

14 Mayıs 2025

Turkcell

Hedef fiyatı 152 TL'ye yükseltiyoruz

Turkcell, 1Ç25'te güçlü operasyonel kârlılık sağladı. Şirket, etkin maliyet yönetimi ve başarılı fiyatlandırma stratejileri sayesinde %13 gelir artışı ve yıllık bazda 230 baz puanlık FAVÖK marjı iyileşmesi kaydetti. 2025 tahminlerimizi başlıca finansal göstergelerde yukarı yönlü revize ederken, yılın ikinci yarısında büyümenin normalleşmesini ve yatırım harcamalarının hız kazanmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, hisse başı hedef fiyatımızı 152 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Turkcell, 2025T FD/FAVÖK çarpanında 2,5x seviyesinde işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine göre %53 iskontoludur.

- **1Ç25 performansı:** Turkcell'in gelirleri yıllık bazda %13 arttı; bu büyümede toplam gelirlerin %70'ini oluşturan bireysel segmentin %14 büyümesi etkili oldu. Mobil ARPU %14, sabit ARPU ise %18 arttı. Gelirlerin %17'sini oluşturan kurumsal segment %11 büyüyerek toparlanma sinyali verdi. Toptan satış gelirleri %9 daraldı. Techfin gelirleri (toplamın %6'sı) yıllık %31 arttı; bireysel finansman %8,2, Paycell ise %48 büyüdü. Diğer segment gelirleri (%4 pay) %13 yükseldi. FAVÖK marjı 1Ç25'te yıllık 230 baz puan artarak %43,7'ye çıktı; bu iyileşmede satılan malın maliyeti, ara bağlantı ve enerji giderlerinin gelir içindeki payının azalması etkili oldu. Net kâr yıllık bazda gerilerken, bu durum 2024'te elden çıkarılan Ukrayna operasyonlarından elde edilen kârın artık gelir tablosuna yansımamasından kaynaklandı. Net borç çeyreklik bazda %48 artarak 386 milyon dolara yükseldi; bu artış mevsimsel olarak artan işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklandı. Net borç/FAVÖK oranı 1Ç25'te 0,2x seviyesinde gerçekleşti.
- **2Ç için olumlu görünüm, ancak 2Y25'te büyümenin yavaşlaması bekliyoruz:** Yeni tahminlerimiz, önceki öngörülere göre %3 daha yüksek gelir öngörmekte; bu da 2025'te %7'lik bir gelir büyümesine işaret ediyor (şirket beklentisi %7-9 aralığında korunmuştur). Ancak, beklenenden yüksek vergi giderine bağlı olarak 2025 net kâr tahminimizi %12 aşağı yönlü revize ettik. Mobil ve sabit segmentlerde yıl başından bu yana yapılan fiyat düzenlemelerinin ARPU artışını çift haneli seviyelerde tutarak 2Ç25 kârlılığına destek olmasını bekliyoruz. Ancak, 2Y25'te yüksek baz etkisiyle büyümenin yavaşlamasını ve yatırım harcamalarının/satışlara oranının artmasını öngörüyoruz. %41,7 seviyesindeki FAVÖK marjı beklentimiz, şirketin %41-42 yönlendirmesiyle uyumludur.
- **5G ihalesi belirsizliğini korurken Turkcell fiber yatırımlarını sürdürüyor:** Turkcell, sabit genişbant altyapısına yatırımlarını sürdürüyor ve 2025T yatırım harcamalarının %33'ünü sabit şebekeye ayırıyor. Şirket, fiber omurga altyapısı için BOTAŞ ile yaptığı kira sözleşmesini 15 yıl süreyle yeniledi; bu kapsamda yıllık 25,5 milyon dolar ödeme yapacak. Superonline altyapısının bulunmadığı bölgelerde ise Turkcell, Türk Telekom'dan fiber hat kiralayarak yaklaşık 19 bin aboneye hizmet vermeye başladı; bu sayı sabit abone tabanının yaklaşık %1'ine denk geliyor. Öte yandan, 5G ihalesinin büyüklüğü ve takvimi henüz açıklanmadı. Turkcell, 2025 için operasyonel yatırım harcaması/satış oranını %24 olarak yönlendiriyor (UNLU: %25).

Tavsiye:

AL

Tavsiye Korundu

Hedef Fiyat:

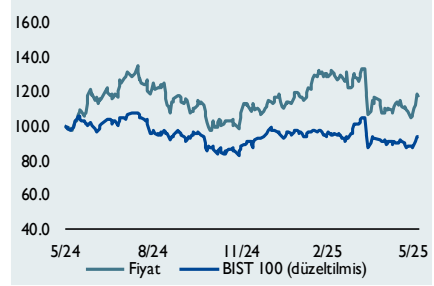
TL152 (Önceki TL142)

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

Hisse verileri

Hisse kodu	TCELL.IS
Sektör	TMT
Fiyat	TL 95.75
Piyasa değeri (TLm)	210,650
Şirket değeri (TLm)	247,484
Piyasa değeri (USDm)	5,441
Şirket değeri (USDm)	6,393
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	73.88
Halka açıklık (%)	54

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	5.6	-10.8	18.5
Endekse göre (%)	2.1	-8.9	22.8

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görelî fiyat grafiği 13 Mayıs 2025 tarihinde 9,700 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@unluco.com

Şirket Güncellemesi

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

Değerleme çarpanları ¹	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
F/K (x)	19,2	42,9	8,2	10,3	8,3	8,1
FD/FAVÖK(x)	1,8	2,7	2,5	2,5	2,6	2,5
FD/satış (x)	0,8	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Temettü verimi (%)	1,4	3,3	3,4	2,7	3,5	3,7

Oran analizi	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
Sermaye verimliliği (%)	31,0	21,2	14,1	9,5	11,2	11,3
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	11,8	11,1	8,4	11,0	12,2	12,0
Brüt marj (%)	12,6	21,2	24,7	25,5	25,8	25,8
FAVÖK marjı (%)	39,2	41,0	41,9	41,7	42,0	42,0
FVÖK marjı (%)	4,3	11,7	13,3	15,2	15,5	15,5
Net kar marjı (%)	7,4	11,7	14,1	9,9	11,7	11,7
Net borç/FAVÖK (x)	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0

Kar ve zarar (TLm) ¹	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
Net satışlar	134.995	154.653	166.671	234.798	297.096	350.836
Büyüme oranı (yıllık)	-	15%	8%	7%	3%	3%
Brüt kar	17.048	32.771	41.129	59.873	76.651	90.516
FAVÖK	52.862	63.349	69.802	97.886	124.749	147.314
Büyüme oranı (yıllık)	-	20%	10%	7%	4%	3%
FVÖK	5.793	18.160	22.239	35.664	46.018	54.342
Büyüme oranı (yıllık)	-	213%	22%	60%	29%	18%
Diğer gelir/gider	-774	16.656	9.001	-4.147	-2.023	-2.326
Finansman geliri/gideri ve parasal kazanç/kayıp	-324	-26.317	-15.287	-2.570	-5.584	-6.656
Vergi öncesi kar	4.695	8.499	15.953	28.947	38.412	45.360
Vergi	4.022	6.751	-4.866	-5.789	-3.534	-4.173
Efektif vergi oranı	-85.7%	-79.4%	30.5%	20.0%	9.2%	9.2%
Durdurulan faaliyetler (Ukrayna)	1.214	2.812	12.429	0	0	0
Net kar	9.934	18.125	23.514	23.158	34.878	41.187
Büyüme oranı (yıllık)	-	82%	30%	59%	51%	0%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Hisse başı net kar (dolar)	4.516	8.239	10.688	10.526	15.854	18.721
Hisse başı temettü (dolar)	1.03	2.85	3.64	3.58	5.39	6.37
Temettü ödeme oranı	23%	35%	34%	34%	34%	34%
USD/TL ortalama	16,6	23,7	32,8	40,1	48,8	57,5
USD/TL kapanış	18,7	29,4	35,2	43,8	53,5	61,5
TÜFE (yıl sonu)	64.3%	65.1%	44.4%	31.1%	22.5%	15.0%

Nakit akışı (TLm)	2024	2025B	2026B	2027B	Bilanço (TLm)	2024	2025B	2026B	2027B
FVÖK	22.239	35.664	46.018	54.342	Nakit	68.934	118.171	127.674	136.954
Amortisman ve itfa giderleri	47.426	62.221	78.730	92.971	Dönen varlıklar	113.693	169.446	191.400	211.230
İşletme sermayesindeki değişim	777	-4.595	-629	-535	Madi duran varlıklar	114.800	160.439	206.176	246.764
Ödenen vergiler	-6.783	-7.133	-4.234	-4.999	Maddi olmayan duran varlıklar	81.872	113.960	146.023	174.368
Yatırım harcaması (IFRS16 dahil)	-38.001	-58.699	-74.274	-87.709	Duran varlıklar	230.583	321.313	410.571	489.148
Yatırım harcaması/hasılat	-22.8%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	Toplam Varlıklar	344.276	490.759	601.971	700.378
Diğer düzeltmeler	-16.818	-20.058	-20.643	-21.366	Kısa vadeli yükümlülükler	90.834	107.525	131.699	153.287
Serbest nakit akışı	8.840	7.400	24.969	32.705	Uzun vadeli yükümlülükler	66.475	128.220	156.068	180.469
Serbest nakit akışı oranı	5,3%	3,2%	8,4%	9,3%	Özkaynaklar	186.967	255.014	314.203	366.622
					Toplam Kaynaklar	344.276	490.759	601.971	700.378
Ödenen temettüler	-6.277	-8.000	-7.879	-11.866	Net işletme sermayesi	7.305	13.688	16.808	19.253
					Net borç (nakit)	-9.163	-18.516	-36.047	-51.307

Kaynak: Şirket verileri, UNLÜ & Co. 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.

Tahminlerdeki değişiklikler

Turkcell değerlemesine ilişkin olarak, %70 INA ve %30 benzer şirket çarpan analizinin harmanlandığı bir yöntem kullanıyoruz. Karşılaştırma, benzer şirket analizinden elde edilen 2025T F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına dayanmaktadır. USD bazlı INA modelimiz altı yıllık bir tahmin dönemi, %3 (önceki: %2) terminal büyüme oranı ve %12 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) içermektedir. Bu AOSM, %7 risksiz faiz oranı, %6 hisse risk primi ve 1,0 beta varsayımlarına dayanmaktadır.

Turkcell açısından, abone tabanında ve sözleşme fiyatlamasında öngörülerin altında kalabilecek büyüme ile TL'deki oynaklık gibi makroekonomik zorlukların devamını başlıca risk unsurları olarak değerlendiriyoruz.

İÇ25 değerlendirmesi

Turkcell (TCELL TI, AL), İÇ25'te TL3.082mn net kâr açıkladı; bu rakam piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti (ÜNLÜ: TL3.563mn; Konsensüs: TL3.208mn). Şirketin FAVÖK'ü TL21 milyar (ÜNLÜ: TL19.8mlr; Kons.: TL19.7mlr), ciro su ise TL48 milyar (ÜNLÜ: TL46.8mlr; Kons.: TL46.8mlr) olarak gerçekleşti. FAVÖK tahminlerin %6 üzerinde gelirken, net kârdaki sınırlı sapma TL3.5 milyarlık yüksek vergi giderinden kaynaklandı. Öte yandan, faiz giderleri beklentilerin altında kaldı. Ayrıca, özkaynak yatırımlarından TL864mn net zarar yazıldı.

- Turkcell gelir sınıflamasını güncelledi ve artık iki ana faaliyet segmenti altında raporlama yapıyor: Turkcell Türkiye (gelirlerin %91'i) ve Techfin. Belarus ve Kuzey Kıbrıs operasyonları artık "Diğer" segment altında yer alıyor. Daha önce "Diğer" segmentte bulunan cihaz satışları ve perakende operasyonlarını içeren *Turkcell Satış*, artık Turkcell Türkiye segmenti altında sınıflandırılıyor. *Paycell* ve *Financell*'in yer aldığı Techfin segmentinde ise herhangi bir değişiklik yapılmadı.
- Gelirler yıllık bazda %13 arttı. Tüketici gelirleri (toplamın %70'i) %14 artarken, bu büyümeyi mobil ARPU'nun %14 artarak 8,3 USD'ye, sabit ARPU'nun ise %18 artmasına bağlayabiliriz. Abone sayısı yıllık %0,7 artarak 43,1 milyona ulaştı. Kurumsal segment (toplamın %17'si) İÇ25'te %11 büyüyerek toparlanma sinyali verdi. Toptan satış gelirleri %9 geriledi. Techfin segmenti (toplamın %6'sı) %31 büyürken, tüketici finansmanı %8,2 ve *Paycell* %48 arttı. "Diğer" segment (toplamın %4'ü) ise %13 büyüdü.
- FAVÖK marjı, satılan malın maliyeti, ara bağlantı giderleri, enerji ve finansman maliyetlerinin gelire oranla azalması sayesinde, yıllık bazda 230 baz puan artarak %43,7'ye yükseldi. Turkcell Türkiye segmenti %45,6, Techfin segmenti ise %50,3 FAVÖK marjı elde etti.
- Net kârdaki yıllık düşüşün temel nedeni, 2024 yılında elden çıkarılan Ukrayna operasyonlarından gelen kârın artık raporlanmamasıdır.
- Net borç, mevsimsel olarak artan işletme sermayesi ihtiyacına bağlı olarak çeyreklik bazda %48 artarak İÇ25'te 386mn USD'ye ulaştı. Yılın geri kalanında işletme sermayesinin satışlara oranının normalleşmesini bekliyoruz. Net borç/FAVÖK oranı İÇ25 itibarıyla 0,2x seviyesindedir. 2024 yılı operasyonel yatırım harcamalarının satışlara oranı %20 oldu.
- 2025 yılı beklentileri korundu: Turkcell, reel bazda %7-9 gelir büyümesi (ÜNLÜ: %7), %41-42 FAVÖK marjı (ÜNLÜ: %41,7) ve %24 yatırım harcaması/satış oranı (ÜNLÜ: %25) öngörüyor (lisans ücretleri hariç). Ayrıca veri merkezi ve bulut hizmetlerinde %32-34 gelir artışı hedefleniyor (İÇ25 gelirlerinin %2'si).

Bahsi geçen şirketler (13 Mayıs 2025 kapanış fiyatlarıyla)
Şirket borsa kodu (TCELL.IS. Tavsiye AL. Hedef fiyat 152 TL)

Beyan Eki

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

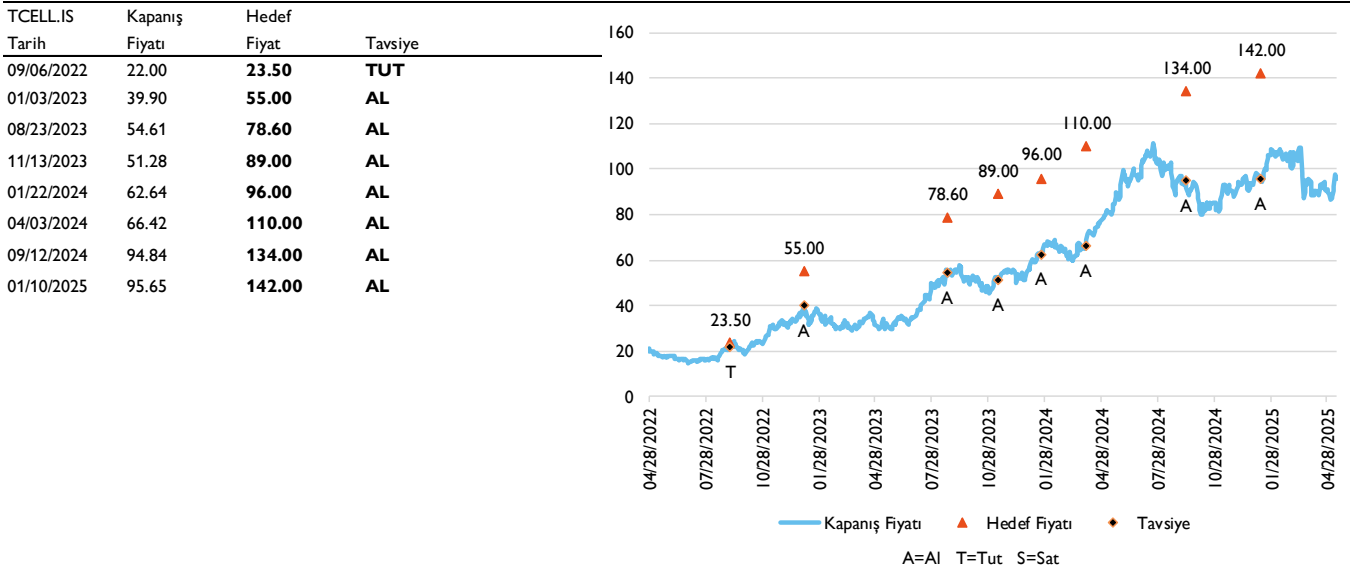
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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.

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 TCELL.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	60	38	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: (12 aylık dönem için geçerli) (TCELL.IS)

Değerleme metodu: İNA ve uluslararası benzer karşılaştırmasının harmanlanmış değerini kullanıyoruz. AOSM: %12.2. Risksiz getiri oranı: %7. Hisse risk primi: 6. Beta: 1x

Riskler: Türkiye'deki ve küresel piyasalardaki makro dalgalanma regülasyon değişiklikleri ve üreticilerin sert rekabeti 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 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
Türkcell	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 durumunuza 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, İşbu 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 düşüncüyü 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.