

25 Aralık 2023

# Aygaz

## Tavsiyemizi AL'a yükseltiyoruz.

**Aygaz için temel varsayımlarımızı güncelledik ve 12 aylık hedef fiyatımızı %21 artırarak 175 TL/hisse'ye yükselttik, bu da %44'lük bir yukarı yönlü potansiyele denk geliyor. Buna göre, Aygaz için tavsiyemizi TUT'tan AL'a yükseltiyoruz. Temel argümanımız, Aygaz'ın Tüpraş'taki %9,28'lik hissesine (hedef Net Aktif Değer'in %72'si) kıyasla son bir yılda %43'lük daha düşük bir hisse performans göstermesinin ardından değerlemesinin somut olarak daha cazip hale gelmesidir. Aygaz'ın ana LPG işi ve kargo taşıma dağıtım şirketi Sendeo'daki %55'lik hissesi (operasyonel seviyede konsolide edilmektedir) tarihsel ortalamalarının altında çarpanlarda işlem görmektedir. Yakın ve orta vadede, LPG dağıtım dışındaki girişimlerden, özellikle Sendeo'dan yakın dönem operasyonel görünümünü, Aygaz'ın konsolide faaliyet performansını güçsüzleştirmeye devam etmesini beklemekle beraber, mevcut değerlendirme cazibesinin daha önemli bir faktör olduğunu düşünüyoruz. Kuvvetli bilanço pozisyonu ve somut nakit girişi beklentisi Aygaz'ın yatırım temasını destekleyici faktörler olarak öne çıkmaktadır.**

- **Ana LPG ve kargo taşıma dağıtım operasyonlarının değerlendirilmesi, Aygaz'ın ana değerlendirme komponenti olan Tüpraş'a kıyasla %43 geri kalması sonrasında tarihsel ortalamalarının altında çarpanlarla işlem görmektedir:** Aygaz dolaylı olarak Tüpraş'ta %9,28'lik etkin bir paya sahiptir (spot değeri 25,6 milyar TL, hedef değeri: 30,8 milyar TL). Opet Aygaz Gayrimenkul'deki %50 hissesi ve United LPG Ltd.'deki (Aygaz'ın Bangladeş'teki LPG dağıtım iştiraki) %50 hissesi ile birlikte, Aygaz'ın kümülatif iştirak portföyünü 31,3 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Bu miktar Aygaz'ın 26,8 milyar TL'lik mevcut piyasa değerine göre %14'lük bir iskonto anlamına geliyor. Aygaz'ın iştirak portföyüne olan daha önceki dönemlerdeki primi, Aygaz hisselerinin Tüpraş'a kıyasla son bir yılda %43 oranında düşük performans göstermesinin ardından iskontoya dönmüştür. Buna göre, rakamlarımıza göre, Aygaz'ın Türkiye'deki ana LPG dağıtım işi ve kargo dağıtım şirketi Sendeo'daki %55 hissesi, tarihsel ortalamalarının altında çarpanlarla işlem görmektedir. Artan değerlendirme cazibesi, Aygaz için tavsiye artırımının ana sebebidir.
- **Sendeo, kargo taşıma dağıtım alanında zorlu bir mücadele vermeye devam ediyor:** Sendeo (%55 Aygaz, %45 Koç Holding ortak girişimi), çok sayıda aktarma ve dağıtım merkezi ve teslimat noktası ile faaliyet gösteren bir kargo taşıma dağıtım ve teslimat işletmesidir ve Eylül 2023'te günlük ortalama 91 bin koli teslimatına ulaşmıştır. Aygaz ve Koç Holding, 2021'in sonundaki kuruluşundan bu yana işletmeye kümülatif 1,7 milyar TL sermaye katkısında bulunmuştur. Kargo taşıma ve dağıtım işinin son derece rekabetçi yapısı, Sendeo'nun çeşitli önceki müşterilerinin kendi dağıtım ağlarını kurması ve devreye alma ve başlangıç maliyetleri göz önüne alındığında; kargo taşımacılığı, 9A23'te Aygaz'ın konsolide brüt karına 299 milyon TL negatif katkı sağlamıştır (2022'de 280 milyon TL negatif katkıya karşılık). Rekabet ortamının yakın ve orta vadede zorlu olmaya devam etmesini ve Aygaz'ın önümüzdeki yıllarda %55 hissesi oranında daha fazla sermaye taahhüdünde bulunmasını bekliyoruz.
- **Net borç/FAVÖK oranı 3x'ten sıfıra geriledi:** Sendeo'daki negatif operasyonel performansa rağmen, güçlü ana LPG dağıtım nakit akışı ve Tüpraş'tan gelen temettüler ile Aygaz'ın net nakdi önemli ölçüde iyileşmiştir. Buna bağlı olarak, Aygaz'ın net borcunun 12 aylık FAVÖK'e oranı 4Ç22'deki 3,2x seviyesinden 3Ç23 itibarıyla 0,0x seviyesine gerilemiştir. 4Ç23'te EYAŞ'tan ve daha görünür bir şekilde 2Ç24'te Tüpraş'tan elde edilecek somut nakit gelirlerinin Aygaz'ın nakit durumunu desteklemesini ve Sendeo'ya daha fazla sermaye taahhüdü ve Aygaz seviyesinde temettü dağıtım olasılığı açısından uygun bir finansman kaynağı sağlamasını bekliyoruz.
- **Değerleme ve riskler:** Aygaz'ı 12 aylık hedef F/K, FD/FAVÖK (envanter etkisi harici ana faaliyetler üzerinden) ve Parçaların Toplamı Değerlemesi ile değerlendiriyoruz. Düşüncemizdeki başlıca aşağı yönlü riskler şunlardır: **1)** Ana LPG dağıtım işinde beklenenden daha düşük hacim/kârlılık, **2)** Tüpraş'tan beklenenden daha düşük temettü girişi, ve **3)** Sendeo'dan beklenenden daha yüksek zarar.

Tavsiye: **AL** önceki: TUT

Hedef Fiyat: **TL 175** önceki: TL 144

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

Hisse verileri	
Hisse kodu	AYGAZ.IS
Sektör	Emtia
Fiyat	TL 121.80
Piyasa değeri (TLm)	26,772
Şirket değeri (TLm)	26,801
Piyasa değeri (USDm)	919
Şirket değeri (USDm)	920
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	6.31
Halka açıklık (%)	24

### BIST 100'e göre fiyat



### BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	(10.6)	(14.5)	36.1
Endekse göre (%)	(5.5)	(9.0)	(1.9)

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & CO

Görelî fiyat grafiği 22 Aralık 2023 tarihi itibarıyla 7,558 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

**Araştırma Analisti**  
**Koray Pamir**

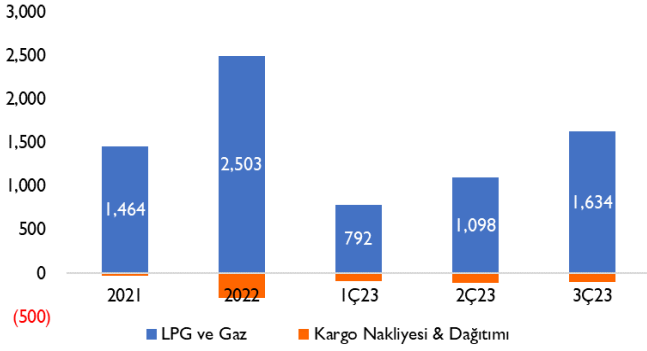
Değerleme çarpanları	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
F/K (x)	n.m.	7.3	2.0	4.8	5.5	4.2
FD/FAVÖK(x)	5.0	4.8	10.6	10.2	9.0	4.3
FD/satış (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Temettü verimi (%)	3.1	3.1	2.3	4.2	3.6	4.8

Oran analizi	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Sermaye verimliliği (%)	(1.0)	26.6	89.5	47.0	34.8	36.2
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	5.3	8.5	2.5	4.6	4.3	7.0
Brüt marj (%)	9.0	9.0	5.9	8.4	7.8	8.5
FAVÖK marjı (%)	4.1	4.4	1.4	2.4	2.0	2.7
FVÖK marjı (%)	2.6	3.3	0.8	2.0	1.8	2.5
Ner kar marjı (%)	(0.2)	4.2	12.6	9.2	6.5	7.0
Net borç/FAVÖK (x)	1.4	1.2	3.2	0.0	(0.3)	(0.3)
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(0.4)	(0.2)	(0.2)

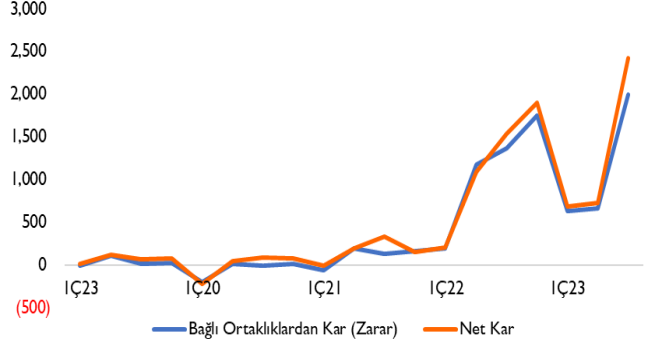
Kar ve zarar	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>10,145</b>	<b>15,893</b>	<b>37,507</b>	<b>51,154</b>	<b>74,649</b>	<b>91,475</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-1%	57%	136%	36%	46%	23%
Brüt kar	912	1,438	2,223	4,279	5,786	7,736
<b>FAVÖK</b>	<b>416</b>	<b>705</b>	<b>537</b>	<b>1,216</b>	<b>1,527</b>	<b>2,468</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-12%	69%	-24%	126%	26%	62%
FVÖK	261	522	292	1,004	1,307	2,248
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-25%	100%	-44%	244%	30%	72%
Diğer gelir/gider	(130)	338	4,590	4,377	4,645	5,548
Finansman geliri/gideri	(100)	(163)	(384)	(444)	(375)	(400)
Vergi öncesi kar	31	697	4,498	4,937	5,576	7,395
Vergi	(56)	(70)	66	(329)	(1,004)	(1,331)
Efektif vergi oranı	180.2%	10.1%	-1.5%	6.7%	18.0%	18.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	(43)	(169)	(247)	(274)	(364)
<b>Net kar</b>	<b>(25)</b>	<b>670</b>	<b>4,733</b>	<b>4,682</b>	<b>4,847</b>	<b>6,428</b>
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	n.m.	n.m.	n.m.	-1%	4%	33%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	300	300	220	220	220	220
Hisse başı net kar (TL)	-0.1	2.2	21.5	21.3	22.1	29.2
Hisse başı temettü (TL)	0.5	0.5	1.0	4.3	4.4	5.8
Temettü ödeme oranı	n.m.	22%	5%	20%	20%	20%

Nakit akışı	2022	2023T	2024T	2025T	Bilanço	2022	2023T	2024T	2025T
FVÖK	292	1,004	1,307	2,248	Nakit	1,863	2,674	3,509	4,027
Amortisman ve itfa giderleri	245	212	220	220	Dönen varlıklar	7,448	9,418	13,280	15,895
İşletme sermayesindeki değişim	454	468	627	487	Maddi duran varlıklar	984	1,199	1,475	1,622
Ödenen vergiler	64	221	287	494	Maddi olmayan duran varlıklar	77	68	84	92
Toplam yatırım harcaması	(343)	(379)	(569)	(739)	Duran varlıklar	9,200	12,431	15,401	18,627
Yatırım harcaması/hasılat	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>16,648</b>	<b>21,850</b>	<b>28,681</b>	<b>34,522</b>
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>(324)</b>	<b>149</b>	<b>43</b>	<b>746</b>	Kısa vadeli yükümlülükler	7,566	8,406	11,300	13,167
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	-0.9%	0.3%	0.1%	0.8%	Uzun vadeli yükümlülükler	1,227	1,394	1,586	1,682
					Özkaynaklar	7,855	12,050	15,796	19,673
					<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>16,648</b>	<b>21,850</b>	<b>28,681</b>	<b>34,522</b>
Ödenen temettüler	(150)	(220)	(936)	(969)	Net işletme sermayesi	942	1,409	2,036	2,524
<b>Nakit ve nakit bnz. Net değişim</b>	<b>(877)</b>	<b>1,707</b>	<b>525</b>	<b>367</b>	Net nakit (borç)	(1,736)	(29)	496	863

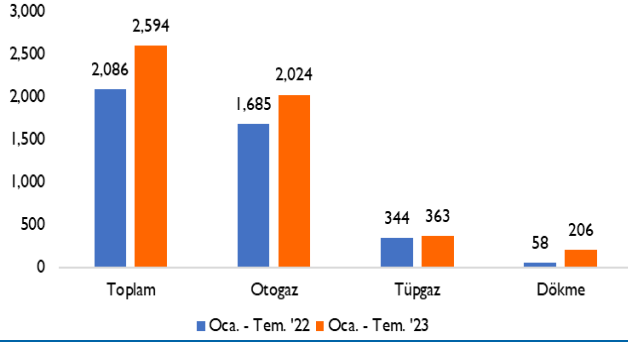
Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

**Tablo 1: Aygaz Brüt Kâr Dağılımı (TLm)**


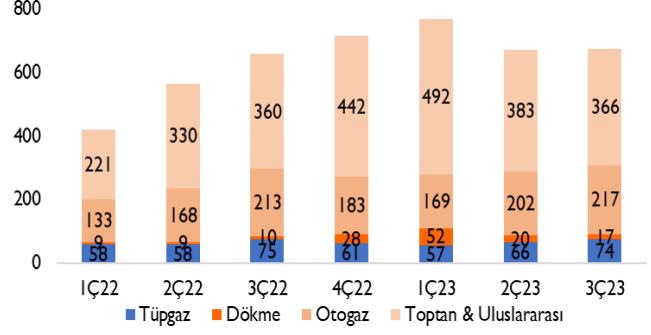
Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet

**Tablo 2: Bağlı Ortaklıklardan Kar/Zarar ve Net Kar (TLm)**


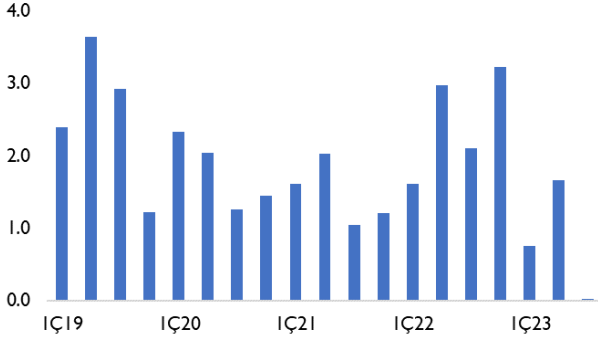
Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet

**Tablo 3: Türkiye LPG Pazarı (bin ton)**


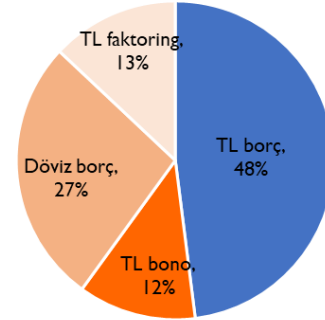
Kaynak: Şirket verileri

**Tablo 4: Aygaz'ın Üç Aylık LPG Satışları (bin ton)**


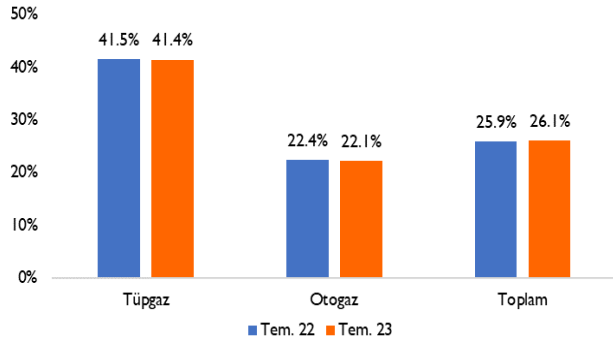
Kaynak: Şirket verileri

**Tablo 5: Aygaz'ın net borcu/12 aylık FAVÖK gelişimi (x)**


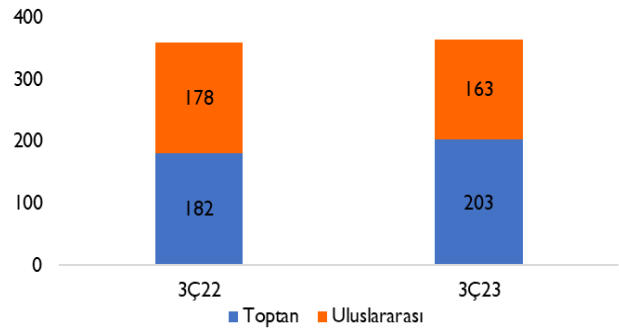
Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet

**Tablo 6: Aygaz Brüt Borç Dağılımı**


Kaynak: Şirket verileri

**Tablo 7: Aygaz Yurt İçi Pazar Payı (%)**


Kaynak: Şirket verileri

**Tablo 8: Aygaz Toptan ve Yurt Dışı Satışları (bin ton)**


Kaynak: Şirket verileri

Bahsi geçen şirketler (22 Aralık 2023)

Aygaz (AYGAZ.IS, Tavsiye: AL)

Tüpraş (TUPRS.IS, Tavsiye: TUT)

Koç Holding (KCHOLIS, Tavsiye: AL)

## Beyan Eki

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

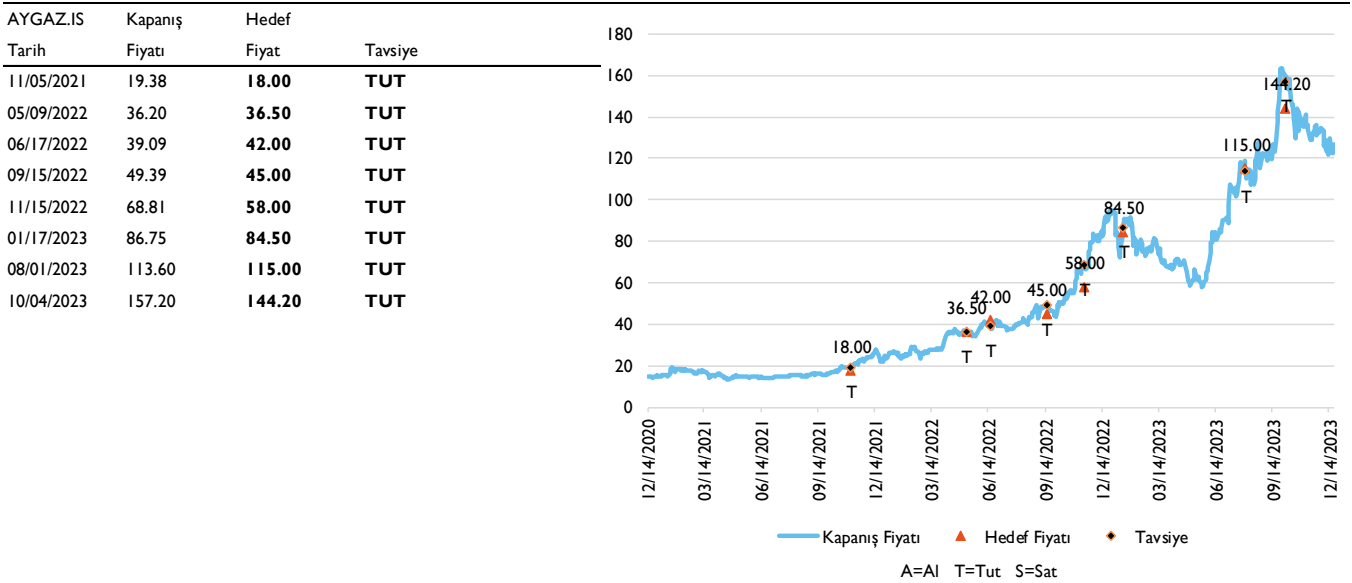
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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.

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 AYGAZ.IS



## ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	56	42	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır\*:

**Al (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:** TRY175/hisse (12 aylık dönem sonu)

**Değerleme metodu:** Hedef F/K ve FD/FAVÖK çarpanları (envanter etkisi harici ana faaliyetler üzerinden), Parçaların Toplamı Değerlemesi

**Riskler:** **1)** Ana LPG dağıtım işinde beklenenden daha düşük hacim/kârlılık, **2)** Tüpraş'tan beklenenden daha düşük temettü girişi, ve **3)** Sendeo'dan beklenenden daha yüksek zarar.

\*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.**

<b>Şirket</b>	<b>Sınıflandırma</b>
Aygaz	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 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 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 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.