



Zorlu Enerji

Şirket Raporu

(Genel Yatırım Tavsiyesi)

24 Ağustos 2017

Endeks Üzeri Getiri

(Önceki: Endekse Paralel Getiri)

Zorlu Enerji için tavsiyemizi Endekse Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye çektik... Beklenenden daha iyi gerçekleşen Osmangazi faaliyetleri, Sartitepe & Demirciler santrallerinin dahil edilmesi, Zorlu Soalr tarafından gelen gelirler ve YEKDEM'e dahil olan yeni santraller neticesinde tahmin edilenden daha güçlü gelen 1Y17 finansal sonuçlarını takiben Zorlu Enerji için ciro ve FAVÖK beklentilerimizi artırdık. Ayrıca, Pakistan'daki yeni güneş enerjisi santralinden satışların 2018 tahminlerimize dahil edilmesinin Zorlu Enerji'nin finansal sonuçları üzerinde güçlendirici etkisi olacaktır. Böylece, uzun vade için daha yüksek FAVÖK tahminlerimiz ile birlikte şirket için yaptığımız serbest nakit akışı getirisi öngörülerimiz artmıştır. Sonuç olarak, Zorlu Enerji için hedef fiyatımızı %41 artırarak hisse başına 1.42 TL'den 2.00'ye ve önerimizi Endeks'e Paralel Getiri'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükselttik.

Osmangazi operasyonları şirketin finansal performansını desteklemeye devam edecektir... Şirket 2 Şubat 2017'de OEDAS ve OEPSAS'ı satın aldı ve böylece, yurtiçi elektrik dağıtım işine girdi. Osmangazi faaliyetleri 1Y17'de satış hacmindeki olumlu sürprizler sayesinde şirketin cirosuna sağlam bir katkıda bulundu. Yine 2Y17'de OEPSAS'ın şirketin cirosuna katkısının güçlü olacağını tahmin ediyoruz. Böylece, 2017 ciro öngörümüzü %13 artırarak 2,967 mn TL'ye getirdik. OEDAS'ın karlılığı 1Y17'de beklenenden daha iyi gerçekleşti. 2Y17'de elektrik dağıtım faaliyetlerinin karlılığının aynı kalacağı varsayımı ile 2017 yılı FAVÖK öngörümüzü %24 artırdık.

Yeni yenilenebilir kapasite yatırımları operasyonel performansı yukarı çekecektir... Kızıldere III jeotermal elektrik santralinin ilk ünitesi 2017 Ağustos ayında devreye girdi ve santralden elektrik satışları spot piyasa'ya gerçekleşecek. Ancak, Kızıldere III jeotermal elektrik santrali 2018 yılında YEKDEM mekanizmasına dahil olacak ve diğer 65MW'lık ünite 1Y18'de devreye girecektir. Bu yüzden, Kızıldere III jeotermal elektrik santrali 2018 yılında şirketin karlılığını destekleyebilir. Buna ek olarak, Pakistan'daki güneş enerjisi santrali 1Y18'de devreye girecektir ve Zorlu Enerji'nin operasyonel performansına sağlam katkı sağlayacaktır. Böylece, 2018 yılı için FAVÖK tahminimizi %26 artırarak 1,181 mn TL'ye getirdik.

İskontolu çarpanlar yukarı potansiyele işaret ediyor... Hisse şu anda 13.0x 2017B FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor ki bu da üç yıllık ortalama çarpana göre %27 iskonto'ya işaret ediyor. Ayrıca, 2018B FD/FAVÖK çarpanı olan 8.7x küresel benzerlerine göre %6 iskonto'yu gösteriyor. 2018 yılı için serbest nakit akışı getirisi tahminimiz %5.8'dir.

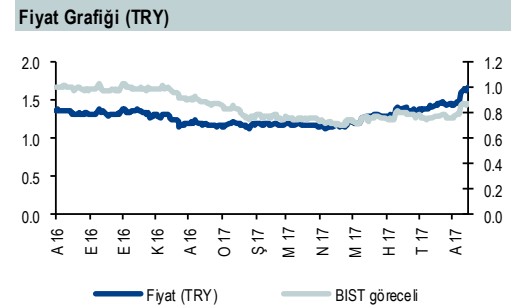
Riskler... Türkiye'de elektrik talebi büyümesindeki yavaşlamanın perakende elektrik satışı tarafına olabilecek olası etkisi ve yenilenebilir enerji yatırımlarında olabilecek herhangi bir gecikme değerlememiz için aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Öte yandan, herhangi bir ülkede yapılacak bir enerji yatırımı yukarı yönlü risk olarak görülebilir.

İşlem Verisi	23.08.2017
Sektör	Enerji
Bloomberg	ZOREN TI
Reuters	ZOREN.IS
FD (TLmn)	7,621
Piy.Değ. (TLmn)	3,300
Halka açıklık (%)	15%
Sermaye (mn)	2,000
Günlük ortalama hacim- 1 aylık (TLmn)	74.2
BIST-100 (TL)	108,953

Hissedarlık Yapısı	Pay (%)
Zorlu Holding	62.2%
Korteks	17.6%
Halka Açık	15.0%
Diğer	5.0%

Hiss Fiyatı	Mevcut	Hedef
USD	0.47	0.57
TL	1.65	2.00
Getiri potansiyeli		21%

Getiri Verisi (TL)	1AY	3AY	12AY
BIST 100	106,843	97,717	77,334
Hisse fiyatı	1.40	1.27	1.34
Mutlak getiri	18%	30%	23%
BIST göreceli getiri	16%	17%	-13%



Can Cimenser

can.cimenser@yf.com.tr

Tel: +90 212 334 9864

Orta Vadeli Görünüm

Özet Öngörü Değişiklikleri

1Y17'de OEDAS ve OEPSAS'dan gelen güçlü katkı ile, 2017 yılı için toplam gelirler öngörümüzü yukarı yönlü revize ettik. Ayrıca, güneş santrali satışları, yeni jeotermal kapasitelerin YEKDEM satışlarının başlaması ve daha iyi OEDAS ve OEPSAS satış tahminleri nedeniyle 2018 toplam satış gelirlerini yukarı yönlü revize ettik. OEDAS'ın beklenenden daha iyi gelen operasyonel marjları neticesinde, 2017 ve 2018 yılı için FAVÖK marjı öngörülerimizi artırdık. Buna ek olarak, artan karlılık ve hafif daha düşük net finansal giderler ile 2017 ve 2018 yılı için net kar/zarar tahminlerimizi yukarı çektik.

Tablo 1: Öngörü Değişiklikleri

TLmn	2017T			2018T		
	Eski	Yeni	Değ.	Eski	Yeni	Değ.
Net Satışlar	2,630	2,967	13%	3,155	3,987	26%
FAVÖK	588	730	24%	936	1,181	26%
FAVÖK Marjı	22.4%	24.6%		29.7%	29.6%	
Net Kar	-206	8	n.m.	28	76	170%
Net Kar Marjı	-7.8%	0.3%		0.9%	1.9%	

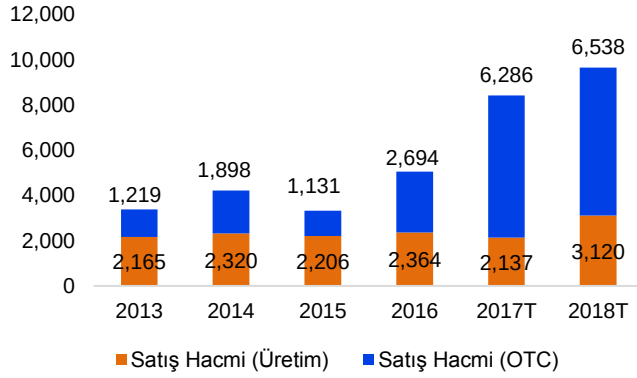
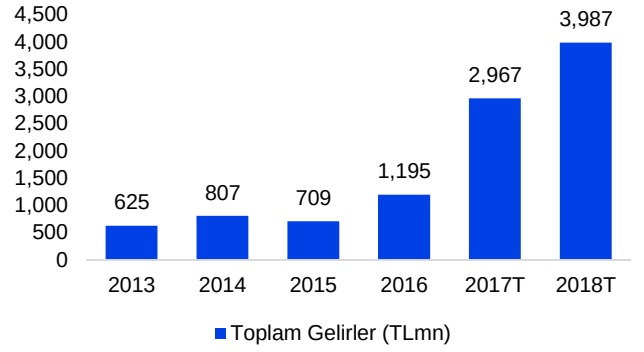
Satış Hacmi

Hidroelektrik santrallerindeki üretimin daralması, doğalgaz çevrim santrallerinin kapasite kullanım oranının düşmesi, İkizdere santralindeki rehabilitasyon yatırımı nedeniyle üretimdeki düşüş ve Alaşehir jeotermal santralının bakım onarımı neticesinde 1Y17'de şirketin üretiminden gerçekleştirdiği elektrik satışları yıllık bazda %11 gerileyerek 1.1TWh oldu. Ancak, 2Y17'de Kızıldere III jeotermal santralının 100 MW'lık kısmının devreye girmesi sayesinde şirketin satış hacmindeki daralma 2017 yılında %9'a düşecektir. Ayrıca, İkizdere hidroelektrik santralının rehabilitasyon yatırımının 2017 yılsonuna kadar tamamlanması planlanıyor. 65MW'lık Kızıldere III jeotermal kapasitesinin ikinci ünitesinin ve 100MW'lık güneş santralının devreye girmesinin yanı sıra Kızıldere III jeotermal santralının 100MW'lık kısmının da tam yıl katkısı sayesinde 2018 yılında şirketin üretimden satış hacminin yıllık bazda %46 artmasını bekliyoruz.

Perakende elektrik satışları OEPSAS'ın eklenmesi ile 1Y17'de yıllık bazda %192 arttı. 2017 yılında perakende satış hacmindeki artışın %133 olmasını bekliyoruz. Gelecek yıl, perakende satış hacminin %4 artmasını bekliyoruz ki bu da bizim Türkiye için elektrik talebi büyüme tahminlerimize paraleldir.

Toplam Gelirler

OEDAS ve OEPSAS faaliyetlerinin dahil olması, destekleyici USD/TL paritesi, Zorlu Solar'ın gelirlerinin finansallara yansması, Sarıtepe & Demirciler rüzgar santralleri ve beş elektrik santralının YEKDEM'e dahil edilmesi sayesinde Zorlu Enerji'nin toplam gelirleri 1Y17'de yıllık bazda %167 artarak 1.5 mlr TL oldu. 2017 yılında şirketin toplam gelirlerinin yıllık bazda %148 artarak 3.0 mlr TL olacağını öngörüyoruz. Gelecek yıl, Kızıldere III jeotermal santralının YEKDEM kapsamına dahil olması, Dolar'ın TL'ye karşı değer kazanması ve yeni güneş panellerinin kısmi katkısıyla toplam gelirlerin yıllık bazda %34 artarak 4.0 mlr TL olacağını tahmin ediyoruz. Artan ortalama elektrik fiyatları ve büyüyen elektrik talebiyle birlikte artan satış hacmi sayesinde şirketin toplam gelirlerinin 2017-2025 yılları arasında %13'lük YBBO ile artmasını bekliyoruz.

Grafik 1: Satış Hacmi (GWh)**Grafik 2: Total Revenues (TLmn)**

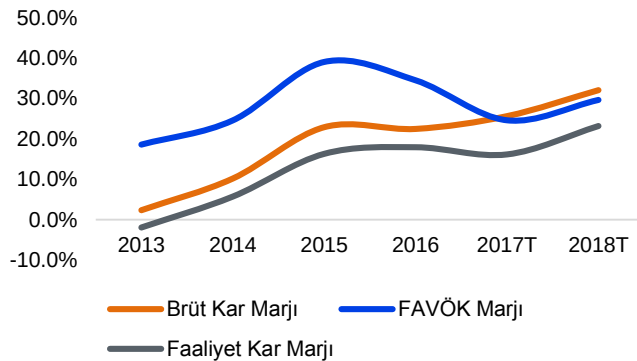
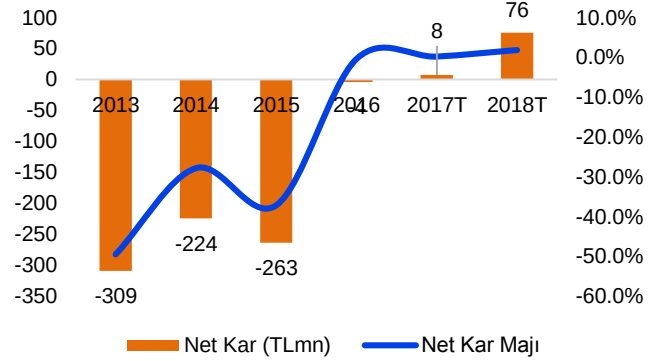
Kaynak: Zorlu Enerji, Y.F. Menkul Değerler

Karlılık

Şirket'in FAVÖK marjı perakende segmentindeki zayıf marjlar nedeniyle 1Y17'de yıllık bazda 9.8 puan gerileyerek %25.4 oldu. 2Y17'de de Zorlu Enerji'nin karlılığını hafif düşmesini ve böylece, 2017 yılında FAVÖK marjının %24.6 olacağını öngörüyoruz. Öte yandan, Kızıldere III jeotermal santralinin eklenmesi ve yüksek karlılığa sahip güneş enerjisinden elektrik satışları ile şirketin 2018 yılında FAVÖK marjının 5.0 puan artarak %29.6 olacağını tahmin ediyoruz. Uzun vadede, FAVÖK marjının ortalama %29.4 olmasını bekliyoruz.

Net Kar

Şirket 1Y17'de güçlü operasyonel performansı nedeniyle 2 mın TL net kar açıkladı (1Y16'daki 59 mın TL net zarar'a karşılık). 2Y17'de sağlam operasyonel performansın devam etmesini bekliyoruz ve böylece, 2017 yılında net karın 8 mın TL olmasını bekliyoruz. Güçlü ciro büyümesi ve artan karlılık sayesinde net karın 2018 yılında 76 mın TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Uzun vadede, net karın büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Grafik 3: Operasyonel Marjlar**Grafik 4: Net Kar (TLmn) & Net Kar Marjı**

Kaynak: Zorlu Enerji, Y.F. Menkul Değerler

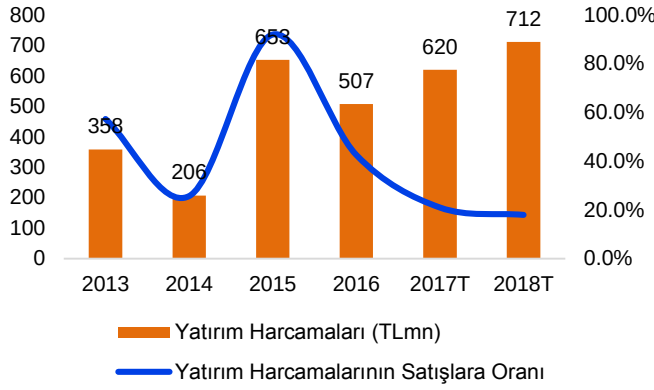
Yatırım Harcamaları

1Y17'de Zorlu Enerji'nin yatırım harcamaları 308 mın TL oldu ki bu da toplam gelirlerinin %20.8'ine denk geldi. Devam eden jeotermal santral yatırımları, İkizdere hidroelektrik santralindeki rehabilitasyon yatırımı ve devam eden buhar kazanı yatırımları nedeniyle şirketin yatırım harcamalarının 2017 yılında 620 mın TL olmasını bekliyoruz. Böylece, yatırım harcamalarının satışlara oranının 2017 yılında %20.9 olmasını bekliyoruz. 1Y18'de bitmesi planlanan sürmekte olan kapasite yatırımları ve planlanan güneş santrali yatırımları neticesinde 2018 yılında şirketin 712 mın TL yatırım yapacağını ve yatırım harcamalarının satışlara oranının %17.9 olacağını öngörüyoruz.

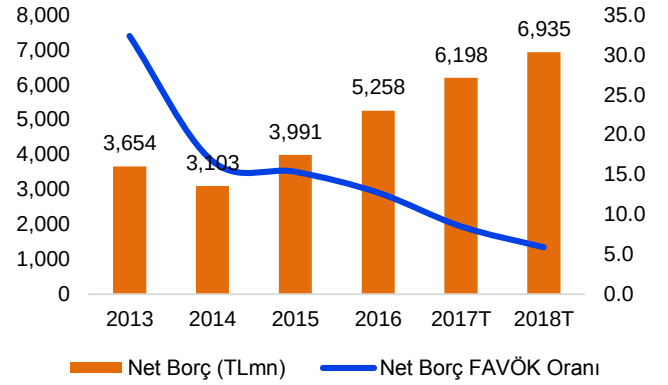
Borçluluk

Şirket'in net borcu 1Y17'de 5.5 mır TL'ye ulaştı ve net borç FAVÖK ve net borç özkaynak oranları sırasıyla 9.3x ve 3.1x oldu. Güçlenen serbest nakit akışı sayesinde 2017 yılında net borç FAVÖK ve net borç özkaynak oranlarının sırasıyla 8.5x ve 3.2x'e düşeceğini tahmin ediyoruz. Uzun vadede, net borç FAVÖK oranının %5-6 aralığında kalacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 5: Yatırım Harcamaları (TLmn) & Satışlara Oranı



Grafik 6: Net Borç (TLmn) & Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Zorlu Enerji, Y.F. Menkul Değerler

Değerleme

İndirgenmiş nakit akımları yöntemini kullandığımız değerlememiz sonucunda Zorlu Enerji için hisse başına 2.00 TL hedef fiyata ulaştık, ki bu da %21 yukarı potansiyele işaret ediyor.

Tablo 2: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti		
TLmn	Yöntem	Ağır. Hedef PD
İNA	İNA	2,788
Planlanan Kapasite Yatırımları	İNA (50% İskonto)	1,205
Hedef Piyasa Değeri		3,993
Hisse Adedi (mn)		2,000
Hedef fiyat (hisse başına)		2.00
Son Kapanış		1.65
Yukarı Potansiyel (%)		21%

İNA Yöntemi

Risksiz faiz oranını %10.5, hisse senedi risk primini %5.5 ve beta değerini 0.9 olarak varsaydığımızda TL bazlı özsermaye maliyetini %16.1 hesapladık. Analizimizde borç maliyetini %16.0, buna karışılık vergi oranını 2025 yılına kadar %20 olarak aldık. Borcun ortalama ağırlığını %41 ve özsermayenin ağırlığını ise %59 aldığımızda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %14.4 oluyor. Uç değer büyüme oranını ise %4 olarak tahmin ettik ve bunun sonucunda Zorlu Enerji için 2,788 mn TL hedef değer bulduk.

Tablo 3: İNA

TLmn	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	2,967	3,987	4,668	5,309	5,798	6,320	6,806	7,335	7,908
yıllık	148%	34%	17%	14%	9%	9%	8%	8%	8%
Brüt Kar	761	1,280	1,561	1,816	1,963	2,154	2,332	2,526	2,734
Brüt Kar Marjı	25.7%	32.1%	33.4%	34.2%	33.9%	34.1%	34.3%	34.4%	34.6%
Faaliyet Karı	479	923	1,152	1,356	1,463	1,611	1,749	1,899	2,059
Faaliyet Kar Marjı	16.1%	23.2%	24.7%	25.5%	25.2%	25.5%	25.7%	25.9%	26.0%
FAVÖK	730	1,181	1,419	1,628	1,761	1,901	2,031	2,172	2,325
yıllık	77%	62%	20%	15%	8%	8%	7%	7%	7%
FAVÖK Marjı	24.6%	29.6%	30.4%	30.7%	30.4%	30.1%	29.8%	29.6%	29.4%
Çalışma Sermayesindeki Değişim	157	93	52	55	44	25	24	26	27
Çalışma Sermayesi Değişimi Satışlar Oranı	5.3%	2.3%	1.1%	1.0%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
Yatırım Harcamaları	620	712	127	135	144	152	159	166	174
Yatırım Harcamaları Satışlar Oranı	20.9%	17.9%	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%
Vergiler	96	185	230	271	293	322	350	380	412
SNA	-143	192	1,009	1,167	1,281	1,401	1,498	1,601	1,712
ASOM	13.8%	13.7%	13.7%	13.7%	13.8%	13.9%	14.0%	14.2%	14.5%
İndirgenmiş Nakit Akımları	-143	169	780	793	766	736	691	647	606
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	5,046								
Uç Değer	1,848								
Uç Değer Büyüme Oranı	4.0%								
Net Borç	5,258								
Azınlık Payları (-)	774								
Hedef Değer	2,788								

Kaynak: YF Yatırım Araştırma

Planlanan kapasite yatırımlarının net bugünkü değerini hesapladık. Net bugünkü değer hesaplamalarımızda aynı AOSM'yi kullandık. Buradan elde ettiğimiz adil değer %50'sini Zorlu Enerji'nin adil değeri hesabımıza ekledik. Sonuç olarak, Zorlu Enerji için 3,993 mn TL adil değer ulaştık.

Tablo 4: Planlanan Kapasite Yatırımlarının NBD (TLmn)

Santral	Kapasite (MW)	NBD (TLmn)
Alasehir II Jeotermal	25	368
Kızıldere IV Jeotermal	60	867
Alaşehir III Jeotermal	50	722
Solad Doğalgaz	77	32
Bahawalpur II-III Solar	200	421
Toplam	412	2,409

Bizim Tahminlerimiz ve Piyasa Beklentileri

Osmangazi gelirleri ile ilgili tahminlerimizdeki farklılıklar nedeniyle 2017 ve 2018 yılları için ciro tahminlerimiz piyasa tahmininden daha yüksek seviyededir. Ancak, şirketin 1Y17 cirosu olan 1.5 mlr TL'yi ve 2Y17'deki kapasite artışını düşündüğümüzde 2017 yılı için piyasa tahmini çok düşük gözüküyor. 2017 yılı için piyasa'nın karlılık tahmini bizim beklentimizden daha yüksek, fakat 2018 yılı için FAVÖK marjı tahminimiz piyasa beklentisinin üzerinde bulunuyor. Ancak, 2018 yılında devreye girecek jeotermal kapasiteler ve güneş santralini düşünecek olursak, piyasa'nın karlılık tahmini çok kötümser görünüyor. Ayrıca, 2017 yılı için net kar beklentimiz mevcuttur bun a karşılık piyasa tahmini net zarar yönündedir. 1Y17'deki 2 mn TL net kar rakamı ve 3Ç17'deki istikrarlı döviz kurlarını düşünecek olursak, 2017 yılı için piyasanın yaptığı net zarar tahmini baya tutucu gözüküyor.

Tablo 5: Bizim Beklentimiz & Piyasa Tahmini (TLmn)

TLmn	2017K	2017T	T/K	2018K	2018T	T/K
Net Satışlar	2,464	2,967	20%	3,493	3,987	14%
FAVÖK	661	730	10%	852	1,181	39%
FAVÖK Marjı	26.8%	24.6%		24.4%	29.6%	
Net Kar	-94	8	a.d.	126	76	-40%
Net Kar Marjı	-3.8%	0.3%		3.6%	1.9%	

Duyarlılık Analizi

Uç değer büyüme oranının ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin olası etkilerini görebilmek için Zorlu Enerji modelimize bir duyarlılık analizi uyguladık. Baz senaryomuzda, %4.0 uç değer büyüme oranı ve %10.5 risksiz faiz oranı kullanıyoruz. Risksiz faiz oranındaki 0.5 puan düşüş ve uç değer büyüme oranındaki 0.5 puanlık artış hedef fiyatımızı %7 oranında artırıyor. Öte yandan, risksiz faiz oranındaki 0.5 puanlık yükseliş ve uç değer büyüme oranındaki 0.5 puanlık gerileme, hedef fiyatımızı %6 oranında düşürüyor.

Tablo 6: Duyarlılık Analizi

TL	Terminal growth rate					
		3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%
Risk free rate	10.00%	1.99	2.02	2.05	2.09	2.13
	10.25%	1.96	1.99	2.02	2.06	2.10
	10.50%	1.93	1.96	2.00	2.03	2.06
	10.75%	1.90	1.93	1.96	2.00	2.03
	11.00%	1.87	1.90	1.93	1.96	2.00

Bilanço ve Gelir Tablosu Projeksiyonları

Gelir Tablosu - TL mn	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
Gelirler	625	807	709	1,195	2,967	3,987
<i>yıllık büyüme</i>	<i>9%</i>	<i>29%</i>	<i>-12%</i>	<i>68%</i>	<i>148%</i>	<i>34%</i>
Brüt Kar	15	82	163	269	761	1,280
Faaliyet Giderleri	-26	-36	-47	-55	-282	-357
Faaliyet Karı	-12	46	116	214	479	923
FAVÖK	116	198	277	412	730	1,181
<i>yıllık büyüme</i>	<i>66%</i>	<i>71%</i>	<i>40%</i>	<i>49%</i>	<i>77%</i>	<i>62%</i>
Amortisman	125	140	145	199	251	258
Net Diğer Gelirler	6	5	12	13	55	38
Net Finansal Gelirler	-388	-308	-425	-333	-454	-845
Vergi Öncesi Kar	-389	-244	-280	-99	39	95
Vergi	83	20	16	94	-31	-19
Net Kar	-309	-224	-263	-4	8	76
Bilanço - TL mn	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
Toplam Varlıklar	6,302	4,963	5,678	6,841	9,965	10,986
Nakit ve Nakit Benzerleri	164	109	159	98	375	411
Ticari Alacaklar	116	102	107	149	445	638
Stoklar	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	3,058	3,161	4,023	4,385	4,754	5,208
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,663	1,936	2,044	2,347	2,129	2,322
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,868	2,501	2,882	4,030	5,894	6,579
Toplam Yükümlülükler	5,531	4,438	4,926	6,377	8,023	8,901
Özsermaye	771	525	752	465	1,941	2,085
Toplam Yükümlülükler ve Özsermaye	6,302	4,963	5,678	6,841	9,965	10,986
Net Borç / (Nakit)	3,654	3,103	3,991	5,258	6,198	6,935
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0
Değerleme Rasyoları	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
FD/FAVÖK	37.3	19.3	17.8	15.7	13.0	8.7
F/K	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	428.1	43.7
Nakit Akışı Getirisi	-15.9%	0.2%	-7.8%	-4.8%	-4.3%	5.8%
Temettü Getirisi	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hisse Başına Göstergeler	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
Hisse Başına Net Kar	-0.15	-0.11	-0.13	0.00	0.00	0.04
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Karlılık Göstergeleri	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T
Brüt Kar Marjı	2.3%	10.2%	22.9%	22.5%	25.7%	32.1%
FAVÖK Marjı	18.6%	24.6%	39.1%	34.5%	24.6%	29.6%
Net Kar Marjı	-49.5%	-27.8%	-37.1%	-0.3%	0.3%	1.9%
Özsermaye Getirisi	-40.1%	-42.7%	-35.0%	-0.9%	0.4%	3.6%
Varlık Getirisi	-4.9%	-4.5%	-4.6%	-0.1%	0.1%	0.7%
Net Borç / FAVÖK	31.5	15.7	14.4	12.8	8.5	5.9
Net Borç / Özsermaye	4.7	5.9	5.3	11.3	3.2	3.3
Toplam Varlıklar / Özsermaye	8.2	9.5	7.6	14.7	5.1	5.3

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	Koordinatör	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	-------------	--------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Mehmet Akif Daşiran	Müdür	akif.dasiran@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 39
---------------------	-------	------------------------	---------------------

Yatırım Danışmanlığı Birimi

Göksel Tekiner	Müdür Yrd.	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 44
Kemal Ozan Sayın	Kıdemli Uzman	ozan.sayin@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 70
Kamer Külek	Uzman Yrd.	kamer.kulek@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 47

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş	Müdür	pervin.bakankus@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 61
-----------------	-------	---------------------------	---------------------

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
Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24

Genel Yatırım Tavsiyesi Kapsamındadır.