



30 Nisan 2025

Şirket Haberleri

Kar Beklentileri ve Sonuçları

- TSKB 1Ç25 Sonuçları
- Aselsan 1Ç25 Sonuçları
- Ford Otosan 1Ç25 Sonuçları
- Tüpraş 1Ç25 Sonuçları
- Erdemir 1Ç25 Sonuçları
- Aygaz 1Ç25 Sonuçları
- Koç Holding 1Ç25 sonuçları bugün açıklanacak
- Ebebek 1Ç25 sonuçları bugün açıklanacak

Sektör ve Şirket Haberleri

- Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı'nın güncellenmiş versiyonunu açıkladı
- Oba Makarna yeni pay geri alım programını duyurdu
- Türk Hava Yolları 502 bin lot hisse geri alımı yaptı
- Alarko Holding 257 bin lot hisse geri alımı yaptı

Araştırma

Ünlü Araştırma

0212 367 3636

unluresearch@e.unluco.com

Piyasa görünümü

BIST Endeksleri	Kapanış	Değişim	Hacim.(\$m)
BIST 30	10,065	-1.00%	1,585
BIST 100	9,225	-0.88%	2,153

BIST 30 Vadeli	Uzlaş. Fiyatı	Değişim	Hacim.(\$m)
Nis-25	10,126	-1.00%	225,187
Haz-25	10,654	-0.85%	145,036

BIST 30 en yüksek performans gösterenler	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
TOASO	2.4%	79.50
GARAN	1.1%	60.93
SASA	1.0%	55.63

BIST 30 en düşük performans gösterenler	Günlük (TL)	Hacim.(\$m)
THYAO	-4.8%	223.32
PGSUS	-4.2%	48.66
CIMSA	-2.9%	13.79

Küresel hisse senedi piyasa performansları

Gelişmekte olan piyasalar	Günlük	3A	Ybb
BIST 100	-0.9%	-8.5%	-6.2%
MSCI EM	0.3%	-0.2%	2.8%
Hang Seng	0.2%	2.5%	9.9%
Brasil-Bovespa	0.1%	7.6%	12.3%
India-Sensex 30	0.0%	3.9%	2.8%
China-Shanghai	-0.1%	-1.2%	-2.1%
S. Africa-JSE	0.7%	4.0%	8.6%

Gelişmiş piyasalar

Dow Jones	0.7%	-8.9%	-4.7%
S&P 500	0.6%	-8.3%	-5.5%
FTSE 100	0.5%	-2.7%	3.6%
Euro Stoxx 50 Pr	-0.2%	-3.7%	5.4%
DAX	0.7%	2.3%	12.6%
CAC 40	-0.2%	-5.6%	2.4%
IBEX	-0.7%	5.2%	15.3%
Nikkei	0.5%	-7.2%	-9.8%

Emtialar

* vadeli	Fiyat	Günlük	Ybb
Brent (\$/bbl)*	64.3	-2.4%	-13.9%
Altın (\$/oz)	3333.6	0.0%	26.2%
Gümüş (\$/t oz)	33.6	0.8%	12.4%
Bakır (\$/lb)	504.8	-0.6%	21.2%

Döviz kurları	Kur	Günlük	Ybb
USD/TL	38.44	0.0%	8.7%
EUR/USD	1.14	0.4%	9.3%
Döviz sepeti	41.13	0.2%	9.0%

Faiz oranları	Oran	Değişim	Hacim.(\$m)
Politika faizi	46.00%		
Gösterge tahvil (01-Eki-25)	46.98%	-0.8%	832.00

Eurobondlar	Fiyat	Getiri	Makas
TR (15-Oca-30)	120.789	6.8%	2.6%
US (10-yıllık)		4.2%	0.0%

Kaynak: Rasyonet, Bloomberg

Kar Beklentileri ve Sonuçları

TSKB 1Ç25 Sonuçları: TSKB <TSKB, Tut>, 1Ç25 sonuçlarında beklentilerin hafif üzerinde 3,095 milyon TL net kar açıkladı (Ünlü: 2,990 milyon TL, Piyasa Beklentisi: 3,041 milyon TL). (çeyrekssel: sabit, yıllık: +%60). Ortalama özkaynak karlılığı %33 seviyesinde, bütçe beklentisi olan ~30 seviyesinin ve mevduat bankalarının üzerinde gerçekleşti. 2025 yılı için %30 özkaynak karlılığı beklentisi korundu. Kredi riski maliyeti beklentisi, aktif kalitesi tarafının beklentiden iyi gerçekleşmesi nedeniyle <75 baz puandan <50 baz puana revize edildi. Banka, 1Ç25'te 400 milyon TL tutarındaki serbest karşılığı geri çevirdi ve toplam serbest karşılık tutarı 1.650 milyon TL'ye geriledi.

- Kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesi güçlü seviyede: Kur etkisinden arındırılmış kredi büyümesi, bütçelenen düşük %10'lu seviyelere kıyasla sürdürülebilir kalkınma kredileri odağıyla çeyrekssel bazda %5,4 seviyesinde güçlü gerçekleşti. SDG bağlantılı krediler portföyün %93'ünü, elektrik üretim kredileri toplamın %30,3'ünü oluşturuyor.
- Marjlarda güçlü performans devam ediyor. Net faiz marjı, bütçelenen ~%5'e kıyasla %5,7'ye ulaştı ve mevduat bankalarının da üzerinde gerçekleşti. (AKBNK: %2,3, YKBNK: %2,1, GARAN: %5). Tüfe endeksli kağıt gelirleri %57 ve %34 azalarak 440 milyon TL ve 735 milyon TL'ye geriledi.
- Net ücret ve komisyon gelirlerinde zayıf seyir. Ücret ve komisyon gelirleri mevduat bankalarında görülen eğilimin aksine çeyrekssel %30 daha düştü. (AKBNK: %9,8, YKBNK: %11, GARAN: %4). Yıllık düşüş %45'e ulaştı (AKBNK: +%64, YKBNK: +%46, GARAN: +%59). (Bütçe beklentisi ~Tüfe artışı). Faaliyet giderlerindeki artış, personel maliyetlerindeki rahatlamayla çeyreklik bazda %8'e gerilerken yıllık büyüme %42 oldu. Olumsuz tarafta, ücret ve komisyon gelirlerinin faaliyet giderlerine oranı 2024 yıl sonundaki %24'ten %10 seviyesine geriledi.
- Banka negatif kredi riski maliyeti ve sınıfının en iyisi karşılıklar ile pozitif ayrışmakta. Mevduat bankalarının aksine, 1Ç24'ten bu yana takibe intikal eden yeni kredi bulunmamakta. TGA oranı çeyreklik bazda 50 baz puan düşerek %1,7'ye geriledi. Bu oran, güçlü tahsilatlar ve kredi büyümesiyle desteklendi ve akranları arasında en düşük seviyede. 116 milyon doları tutarındaki büyük bir dosya tamamen tahsil edildi. Toplam kredi riski maliyeti (net, kur etkisinden arındırılmış) -73 baz puan olup (AKBNK: 197 baz puan YKBNK: 178 baz puan, GARAN: 166 baz puan), revize bütçe beklentisi olan < 50 baz puan (Önceki: <75 baz puan) seviyesine göre oldukça elverişlidir. Toplam karşılık oranı %4,2'dir.

Görüş: Banka için Tut tavsiyemizi ve 16,90 TL olan hedef fiyatımızı sürdürüyoruz. Piyasanın güçlü özkaynak karlılığı performansına paralel olarak 1Ç25 sonuçlarına pozitif bir tepki vermesini bekliyoruz.

Finansal Sonuçlar: TSKB

TLm	1Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Canlı krediler	139,701	162,327	186,537	34%	15%	187,606	0	-1%	
Net faiz gelirleri	3,784	4,008	3,569	-6%	-11%	4,110	0	-13%	
Net faiz marjı	5.70%	6.30%	0.00%	-570 bps	-630 bps	5.99%	0	-599 bps	
Net risk maliyeti	0.14%	-0.60%	-0.73%	-87 bps	-13 bps	-0.17%	0	-56 bps	
Net kar	1,934	3,099	3,095	60%	0%	2,990	3,041	4%	2%
Özkaynak karlılığı	39.4%	46.7%	41.9%	252 bps	-471 bps	36.0%	0	594 bps	

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Research Turkey anketi

Aselsan 1Ç25 Sonuçları: Aselsan, 1Ç25'te TL2.275 milyon net kâr açıkladı. Bu rakam, bizim TL2.112 milyonluk tahminimizin biraz üzerinde gerçekleşirken, piyasa beklentisi olan TL2.535 milyonun altında kaldı. Bu durum, beklentilerin altında kalan FAVÖK altı harcama kalemlerinden kaynaklandı. Net satışlar 1Ç25'te yıllık %9 artışla TL22.791 milyon seviyesine ulaştı (Ünlü: TL23.207 milyon, piyasa beklentisi: TL23.109 milyon) ve FAVÖK %10 artışla TL5.142 milyon oldu (Ünlü: TL5.663 milyon, piyasa beklentisi: TL5.532 milyon).

Aselsan, sipariş akışlarının ve teslimatların artmasıyla birlikte çeyreklik gelirlerinde yıllık %9 artış kaydetti. Bakiye siparişler, 2024 yıl sonundaki 14 milyar ABD dolarından yükselerek 15.0 milyar ABD dolarına ulaştı. Çeyrek boyunca 1.5 milyar ABD doları (1Ç24: 1.0 milyar ABD doları) tutarında yeni sözleşme imzalandı; bu da açıklanan rakamın (KAP) yaklaşık %25 üzerinde. İhracat gelirleri yıllık %27 düşerek TL2.8 milyara gerilese de, imzalanan ihracat sözleşmeleri yıllık %220 artışla 372 milyon ABD dolarına ulaştı.

Şirket, FAVÖK marjında yıllık bazda 12 baz puan artışla %22.6 seviyesine ulaştı. Çeyreklik sonuçlar her zaman yıl geneli için belirleyici olmasa da, ihracatların yıl sonuna doğru artmasıyla birlikte şirketin +%23 marj hedefini rahatlıkla aşacağını düşünüyoruz.

Net kâr marjı çeyrekte %10.0 seviyesinde gerçekleşti. Şirket çeyrekte TL252 milyon faiz geliri elde etti, ancak kredi kaynaklı döviz kuru zararları nedeniyle net finansal giderleri arttı. Ertelenmiş vergi geliri TL4.4 milyar olarak kaydedildi.

Yatırım harcamaları TL5.95 milyar olarak gerçekleşti. Net borç, özellikle yatırımlara ilişkin nakit çıkışı nedeniyle 2024 yıl sonundaki TL17.5 milyardan TL20.1 milyara yükseldi (0.6x son 12 ay FAVÖK).

Temettü: Aselsan Yönetim Kurulu, %0,17 brüt temettü verimine denk gelen TL0.235 brüt nakit hisse başı temettü (TL1.070m) dağıtımını Genel Kurul onayına sunmaya karar verdi. Teklif edilen temettü ödeme tarihi 25 Kasım 2025, net kara oranı ise %7'dir.

Görünüm & Değerleme: Aselsan, 2025 yılı için enflasyon ayarlı bazda %10 gelir artışı, %23 FAVÖK marjı ve TL20 milyar yatırım harcaması hedefini koruyor. Hisse için AL tavsiyemizi sürdürürken, model portföyde tutmaya devam ediyor ve hedef fiyatımızı olumlu savunma ortamı, güçlenen finansallar ve ihracat beklentilerini daha iyi yansıtmak amacıyla 2026 tahminlerine ve benzer şirket çarpanlarına (13.4x 2026B FD/FAVÖK) dayanarak TL158.4'e yükseltiyoruz. AB savunma harcamalarındaki artıştan Aselsan'ın ne ölçüde ilave iş alabileceği belirsizliğini koruyor; ancak mevcut üretim kapasitesi ve ürün uyumu şirketi cazip bir ortak haline getiriyor. Aksi halde, Avrupa kapasitesi yerel pazar için kullanıldıkça, Aselsan diğer coğrafyalarda fırsatlar yakalayabilir.

Finansal Sonuçlar: Aselsan

TLm	1Q24	4Q24	1Q25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	20,907	61,284	22,791	9%	-63%	23,207	23,109	-2%	-1%
FAVÖK	4,693	16,438	5,142	10%	-69%	5,663	5,532	-9%	-7%
FAVÖK marjı	22.4%	26.8%	22.6%	0.1pp	-4.3pp	24.4%	23.9%		
Net kar	1,939	9,654	2,275	17%	-76%	2,112	2,535	8%	-10%
Net marj	9.3%	15.8%	10.0%	0.7pp	-5.8pp	9.1%	11.0%		

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Rasyonet anketi

Ford Otosan 1Ç25 Sonuçları: Ford Otosan <PROTO TI, AL> 1Ç25'te TL160,9 milyar gelir (%6 yıllık düşüş), TL10.055 milyon FAVÖK (%28 yıllık düşüş) ve TL6.487 milyon net kâr (%48 yıllık düşüş) açıkladı. FAVÖK, piyasa beklentisinin %11 altında gerçekleşirken, net kâr beklentilere paralel geldi. Şirket 2025 yılına ilişkin beklentilerinde herhangi bir güncelleme yapmadı. Açıklanan sonuçlara piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz.Çeyreğe ilişkin öne çıkan noktalar:

- Toplam satış hacmi 1Ç25'te yıllık bazda %3 azalarak 165 bin adede geriledi. Bu düşüşte ihracat hacmindeki %4'lük daralma etkili olurken, yurtiçi satışlar %3 artış gösterdi. İhracat tarafındaki zayıflama, özellikle Romanya tesisindeki üretim geçiş süreci ve Avrupa'daki talep daralmasından kaynaklandı. 1Ç25'te ihracatın toplam gelirler içindeki payı %81 seviyesine yükseldi (1Ç24: %79).
- FAVÖK marjı 1Ç25'te %6,2 ile beklentilerin altında kaldı (4Ç24: %5,3; 1Ç24: %8,1). Rekabetçi fiyatlama ortamı, toplam gelir karmasında ihracat payının artması, enflasyon muhasebesine bağlı olarak satışların maliyetindeki (COGS) artış ve pazarlama giderlerindeki yükseliş çeyrek boyunca kârlılığı baskıladı.
- Şirketin bu çeyrekte açıkladığı TL2.716 milyon vergi gideri, net kâr üzerinde aşağı yönlü baskı yarattı.
- Net borç, bir önceki çeyreğe göre %12 azalarak TL89,3 milyar seviyesine gerilerken, Net borç/FAVÖK oranı 2,2x seviyesinde gerçekleşti (4Ç24: 2,5x).

2025 yönetim beklentilerinde değişiklik yok: Şirket, Türkiye otomotiv pazarının 2025'te 950-1.050 bin adet seviyesine gerilemesini beklemeye devam ediyor. Yurtiçi satış hacminin 90-100 bin adet, ihracat hacminin ise 610-660 bin adet aralığında gerçekleşmesi öngörülüyor. 2025 yılı yatırım harcaması beklentisi 750-850 milyon Euro aralığında korunurken, şirket ayrıca yüksek tek haneli ciro büyümesi ve %7-8 aralığında FAVÖK marjı öngörüyor.

Görüş: Ford Otosan için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hem Türkiye hem de Avrupa pazarlarındaki çevrimsel zorluklara rağmen, şirketin ihracat ağırlıklı yapısı, çeşitlendirilmiş ürün gamı ve güçlü finansal disiplini dayanıklılık sağlıyor. 2024 sonunda devreye giren 1 tonluk VW modeli ve güçlü nakit yaratımı sayesinde, şirketin uzun vadeli değer yaratma potansiyelini koruduğunu düşünüyoruz. Hisse, 2025T F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarıyla sırasıyla 6,4x ve 7,4x seviyelerinden işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Ford Otosan

TLm	1Q24	4Q24	1Q25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	171,504	181,551	160,901	-6%	-11%	158,518	157,747	2%	2%
FAVÖK	13,939	9,577	10,055	-28%	5%	11,354	11,241	-11%	-11%
FAVÖK marjı	8.1%	5.3%	6.2%	-1.9pp	1.0pp	7.2%	7.1%		
Net kar	12,392	12,755	6,487	-48%	-49%	6,457	6,614	0%	-2%
Net marj	7.2%	7.0%	4.0%	-3.2pp	-3.0pp	4.1%	4.2%		

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Rasyonet anketi

Tüpraş 1Ç25 Sonuçları: Tüpraş <TUPRS TI, Tut> 1Ç25 gelirlerini 158,6 milyar TL (UNLUE'nin %17, konsensüsün %12 altında), FAVÖK'ünü 9,8 milyar TL (UNLUE'nin %3, konsensüsün %12 üzerinde) ve net karını 97mn TL (UNLUE'nin %44, konsensüsün %43 altında) olarak açıkladı. Göreceli olarak, net kar açığı Tüpraş'ın ana sermayesinin %0,1'inden daha azına karşılık gelmektedir. Hisseler son üç ayda BIST-100'den %3 daha iyi performans gösterirken, ABD doları bazında %12 gerilemiştir. Sonuçların önemli noktaları aşağıdaki gibidir:

- Net rafinaj marjı 4,1 ABD\$/varil, KKO %83: Net rafinaj marjı 4,1 ABD\$/varil olarak gerçekleşirken (1Ç24'te 8,4 ABD\$/varil ve 4Ç24'te 4,8 ABD\$/varil), bu durum küresel ürün çatlaklarındaki normalleşmeyi ve daralan ağır ham petrol farklarını yansıtmaktadır. Üretim hacmi 1Ç24'teki 6,0mn tona kıyasla 1Ç25'te 5,9mn ton olarak gerçekleşti. Kapasite kullanımı planlı bakım

faaliyetlerinden hafif etkilenecek %83 (4Ç24'te %93 ve 1Ç24'te %82) olarak gerçekleşti. Beyaz ürün randımanı %84,4'e yükselmiştir (4Ç24'te %81,9 ve 1Ç24'te %83,3).

- FAVÖK seviyesinde önemli stok kazançları, FAVÖK'ün altında kalan kalemler karlılığı baskılamaktadır: Brüt kar yıllık bazda %28 azalarak 13,2 milyar TL'ye gerilerken, faaliyet karı yıllık bazda %29 daralarak 3,9 milyar TL'ye düştü. FAVÖK marjı %6,1 olarak kaydedildi. Envanter kazançları bu çeyrekte 3,3 milyar TL olarak gerçekleşti. Maddi finansman ve vergi giderleri bu çeyrekte net kar üzerinde baskı yarattı. Net nakit pozisyonu bir önceki çeyreğe göre 35 milyar TL azalarak 25,6 milyar TL'ye geriledi. 1Ç25 itibarıyla 12 aylık net nakit/FAVÖK oranı 15 milyar TL'lik temettü ödemesi ve net işletme sermayesi kullanımındaki 27 milyar TL'lik artış nedeniyle 0,5x seviyesinde gerçekleşti.
- Elektrik Operasyonları: Şirket 434 GWh elektrik üretirken (1Ç24'te 505 GWh ve 4Ç24'te 441 GWh), mevsimsel etkiler ve operasyonel bakım nedeniyle ardışık bir düşüş gösterdi. Entek'in gelir katkısı 1,1 milyar TL ile sabit kalmış ve konsolide satışların yaklaşık %0,7'sini oluşturmuştur. Entek'in FAVÖK'ü 287mn TL (1Ç24'teki 420mn TL'ye kıyasla) ve FAVÖK marjı %25,3 olarak gerçekleşmiştir.

2025 yönetim beklentileri yineleni: Tüpraş, 25 yıllık net rafineri marjı beklentisini 5 ila 6 ABD Doları/varil olarak yineledi. (satış hacmine dayalı olarak) (23 mali yılında 16,0 ABD Doları/varil, 22 mali yılında üretim hacmine dayalı olarak 16,5 ABD Doları/varil). Şirket yıllık üretimde yaklaşık 26 milyon ton (24 mali yılda 26,7 milyon ton), yıllık satışta 30 milyon ton (24 mali yılda 30,4 milyon ton) ve %90-95 ortalama KKO (24 mali yılda %92,6) beklemektedir. Tüpraş, 25 yıllık yatırım harcaması (DITAS ve Entek yatırım harcamaları dahil) beklentisini 600 milyon ABD Doları (24 yıllık: 376 milyon ABD Doları) olarak açıkladı.

Görüş: Açıklamanın ardından Tut notumuzu koruyoruz. Tahminlerimize göre, Tüpraş FY25E EV/FAVÖK 4,7x ve F/K 6,7x ile 10 yıllık tarihsel medyanının biraz altında işlem görüyor.

Finansal Sonuçlar: Tüpraş

TLm	IQ24	4Q24	IQ25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	251,514	190,927	158,623	-37%	-17%	190,654	180,281	-17%	-12%
FAVÖK	12,638	8,862	9,751	-23%	10%	9,422	8,723	3%	12%
FAVÖK marjı	5.0%	4.6%	6.1%	1.1pp	1.5pp	4.9%	4.8%		
Net kar	442	4,283	97	-78%	-98%	172	170	-44%	-43%
Net marj	0.2%	2.2%	0.1%	-0.1pp	-2.2pp	0.1%	0.1%		

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Rasyonet anketi

Erdemir 1Ç25 Sonuçları: Ereğli Demir ve Çelik <EREGL TI, Tut>, 1Ç25 döneminde TL53,5 milyar ciro (yıllık %8 artış, çeyreklik %3 düşüş), TL4,1 milyar FAVÖK (yıllık %45 düşüş, çeyreklik %56 artış) ve TL426 milyon net kâr (yıllık %92, çeyreklik %84 düşüş) açıkladı. Kârlılıkta yıllık bazda belirgin bir daralma yaşanmasına rağmen, FAVÖK piyasa beklentilerinin bir miktar üzerinde gerçekleşirken, net kâr ise genel olarak tahminlere paraleldi. Hisse son üç ayda BIST-100'e kıyasla %3 daha iyi performans gösterdi, ancak USD bazında %12 geriledi. Temel öne çıkan noktalar şunlardır:

- Toplam sıvı çelik üretimi 1,93 milyon ton seviyesinde gerçekleşerek, 4Ç24'teki 2,00 milyon ton ve 1Ç24'teki 2,31 milyon ton seviyesinin altında kaldı; bu da kapasite kullanım oranını yaklaşık %79'a çekti (2024 ortalaması: %89, 2023: %75). Toplam mamul satış hacmi (sıcak + soğuk + uzun) 1,90 milyon ton olarak gerçekleşti ve 1Ç24'teki 2,02 milyon ton ve 4Ç24'teki 1,93 milyon ton seviyesinin hafif altında kaldı. Segment bazında, sıcak haddelenmiş ürün satışları 1,30 milyon ton, soğuk haddelenmiş ürün satışları 0,43 milyon ton, uzun ürün satışları ise 0,18 milyon ton seviyesindeydi. Uzun ürün hacmindeki zayıflık, büyük ölçüde yavaşlayan ihracat ortamı ve düşük yurt içi talebe bağlanmaktadır. Toplam ihracat hacmi 1Ç25'te 422 bin ton olarak gerçekleşti (4Ç24: 345 bin ton, 1Ç24: 292 bin ton) ve toplam satışların %32,5'ini oluşturdu.
- Gerçekleşen FAVÖK/ton USD 51/ton seviyesindeydi (1Ç24: USD 124/ton, 4Ç24: USD 48/ton). FAVÖK marjı %7,7 ile önceki çeyreğe göre 2,9 puan yukarıda, yıllık bazda ise 7,4 puan düşüş gösterdi. Net kâr marjı %0,8 seviyesindeydi; yüksek net diğer giderler ve vergi giderleri net kâr üzerinde baskı yarattı. Net borç, 1Ç25 itibarıyla TL56,2 milyar seviyesine dustu (4Ç24: TL64,4 milyar) ve net borç/FAVÖK oranı 3,2x seviyesine çıktı (önceki çeyrek: 3,1x). Net işletme sermayesi ise çeyreklik TL5,7 milyar azaldı.
- Çin, Karadeniz ve Güney Avrupa menşeli HRC ihracat fiyatları karışık bir seyir izlerken, yurt içi nervürlü demir ve kütük talebi görece zayıf kaldı. Demir cevheri (IODEX 62% Fe) ve kok kömürü fiyatları yüksek seviyelerde istikrar kazanarak entegre üreticilerin maliyet marjlarını baskılamaya devam etti. Sektör genelinde kapasite daraltıcı adımlar sınırlı kalırken, Türk çelik sektörü ucuz Asya ithalatı ve jeopolitik kırılmalar nedeniyle ihracat pazarlarında zorluklarla karşı karşıya kalmaya devam etmektedir.

Görüş: Sonuçların ardından Erdemir için Tut tavsiyemizi koruyoruz. Tahminlerimize göre EREGL hissesi 2025T FD/FAVÖK 6,4x ve F/K 9,7x çarpanlarıyla işlem görmektedir. Kalıcı bir yukarı yönlü değerlendirme için ise marjların sürdürülebilir şekilde toparlanması ve nihai ürün fiyatlama gücünün artması gerektiğine inanıyoruz.

Finansal Sonuçlar: Ereğli Demir Çelik

TlM	1Q24	4Q24	1Q25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	49,748	55,113	53,545	8%	-3%	54,937	50,613	-3%	6%
FAVÖK	7,517	2,641	4,127	-45%	56%	3,547	3,479	16%	19%
FAVÖK marjı	15.1%	4.8%	7.7%	-7.4pp	2.9pp	6.5%	6.9%		
Net kar	5,601	2,694	426	-92%	-84%	247	258	72%	66%
Net marj	11.3%	4.9%	0.8%	-10.5pp	-4.1pp	0.5%	0.5%		

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Rasyonet anketi

Aygaz 1Ç25 Sonuçları: Aygaz <AYGAZ TI, Tut> 1Ç25 döneminde TL19,4 milyar ciro (yıllık %11 düşüş, çeyreklik %13 düşüş), TL546 milyon FAVÖK (yıllık %76 artış, çeyreklik %8 düşüş) ve TL12 milyon net kâr açıkladı (1Ç24'te TL6 milyon zarar ve 4Ç24'te TL791 milyon kâr). Zayıf hacimler ve düşük LPG fiyatlarına rağmen, güçlü dağıtım marjları ve sınırlı stok zararları sayesinde faaliyet kârlılığı beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşti. Beklentilerin üzerindeki finansal ve vergi giderleri net kârı aşağı çekti. Hisse son üç ayda BIST-100'e göre %5 ve Tüpraş'a göre %8 daha kötü performans gösterdi, USD bazında ise %19 değer kaybetti. Öne çıkan noktalar:

Konsolide LPG satış hacmi yıllık %6 düşüşle 571 bin ton olarak gerçekleşti. Yurt içi perakende satışlar %3 azalarak 231 bin tona gerilerken, toptan ve uluslararası satışlar %18 artarak 339 bin tona ulaştı. United Aygaz Bangladeş'te 41 bin ton LPG satışı gerçekleştirerek büyümesini sürdürdü, ancak konsolide hacimlere katkısı sınırlı kaldı.

FAVÖK yıllık %76 artışla TL546mn seviyesinde gerçekleşti (tahmin: TL467mn, konsensüs: TL520mn). LPG ve doğalgaz segmenti %2,8 FAVÖK marjı elde etti. 1Ç25'te TL62mn stok zararı olmasına rağmen güçlü dağıtım marjları FAVÖK'ü destekledi.

Net kâr TL12mn olarak gerçekleşti ve hem bizim (TL256mn) hem de piyasa (TL192mn) tahminlerinin altında kaldı. Sapmada TL189mn parasal kayıp ve iştiraklerden (özellikle Sendeo) gelen TL80mn zarar etkili oldu. 4Ç24'teki yüksek kâr seviyesinin ardından baz etkisi de dikkat çekmektedir.

Net nakit pozisyonu TL3,75 milyara yükseldi (4Ç24: TL2,03 milyar) ve EYAS'tan gelen TL1,9 milyarlık temettü ile desteklendi. Net borç/FAVÖK oranı -1,7x seviyesine geriledi (4Ç24: -1,2x). Net işletme sermayesi çeyreklik TL476mn düşüşle TL1,78 milyar seviyesinde gerçekleşti.

Yönetim Beklentileri: Aygaz, 2025 yılı için yurt içi LPG satış hacmi beklentisini 650–700 bin ton ve uluslararası satış hacmi beklentisini 1,4–1,5 milyon ton olarak yineledi. Yatırımların (CAPEX) 30–40 milyon USD seviyelerinde ve ağırlıklı olarak bakım odaklı olması bekleniyor. Yönetim, fiyat oynaklığı ve makro belirsizlikler nedeniyle FAVÖK ve net kâr için hedef paylaşmadı.

Görüş: Ocak 2025 tarihli strateji raporumuzda Aygaz'ı "Al" tavsiyesinden "Tut" tavsiyesine düşürmüştük. Sonuçların ardından bu görüşümüzü koruyoruz.

Finansal Sonuçlar: Aygaz

TlM	1Q24	4Q24	1Q25	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	21.807	22.178	19.366	-11%	-13%	19.204	19.462	1%	0%
FAVÖK	310	593	546	76%	-8%	467	520	17%	5%
FAVÖK marjı	1.4%	2.7%	2.8%	1.4pp	0.1pp	2.4%	2.7%		
Net kar	-6	791	12	-315%	-99%	256	192	-95%	-94%
Net marj	0.0%	3.6%	0.1%	0.1pp	-3.5pp	1.3%	1.0%		

Kaynak: Şirket verileri, Ünlü&Co beklentileri, Rasyonet anketi

Koç Holding 1Ç25 sonuçları bugün açıklanacak: ÜNLÜ & Co beklentisi 612 milyon TL net kar, piyasa beklentisi 1,210 milyon TL net zarar olması yönünde.

Ebebek 1Ç25 sonuçları bugün açıklanacak: ÜNLÜ & Co beklentileri 5,252 milyon TL satış hasılatı, 170 milyon TL FAVÖK ve 130 milyon TL net zarar olması yönünde.

Sektör ve Şirket Haberleri

Tüpraş, Stratejik Dönüşüm Planı'nın güncellenmiş versiyonunu açıkladı: Kasım 2021'de duyurulan orijinal yol haritası üzerine inşa edilen revize strateji, Tüpraş <TUPRS TL, Tut>'ın temel hedeflerini korurken, yatırım yol haritasını yeniden şekillendiriyor ve uzun vadeli sürdürülebilirlik hedeflerini güçlendiriyor. Plan; sürdürülebilir rafinaj, biyoyakıtlar (Sürdürülebilir Havacılık Yakıtı – SAF dahil), sıfır karbonlu elektrik üretimi (ağırlıklı olarak güneş ve rüzgar enerjisi) ve yeşil hidrojen olmak üzere dört ana sütuna odaklanmaya devam ediyor. Bu doğrultuda FY25–FY35 döneminde yıllık ortalama ~USD350mn olan önceki hedefin yerine ~USD750mn seviyelerinde daha yüksek tempolu bir sermaye harcaması planlanıyor. Şirketin yıllık EBITDA hedefi >USD1.5 milyara (IAS29'a göre düzeltilmemiş) revize edilirken, önceki >USD1.0 milyarlık hedef yukarı çekildi. Şirket ayrıca ROACE oranının %25'in üzerinde kalmasını, Net Borç/EBITDA oranının 2.0x'in altında tutulmasını ve temettü dağıtım oranının ortalama ~%80 seviyesinde gerçekleşmesini hedefliyor. Segment bazlı CAPEX tahsisleri, ilgili EBITDA katkıları ve uygulama takvimine ilişkin güncel bilgiler de kamuoyuyla paylaşıldı.

Oba Makarna yeni pay geri alım programını duyurdu: Oba Makarna Yönetim Kurulu, azami 100.000 adet payın geri alınmasını içeren yeni bir pay geri alım programını onayladı. Bu tutar, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin yaklaşık %0,021'ine karşılık gelmektedir. Geri alım için ayrılan azami fon, iç kaynaklardan karşılanmak üzere 7 milyon TL olarak belirlenmiştir. Program azami bir yıl süreyle geçerli olacak. Geri alınan paylar, özel durum açıklamasını takip eden 30 gün boyunca satılamayacaktır.

Türk Hava Yolları 502 bin lot hisse geri alımı yaptı: Türk Hava Yolları <THYAO, AL> dün 502 bin lot hissesini 299.12 TL/hisse ortalama fiyattan (toplam 150.07 milyon TL) geri aldı. Geri alım programının başladığı 14 Şubat 2023 tarihinden beri Türk Hava Yolları 6.28 milyon hissesini geri aldı. Türk Hava Yolları'nın hisse geri alım programının 23.5 milyon hisse ve 9 milyar TL fon limiti var.

Alarko Holding 257 bin lot hisse geri alımı yaptı: Alarko Holding <ALARK, AL> dün 257 bin lot hissesini 97.20 TL/hisse ortalama fiyattan (toplam 24.93 milyon TL) geri aldı. Geri alım programının başladığı 20 Mart 2025 tarihinden beri Alarko Holding 10.24 milyon hissesini geri aldı. Alarko Holding'in hisse geri alım programının 13.05 milyon hisse ve 1.35 milyar TL fon limiti var.

Tablo 1: Araştırma Kapsamındaki Hisseler

Şirket Adı	Hisse Kodu	Güncel Fiyat* (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri Pot. (%)	Tavsiye	Piyasa Değeri (USDm)	Halka Açıklık (%)	Ortalama Hacim (USDm)	Temettü Verimi 24B (%)	F/K 24B 25B	FD/FAVÖK** 24B 25B
Bankalar									2.2	5.8 3.1	1.0 0.8
Akbank	AKBNK	48.94	100.00	104%	Al	6,633	52%	189.2	3.3	6.0 3.2	1.1 0.8
Garanti Bank	GARAN	102.40	170.00	66%	Tut	11,210	14%	95.2	4.3	4.7 3.4	1.3 1.0
Halkbank	HALKB	19.94	19.00	-5%	Sat	3,734	9%	32.9	0.0	9.5 3.4	0.6 0.5
Isbank	ISCTR	10.20	17.40	71%	Tut	6,646	31%	167.0	1.8	5.6 2.6	0.8 0.6
TSKB	TSKB	10.18	16.90	66%	Tut	743	39%	9.8	0.0	2.8 2.5	0.9 0.7
Vakıfbank	VAKBN	20.92	36.00	72%	Al	5,407	6%	23.7	0.0	5.1 2.7	0.9 0.7
Yapi Kredi	YKBNK	22.74	45.40	100%	Al	5,007	39%	195.6	0.0	6.6 3.5	1.0 0.8
TMT									3.0	10.3 10.3	3.7 3.3
Türk Telekom	TTKOM	54.65	64.00	17%	Al	4,985	13%	34.1	0.0	20.8 11.6	3.6 3.3
Turkcell	TCELL	91.30	142.00	56%	Al	5,235	54%	73.3	4.0	7.9 8.8	2.7 2.5
Logo	LOGO	138.00	142.00	3%	Tut	342	64%	2.1	0.2	a.d. 19.0	8.5 7.5
Hitit	HTTBT	41.06	48.60	18%	Tut	321	28%	1.8	0.0	38.0 26.1	23.2 15.5
İnşaat									2.4	11.6 20.1	6.5 7.3
Enka İnşaat	ENKAI	63.65	53.22	-16%	Tut	9,954	12%	33.4	3.1	15.5 13.3	3.6 5.2
Tekfen Holding	TKFEN	136.00	78.14	-43%	Al	1,312	30%	34.8	0.0	a.d. 40.8	a.d. 13.7
Holdingler									4.2	a.d. a.d.	a.d. a.d.
Koc Holding	KCHOL	140.70	273.00	94%	Al	9,300	27%	143.1	4.9	a.d. a.d.	a.d. a.d.
Sabancı Holding	SAHOL	74.15	141.00	90%	Al	4,059	51%	67.2	4.0	a.d. a.d.	a.d. a.d.
Alarko Holding	ALARK	94.45	146.60	55%	Al	1,071	30%	23.8	0.0	a.d. a.d.	a.d. a.d.
Madencilik									0.0	5.7 11.7	10.1 8.6
Koza Gold	KOZAL	25.72	28.80	12%	Tut	2,147	29%	56.3	0.0	9.4 19.2	11.4 10.5
Koza Anadolu	KOZAA	89.50	96.10	7%	Al	905	44%	13.9	0.0	a.d. a.d.	8.1 5.7
Çelik									0.8	8.8 8.6	10.3 6.1
Erdemir	EREGL	22.76	28.32	24%	Tut	4,153	48%	114.8	1.1	a.d. 7.1	11.3 6.9
Kardemir	KRDMD	24.24	34.50	42%	Tut	817	89%	41.4	0.0	a.d. 13.1	7.2 4.0
Petrol & Gaz									10.4	10.4 9.6	3.0 10.2
Aygaz	AYGAZ	129.30	186.62	44%	Tut	741	24%	1.8	9.7	10.3 9.0	a.d. a.d.
Petkim	PETKM	16.56	18.43	11%	Tut	1,094	47%	24.5	0.0	a.d. a.d.	a.d. 47.8
Tupras	TUPRS	125.10	191.00	53%	Tut	6,283	49%	76.6	12.2	12.1 11.2	3.7 4.6
Elektrik Dağıtım									5.1	a.d. 33.5	3.4 4.0
Enerjisa	ENJSA	55.80	75.00	34%	Tut	1,718	20%	8.1	5.1	a.d. 33.5	3.4 4.0
Otomotiv & Beyaz Eşya									6.0	8.5 9.3	8.3 6.3
Arcelik	ARCLK	116.40	171.00	47%	Tut	2,050	15%	10.5	0.0	a.d. 16.6	8.3 5.9
Doğuş Otomotiv	DOAS	197.60	271.00	37%	Tut	1,133	39%	14.6	13.8	5.3 5.5	1.8 2.6
Ford Otosan	FROTO	915.00	1425.00	56%	Al	8,369	18%	35.2	4.8	7.6 6.4	9.5 7.4
Tofaş	TOASO	200.50	296.00	48%	Al	2,613	24%	48.2	6.0	17.7 16.5	10.2 5.3
Türk Traktor	TTRAK	613.00	745.00	22%	Tut	1,599	24%	6.4	7.9	9.8 9.2	6.4 6.7
Kordsa	KORDS	56.50	96.37	71%	Tut	286	29%	1.3	0.0	a.d. a.d.	16.7 13.1
Savunma									0.1	56.6 40.2	20.4 20.0
Aselsan	ASELS	137.40	158.40	15%	Al	16,330	26%	138.3	0.1	56.6 40.2	20.4 20.0
Perakende									2.5	13.0 14.9	9.7 7.8
Bim	BIMAS	464.00	821.00	77%	Al	7,343	60%	106.9	2.8	13.9 13.0	12.6 9.6
Sok Marketler	SOKM	39.16	58.00	48%	Al	606	51%	11.0	0.0	a.d. 45.6	a.d. 4.9
Migros	MGROS	492.75	786.00	60%	Al	2,325	51%	33.8	1.4	12.9 16.2	4.9 3.9
Mavi	MAVI	32.24	59.00	83%	Al	668	73%	13.3	4.3	8.6 9.7	2.9 2.9
Ebebek	EBEBK	44.30	91.00	105%	Al	185	25%	0.8	2.3	56.2 21.2	3.0 2.2
Cam									1.9	19.5 16.0	14.1 7.3
Sisecam	SISE	34.86	53.50	53%	Tut	2,783	49%	39.6	1.9	19.5 16.0	14.1 7.3
Havacılık									1.6	5.3 4.9	5.3 4.8
Pegasus Airlines	PGSUS	227.90	390.00	71%	Al	2,970	43%	61.5	0.0	8.6 4.8	6.8 5.4
TAV Airports	TAVHL	226.90	384.00	69%	Al	2,148	48%	20.7	0.0	10.3 10.6	7.4 6.3
Turkish Airlines	THYAO	297.75	434.00	46%	Al	10,710	50%	276.3	2.3	3.6 3.8	4.6 4.3
Gıda & İçecek									1.2	8.7 12.9	8.1 7.0
Anadolu Efes	AEFES	165.40	274.00	66%	Al	2,553	32%	34.4	1.2	11.8 11.0	5.5 6.2
Coca Cola İçecek	CCOLA	53.40	85.40	60%	Al	3,894	25%	10.1	2.0	9.3 9.8	7.0 7.0
Ulker Bisküvi	ULKER	109.00	239.00	119%	Al	1,049	39%	35.1	0.0	5.0 4.7	3.6 3.5
Oba Makarna	OBAMS	69.15	71.00	3%	Al	864	20%	6.7	0.0	a.d. 59.1	37.2 20.0
Sağlık									1.2	11.2 12.5	6.3 5.9
MLP Care	MPARK	332.00	595.00	79%	Al	1,653	27%	4.9	1.2	11.2 12.5	6.3 5.9
Sigorta									2.7	5.4 3.9	2.2 1.5
AkSigorta	AKGRT	6.16	10.65	73%	Al	259	28%	2.8	0.0	5.3 3.5	2.0 1.3
Anadolu Sigorta	ANSGR	88.20	155.00	76%	Al	1,149	35%	8.1	3.7	4.1 2.6	1.4 0.9
Türkiye Sigorta	TURSG	17.39	26.00	50%	Al	2,266	18%	6.3	2.3	6.8 5.3	3.0 2.1
Araştırma Kapsamı									2.9	12.8 11.6	
Bankalar Hariç Araştırma Kapsamı									3.0	14.7 14.0	8.4 7.8

Kaynak: UNLU & Co, Bloomberg, *son işlem günü kapanış fiyatları, **Finansal şirketler için PD/DD

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.

Erol Danış, 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).

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.

*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
Aksigorta	D
Anadolu Sigorta	D
Hitit Bilgisayar	D
Logo Yazılım	D
Pegasus Airlines	D
Şok Marketler	D
Türkiye Sigorta	D
Ülker Bisküvi	D
Ebebek	D, E, F
Oba Makarna	D, E, F

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.