2

Kar ve zarar (TLm) ¹	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
Net satışlar	246,392	219,447	185,589	246,857	320,008	387,533
Büyüme oranı (yıllık)	-	-11%	-41%	1%	6%	5%
Brüt kar	78,806	60,371	42,025	64,670	91,925	120,758
FAVÖK	48,768	29,682	10,822	27,130	49,677	74,873
Büyüme oranı (yıllık)	-	-39%	-75%	91%	50%	31%
FVÖK	31,686	14,853	-4,269	8,472	28,244	47,077
Büyüme oranı (yıllık)	-	-53%	-129%	-298%	233%	67%
Diğer gelir/gider	15,040	17,639	6,904	-157	-1,092	-16,250
Finansman geliri/gideri ve parasal kazanç/kayıp	-9,613	1,576	593	840	1,024	1,140
Vergi öncesi kar	37,113	34,067	3,227	9,155	28,176	31,967
Vergi	-2,414	-6,598	2,016	-458	-4,226	-4,795
Efektif vergi oranı	6.5%	19.4%	-62.5%	5.0%	15.0%	15.0%
Durdurulan faaliyetler (Ukrayna)	1,869	2,681	220	1,094	1,765	2,205
Net kar	32,830	24,789	5,022	7,604	22,185	24,967
Büyüme oranı (yıllık)	-	-24%	-86%	15%	138%	-2%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	3,063	3,063	3,063	3,063	3,063	3,063
Hisse başı net kar (TL)	10.7	8.1	1.6	2.5	7.2	8.2
Hisse başı temettü (TL) ¹	1.42	0.84	0.65	0.27	0.80	0.90
Temettü ödeme oranı	13.2%	10.4%	39.8%	11.0%	11.0%	11.0%

Nakit akışı (TLm)	2024	2025B	2026B	2027B	Bilanço (TLm)	2024	2025B	2026B	2027B
FVÖK	-4,269	8,472	28,244	47,077	Nakit	56,965	78,693	40,609	79,231
Amortisman ve itfa giderleri	15,091	18,658	21,433	27,796	Dönen varlıklar	134,208	175,545	181,140	246,794
İşletme sermayesindeki değişim	27,332	4,300	-14,487	1,318	Maddi duran varlıklar	177,162	236,853	286,083	283,939
Ödenen vergiler	0	-424	-4,237	-7,062	Maddi olmayan duran varlıklar	48,806	65,250	78,812	78,222
Toplam yatırım harcaması	-30,099	-28,743	-23,293	-25,652	Duran varlıklar	264,819	350,032	428,261	447,455
Yatırım harcaması/hasilat	-16.2%	-11.6%	-7.3%	-6.6%	Toplam Varlıklar	399,028	525,577	609,401	694,249
Serbest nakit akışı	8,054	2,263	7,660	43,478	Kısa vadeli yükümlülükler	79,572	101,586	127,469	149,129
Serbest nakit akış oranı	4%	1%	2%	11%	Uzun vadeli yükümlülükler	111,345	154,994	159,833	192,893
					Özkaynaklar	208,110	268,998	322,100	352,228
					Toplam Kaynaklar	399,028	525,577	609,401	694,249
Ödenen temettüler	-2,588	-2,000	-836	-2,440	Net işletme sermayesi	886	844	1,196	1,252
					Net borç (nakit)	72,099	97,038	143,055	139,583

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. Tahminleri. ¹2022-2024 finansalları. Aralık 2024 baz alınarak TMS29 muhasebe standardına göre düzeltilmiştir. 2024 sonrası tahminler her yılın yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücü üzerinden hesaplanmaktadır.

Bahsi geçen şirketler (11 Mart 2025 kapanış fiyatlarıyla)
Şirket borsa kodu (SISE.IS. Tavsiye TUT. Hedef fiyat 53,5 TL)

Beyan Eki

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

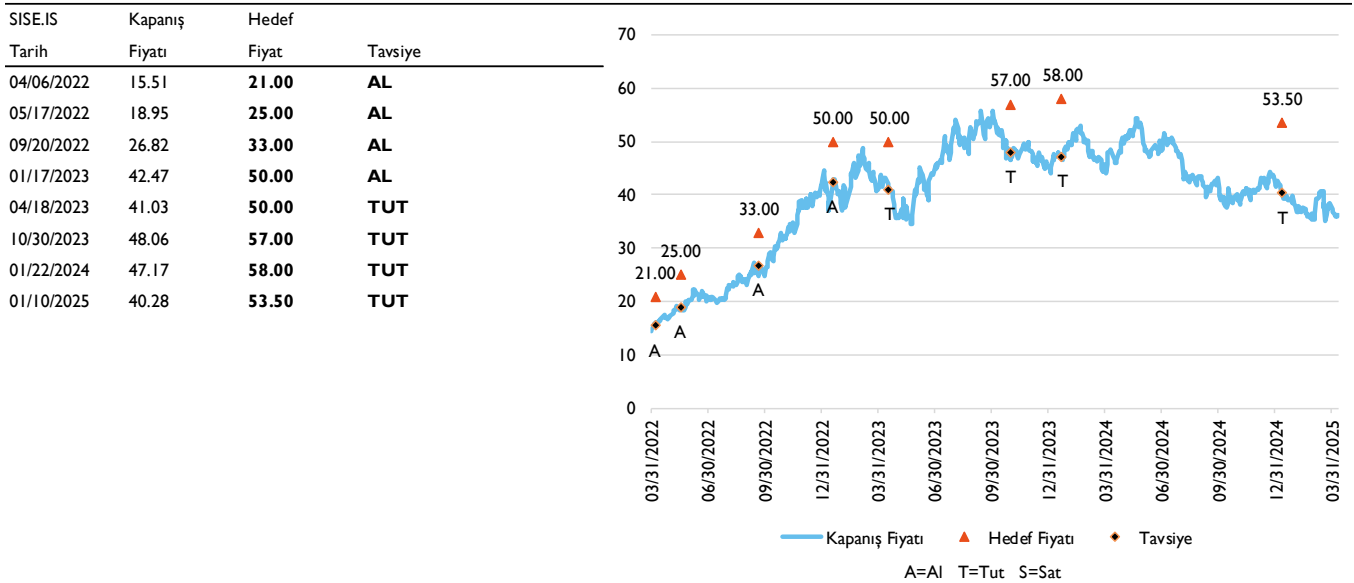
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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

Ece Mandacı, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

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



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AI	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: (12 aylık dönem için geçerli) (SISE.IS)

Değerleme metodu: Dolar bazlı İNA değerini kullanıyoruz. AOSM: %13,1. Risksiz getiri oranı: %7. Hisse risk primi: 6. Beta: 1x

Riskler: Türkiye'deki ve küresel piyasalardaki makro dalgalanma, tarifelerle beraber artan rekabet, kurdaki ve enerji maliyetlerindeki değişimler aşağı yönlü temel risklerdir.

*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 yanlıtıcı 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
Şişecam	Yok

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 olduğuna 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 zımnî 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 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.

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.