



## AYDEM

## Araştırma Başlangıç Raporu

9 Ocak 2024

## Cazip bir iskontoyla büyüyen yenilenebilir enerji portföyü

Aydem Yenilenebilir Enerji, Türkiye'deki halka açık yenilenebilir enerji şirketleri arasında en büyük kurulu güce sahiptir. Şirket, 9A'23 döneminde kapasitesini %14,5 artırarak 1.168 MW'a çıkarmıştır ve yeni yatırımlarla 2025T sonuna kadar kapasitesini 1.969 MW'a çıkarmayı planlamaktadır. Bu, Aydem için daha çeşitlendirilmiş bir portföyü sağlayacak olup hidro santrallerinin toplam güçteki payını 2022'deki %84 seviyesinden 2025T'ye kadar %43'e düşürecektir. Rüzgar ve güneş enerjisinin toplam kapasite içindeki payının 2025T'de sırasıyla %21 ve %35'e yükselmesi beklenmektedir. Artan kapasiteye paralel olarak, Aydem'in elektrik üretim hacminin önümüzdeki 3 yıl içinde (2023-2026) %13,4 YBBO ile büyümesini bekliyoruz. Aydem'in hisse fiyatının iki aşamada yükselebileceğini düşünüyoruz: (1) FAVÖK destekli büyüme aşamasında, artan FAVÖK büyümesi cazip değerlendirme çarpanları ile sonuçlanacak ve daha yüksek değerlendirme için alan yaratacaktır. (2) Borç azaltma aşamasında (büyüme patikası olgunlaştığında), FAVÖK'ün çoğu borcu ortadan kaldırmak için kullanılacak ve bu da daha yüksek özsermaye değerlemesi anlamına gelecektir.

## YEKDEM tarifesi döviz bazlı gelir akışı sunuyor

Aydem'in portföyünün büyük bir kısmı, şirketin döviz bazlı garantili gelir elde etmesine imkan sağlayan ortalama 3 yıllık kalan süre ile tarife garantisi mekanizmasına tabiidir (YEKDEM). Öte yandan Aydem, yönetimin spot elektrik fiyatlarının görünümüne ilişkin görüşüne dayanarak kapasitesinin yaklaşık %29'unu spot piyasaya tahsis ettiğini duyurmuştur. Ana kaynağa ek olarak, "hibrit sistemler" olarak adlandırılan yeni yatırımlar da ABD doları bazlı tarife garantisi mekanizmasından yararlanmaktadır.

## Yeni yatırımları SNA ile finanse ederken, Eurobond geri alımları

Nisan 2021'deki halka arzın ardından Aydem, 2 Ağustos 2021'de %7,75 getirili 5 yıl vadeli yeşil eurobond ile 750mn ABD Doları tutarında borçlanmıştır. Şirket, Eurobond'dan elde ettiği gelirle bankalara olan finansal borcunun tamamını geri öderken, Eurobond Aydem'in bilançosundaki tek borç konumundadır. Yönetim proaktif olarak Eurobondun bir kısmını piyasadandan geri satın alarak kalan nominal tutarı 674 milyon dolara kadar düşürmüştür. Şirket, döviz kurlarındaki dalgalanmanın Kâr-Zarar üzerindeki etkisini azaltmak için riskten korunma muhasebesi uyguluyor olsa da, nakit dışı döviz zararlarının kâr-zarar üzerinde baskı yarattığı not edilmelidir. Ancak, şirketin FAVÖK üretimi hem yeni yatırımları hem de kupon ödemelerini finanse etmek için yeterli olduğundan, bu durum Aydem'in geri ödeme kabiliyetine zarar vermemektedir.

**45.0TL hedef fiyat ve %138 yükseliş potansiyeli ile AYDEM'i araştırma kapsamına alıyoruz.** Aydem, 24T tahminlerimize göre 4,0x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir ve bu da benzerlerine göre 63% iskontoya işaret etmektedir. FD/Kurulu Güç katsayısına göre Aydem'in mevcut değerlemesi 0,85mn USD/MW olup, bu da benzerlerine kıyasla %52 daha düşüktür. Aydem'i dolar bazlı İNA ve emsal karşılaştırması (FD/FAVÖK) kullanarak değerlendiriyoruz. Hisse senedi için TL45.0/hisse hedef fiyatımız bulunurken, %138 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

## Riskler

Yüksek spot piyasa fiyatları ve hidroloji, değerlememize yukarı yönlü riskler olacaktır. Öte yandan, kapasite artırım yatırımlarındaki gecikmeler ve spot piyasadaki düşük elektrik fiyatları değerlememiz için aşağı yönlü riskler olacaktır. YEKDEM mekanizmasının elektrik fiyatlarındaki normalleşmeye karşı aşağı yönlü riskleri sınırladığını not ediyoruz. Öte yandan şirket, Türkiye'de güneş modülü üretiminde de faaliyet gösteren Aydem Grup şirketleri ile sinerji sayesinde yeni yatırımlar için gerekli olan güneş panellerinin tedarikini de sağlamıştır.

## Tavsiye

## Endeks Üzeri

Hedef Fiyat	TL45.0
Hisse Fiyatı	TL18.9
Getiri potansiyeli	138%

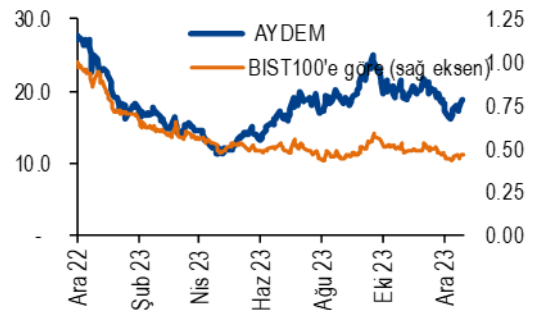
Bloomberg Hisse Kodu	AYDEM TI
Piyasa Değeri (TLm n)	13,325
Halka Açıklık Oranı	18%
Hisse adedi (m n)	705
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLm n)	80

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-8%	-18%	-23%
Nominal (USD)	-11%	-24%	-52%
BIST100'e göre	-7%	-13%	-49%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	4,931	8,981	11,320
FAVÖK	3,996	7,586	9,498
% Marj	81%	84%	84%
Net Kar	-2,370	2,115	4,638
% Marj	a.d.	24%	41%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	-	6.1x	2.8x
FD/FAVÖK	7.7x	4.0x	3.2x
PD/DD	0.5x	0.3x	0.2x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi (%)	0%	0%	0%

## Fiyat Grafiği



Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

[emre.duman@yf.com.tr](mailto:emre.duman@yf.com.tr)

## Özet Finansal Veriler

	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	12.7x	-	6.1x	2.8x
FD/FAVÖK	8.8x	7.7x	4.0x	3.2x
F/DD	0.8x	0.5x	0.3x	0.2x
Serbest nakit akışı verimi	6%	16%	25%	46%
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Satışlar</b>	<b>3,800</b>	<b>4,931</b>	<b>8,981</b>	<b>11,320</b>
Brüt kar	2,398	2,416	6,286	7,924
Brüt kar marjı	63%	49%	70%	70%
Faaliyet giderleri	-186	-493	-808	-1,019
Faaliyet giderleri/Satışlar	0	0	0	0
Esas faaliyet karı	2,212	1,923	5,478	6,905
Esas faaliyet kar marjı	58%	39%	61%	61%
<b>FAVÖK</b>	<b>3,464</b>	<b>3,996</b>	<b>7,586</b>	<b>9,498</b>
FAVÖK marjı	91%	81%	84%	84%
Diğer ve Finansal gelir/giderler (net)	-815	-4,711	-3,363	-2,267
Vergi Öncesi Kar	1,424	-2,788	2,115	4,638
<b>Net Kar</b>	<b>1,018</b>	<b>-2,370</b>	<b>2,115</b>	<b>4,638</b>
Net Kar Marjı	27%	n.m.	24%	41%

Büyüme Oranları	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	207%	30%	82%	26%
FAVÖK	246%	15%	90%	25%
Net kar	n.m.	n.m.	n.m.	119%

Nakit akışı	2022	2023T	2024T	2025T
FAVÖK	3,464	3,996	7,586	9,498
Ödenen vergiler	-406	n.a.	n.a.	n.a.
Yatırım harcamaları	-1,480	-1,698	-3,787	-3,029
Net işletme sermayesi	-750	-226	-629	-590
<b>Serbest nakim akımları</b>	<b>829</b>	<b>2,072</b>	<b>3,170</b>	<b>5,881</b>
Ödenen temettüler	0	0	0	0
Temettü dağıtım oranı	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma Tahminleri

Bilanço (milyon TL)	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>3,048</b>	<b>4,616</b>	<b>8,977</b>	<b>16,012</b>
Nakit	1,649	2,391	5,560	11,441
Ticari alacaklar	1,304	2,070	3,195	4,285
Stoklar	9	17	17	20
Diğer dönen varlıklar	86	138	205	266
<b>Duran varlıklar</b>	<b>32,342</b>	<b>50,274</b>	<b>78,311</b>	<b>98,788</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>35,390</b>	<b>54,891</b>	<b>87,288</b>	<b>114,800</b>

<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>1,598</b>	<b>2,184</b>	<b>2,595</b>	<b>2,985</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	1,011	1,532	1,943	2,208
Ticari borçlar	475	474	462	554
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	112	178	190	223
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>16,713</b>	<b>27,453</b>	<b>36,592</b>	<b>43,838</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	12,206	19,465	24,686	28,046
Diğer uzun vadeli yüküm.	4,507	7,988	11,907	15,792
<b>Özkaynaklar</b>	<b>17,078</b>	<b>25,254</b>	<b>48,100</b>	<b>67,977</b>
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>35,390</b>	<b>54,891</b>	<b>87,288</b>	<b>114,800</b>
<b>Net Borç</b>	<b>11,569</b>	<b>18,541</b>	<b>20,986</b>	<b>18,719</b>

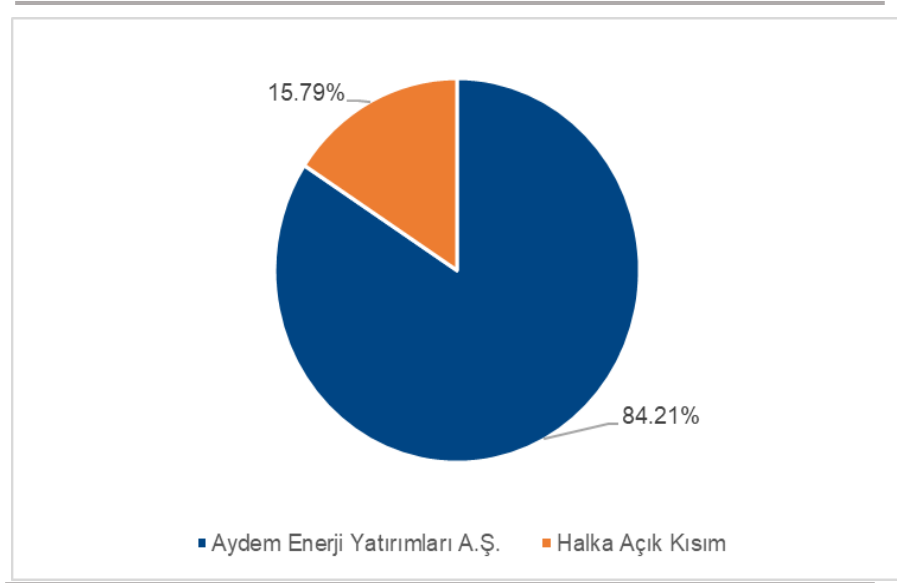
Oranlar	2022	2023T	2024T	2025T
Net borç / FAVÖK	3.3x	4.6x	2.8x	2.0x
Net borç / Özsermaye	0.7x	0.3x	0.2x	0.2x
Yatırım harcaması / Satışlar	-38.9%	-34.4%	-42.2%	-26.8%
Özsermaye karlılığı	11%	-11%	3%	5%
Yatırılan sermaye karlılığı	15%	3%	6%	6%

Hisse Başına Göstergeler	2022	2023T	2024T	2025T
Hisse Başı Net Kar	1.44	-3.36	3.00	6.58
Hisse Başı Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00
Hisse Başı Defter değeri	24.2	35.8	68.2	96.4

## Şirket Profili

Aydem Yenilenebilir Enerji 1995 yılında kurulmuştur. Şirket, 1997 yılında Denizli ilindeki Bereket kanalı üzerinde Türkiye'nin ilk özel hidroelektrik santrali yatırımını (Bereket I HES) tamamlamıştır. 1997'den 2007'ye kadar kurulu güç kapasitesi tamamı hidroelektrik santrallerden oluşan 110 MWm'ye kadar yükselmiştir. Öte yandan, kurulu güçteki artış 2007-2022 döneminde %16 YBBO ile hızlanmıştır. Eylül 2023 itibarıyla Aydem Yenilenebilir Enerji'nin 25 santralde 1.168 MW kurulu güç kapasitesi bulunmaktadır. Şirketin 2022 yılı net elektrik üretimi 2,5 TWh olup, Eylül 2023 itibarıyla toplam 565 kişiye istihdam sağlamaktadır.

### Aydem - Ortaklık Yapısı



\*Halka açık kısımda 11.8 milyon nominal pay geri alım dahildir.

### Aydem Holding Hakkında

Aydem Holding, Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'de %100 hisseye sahip olduğundan Aydem Yenilenebilir Enerji'nin çoğunluk hissedarıdır. Aydem Grubu, elektrik üretimi (Aydem Yenilenebilir Enerji, Yatağan Termik Santrali, Çatalağzı Termik Santrali), Güneş Paneli ve Hücreleri üretimi (Parla Solar), Dağıtım (ADM Dağıtım & GDZ Dağıtım) & Perakende (Aydem Elektrik Perakende & Gediz Elektrik Perakende), Sistem çözümleri & EV şarj yatırımları (Aydem Plus) gibi Türkiye'deki enerji sektörünün tüm segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Aydem Holding, 2023 yılı itibarıyla toplam kurulu güç kapasitesi (9A 23 itibarıyla 1.977 MW) ile Türkiye'nin önde gelen enerji üretim oyuncularından biridir.

## Aydem Yenilenebilir Enerji - Kapasite Geniştirme Planı

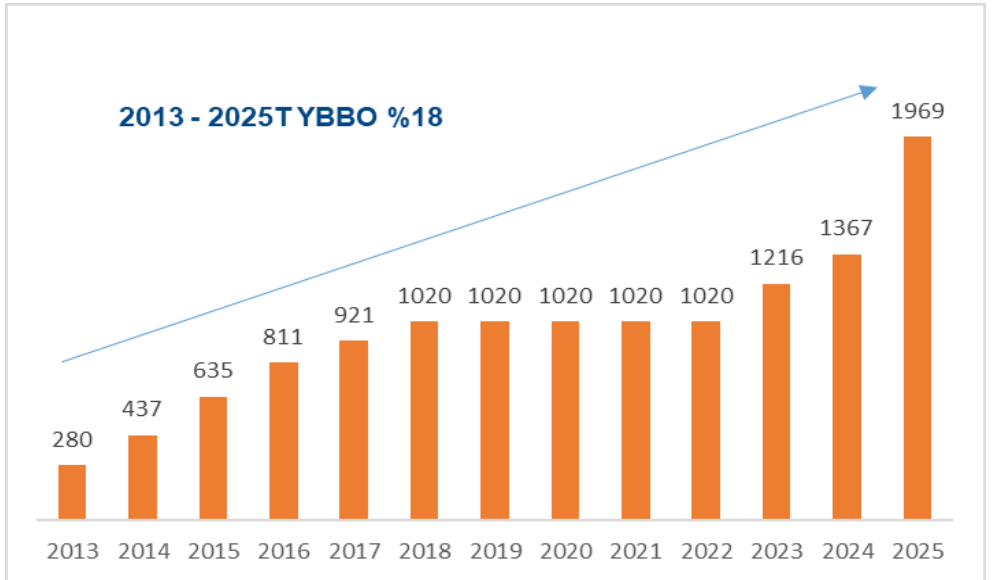
### 2025T'ye kadar kurulu kapasitenin 1969 MW'a ulaşması bekleniyor

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin kapasite artırım planına göre, toplam kurulu gücün 2025T'ye kadar 1.969 MWm'ye (Eylül 2023'te 1.168 MWm) ulaşması ve güneş enerjisinde 607,2 MW, rüzgar enerjisinde ise 194 MW daha fazla kapasiteye sahip olması beklenmektedir. Yatırımlardan sonra, hidroelektriğin toplam kurulu güç içindeki payının 2025T itibariyle %43,3'e düşmesi beklenmektedir (Eylül 2023 itibariyle %73,0). Öte yandan, rüzgâr ve güneş enerjisinin toplam kurulu güç içindeki payının 2025T itibariyle %56,4'e (Eylül 2023 itibariyle %26,4) ulaşması beklenmektedir.

Güneş enerjisi yatırımlarının tamamının hibrit sistemler şeklinde olması planlanırken, rüzgâr enerjisi yatırımlarının mevcut santrallerde kapasite artırımı şeklinde olması planlanmaktadır. Buna ek olarak, Mayıs 2023'te EPDK, Şirket'in 500 MW kurulu güce sahip olması beklenen 3 depolamalı elektrik üretim tesisi (400 MW GES ve 100 MW RES depolamalı elektrik üretim tesisi) için yaptığı ön lisans başvurusunu onaylamıştır.

Depolamalı tesisin bataryası yatırımı hariç tutulduğunda, toplam kurulu kapasitenin 2025T sonunda 1.469 MWh'e ulaşması beklenmektedir. Öte yandan, batarya depolama yatırımına ilişkin karar süreci devam ettiği için tahminlerimize dahil edilmemiştir.

### AYDEM Toplam Kurulu Güç (MW)



Kaynak: YF Araştırma

## Değerleme

AYDEM için değerlendirme yöntemi olarak İNA (%80 Ağırlık) ve Emsal Ş. Analizi (%20 Ağırlık) kullandık. 2024T tahminlerimize göre, Aydem 4,0x FD/FAVÖK ve 6,1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir ve bu da uluslararası benzerlerine kıyasla sırasıyla %63 ve %71 iskontoya işaret etmektedir. Ayrıca, mevcut değerlemenin Şirket'in benzerleri arasında kurulu kapasitesine kıyasla oldukça cazip olduğunu not etmekteyiz. Kurulu kapasite (FD/MW) açısından AYDEM hisseleri yurtiçi benzerlerine göre %30, uluslararası benzerlerine göre ise %56 iskontolu işlem görmektedir.

AYDEM İNA Analizi	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Milyon dolar									
Hasılat	230	203	266	280	285	287	288	289	289
Hasılat Büyümesi	65%	-11%	31%	6%	2%	1%	0%	0%	0%
Amortisman	47	55	62	64	66	67	68	70	71
FAVÖK	209	165	224	235	245	248	248	248	248
FAVÖK Büyümesi	106%	-21%	36%	5%	4%	1%	0%	0%	0%
FAVÖK Marjı	91%	81%	84%	84%	86%	86%	86%	86%	86%
Vergi	(24)	-	-	-	(19)	(27)	(27)	(27)	(27)
İS Değişimi	(38)	(9)	(19)	(15)	(3)	(3)	(3)	(3)	-2.94
İS/Hasılat	-16.6%	-4.6%	-7.0%	-5.2%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-1.1%	-1.0%
Yat. Harcamaları	(89)	(70)	(112)	(75)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Yat. Harc./Hasılat	38.9%	34.4%	42.2%	26.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Serbest Nakit Akımı	57	85	94	146	221	216	216	216	216
AOSM		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
İndirgeme Faktörü		1.00	1.00	0.90	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55
İndirgenmiş Nakit Akımı		21	94	132	181	160	145	131	119
2023-2030 İndirgenmiş Nakit Akımı	982								
Uç Değer (6x FAVÖK Çarpanı)	680								
Firma Değeri	1,662								
- Net Borç	609								
Hedef Piyasa Değeri (Milyon dolar)	1,053								
Mevcut Piyasa Değeri (Milyon dolar)	434								
<b>Risksiz getiri oranı</b>	<b>8.5%</b>								
<b>Beta</b>	<b>1.20</b>								
<b>Hisse risk primi</b>	<b>5.0%</b>								
<b>Sermaye Maliyeti</b>	<b>14.5%</b>								
<b>Borç Maliyeti</b>	<b>10.5%</b>								
<b>Vergi Oranı</b>	<b>25.0%</b>								
<b>Borcun payı</b>	<b>60.0%</b>								
<b>AOSM</b>	<b>11%</b>								

Source: YF estimates

## Benzer Şirketler Karşılaştırma

USDm n	Borsa Kodu	Şirket Adı	FD		FD/FAVÖK		F/K		Kuru Güç	
			Mcap	(USDm n)	2023T	2024T	2023T	2024T	(GWe)	FD/ MW
Yurtiçi Benzer Ş.	AKSEN	Aksa Enerji	39,341	1,625	-	-	-	-	3	0.6
	AYEN	Ayen Enerji	6,832	372	-	-	-	-	0	0.9
	GWIND	Galatawind	12,658	422	-	-	-	-	0	1.6
	AKFYE	Akfen Yenilenebilir Enerji	16,500	842	-	-	-	-	1	1.2
Yurt dışı Benzer Ş.	IBE	IBERDROLA	73,911	152,253	9.7	9.2	15	14	41.3	3.7
	600900	CHINA YANGTZE POWER	73,806	118,583	13.8	12.9	17	16	41.2	2.9
	ADANIGR	ADANI GREEN ENERGY	19,388	25,630	25.9	18.2	165	158	20.0	1.3
	EDPR	EDP RENOVAVEIS	18,378	27,548	12.8	11.0	30	26	15.2	1.8
	CWEN/A	CLEARWAY ENERGY	4,792	13,863	12.5	11.7	24	19	8.1	1.7
	ERG	ERG	4,087	6,031	11.0	9.6	20	17	2.9	2.0
	BLX	BORALEX INC	2,449	5,033	11.1	10.4	30	29	2.6	1.9
	TENERGY	TERNA ENERGY	2,050	2,862	20.2	11.7	38	-	1.2	2.3
	INE	INNERGEX REN.	1,877	6,508	11.9	11.1	105	61	3.7	1.8
	ARN	ALERION CLEANPOWER	1,623	2,082	11.1	8.0	20	14	0.9	2.4
	SCATC	SCATEC	1,021	3,088	10.0	8.2	24	24	3.2	1.0
	AYDEM		13,325	1,006		4.0		6.1	1.2	0.9
	Medyan				11.9	11.0	23.9	21.4		1.8
	Benzerlere kıyasla iskonto (%)				-63%		-71%			-51%
	Yurt dışı Benzerlerine göre iskonto (%)				-63%		-71%			-55%

Kaynak: YF Araştırma, Bloomberg

Metod	Ağırlık	Değer	Katkı
INA	80%	1,053	842
Benzer Şirket K. (FDFAVÖK)	25%	971	194
Hedef değer, USDm n			1,037
Hedef fiyat, TL			45.00
Son kapanış, TL			18.90
<b>Artış potansiyeli</b>			<b>138%</b>

## Değerleme Üzerindeki Riskler

Spot piyasada daha yüksek elektrik fiyatları, enerji fiyatlarında yukarı yönlü keskin fiyat hareketleri, hidroelektrik santrallerinin kapasite faktörlerinde beklenenden daha yüksek gerçekleşmeler ve planlanandan daha hızlı kapasite artışı değerlememiz için yukarı yönlü riskler olacaktır. Öte yandan, yatırımların gecikmesi, spot piyasa fiyatlarının beklenenden düşük olması ve hidroelektrik santrallerinin kapasite faktörlerinin beklenenden düşük olması aşağı yönlü riskler olacaktır. Yurtiçi güneş paneli pazarında talep hala güçlü olsa bile, şirket grup sinerjileri sayesinde yatırımlarda arz tarafını güvence altına alacaktır. Ayrıca YEKDEM, elektrik fiyatlarının düşmeye devam etmesi durumunda aşağı yönlü riskleri sınırlayacaktır.

**Yatırım Finansman Menkul Değerler**

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

**UYARI NOTU:**

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yrd.	<a href="mailto:levent.durusoy@yf.com.tr">levent.durusoy@yf.com.tr</a>	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------	--	---------------------

**Araştırma Bölümü**

Serhat Kaya	Müdür	<a href="mailto:serhat.kaya@yf.com.tr">serhat.kaya@yf.com.tr</a>	+90 (212) 334 98 36
-------------	-------	--	---------------------

Erol Gürcan	Ekonomist	<a href="mailto:erol.gurcan@yf.com.tr">erol.gurcan@yf.com.tr</a>	+90 (212) 334 98 37
-------------	-----------	--	---------------------

**Hizmet Noktalarımız**

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04