

Yenilenebilir Enerjinin Öncüsü

Aydem Yenilenebilir Enerji'yi %95 getiri potansiyeli ile hisse başına 36,10 TL hedef fiyat ve endeks üzeri getiri önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Aydem, Türkiye'nin lider yenilenebilir enerji üreticilerinden biri olarak öne çıkmaktadır. 1995 yılında kurulan şirket, Türkiye'nin ilk özel hidroelektrik santrali olan Bereket HES'i hayata geçirmiştir. Şirketin mevcut kurulu gücü 1.180 MW olup, enerji portföyü %72 hidroelektrik, %20 rüzgâr, %7 güneş ve %1 jeotermal santrallerinden oluşmaktadır. Aydem, 2025 yıl sonuna kadar 1.216 MW, 2026'da 1.286 MW ve 2027'de 1.338 MW kurulu güce ulaşmayı hedefleyen stabil bir büyüme planı izlemektedir. Büyüme süreci, mevcut tesislere hibrit güneş panelleri eklenmesi ve rüzgâr enerjisi tesislerinde kapasite arttırımı yatırımlarıyla gerçekleşecektir. Ek olarak şirket, potansiyel bir yatırım olarak da toplamda 500 MWh batarya enerji depolama sistemi içerecek 400 MW güneş ve 100 MW rüzgâr enerjisi santrali projelerini yapmayı değerlendirmektedir.

Aydem'in net borç / FAVÖK oranı 2024 sonu itibariyle 4,2x seviyesinde olup yüksek finansal kaldırıma işaret etmektedir. 2024 yılı düşük elektrik piyasa takas fiyatları (PTF) nedeniyle üreticiler için oldukça zorlu bir yıl oldu. PTF'nin 2024 yılında yüksek seyretmesini bekleyen Aydem, 2024 yılında YEKDEM'den çıkma kararı almıştı. PTF fiyatlarının beklentilerin altında gerçekleşmesiyle şirketin cirosu ve karlılığı negatif etkilendi. Ayrıca geçtiğimiz yıl azalan yağışlar şirketin kendi ortalamasının altında elektrik üretmesine yol açarak finansal performans üzerindeki etkiyi daha da kötüleştirmiştir. Giderlerin çoğunlukla sabit olduğu santrallerde elektrik üretiminin ve satış fiyatlarının düşmesi kar marjları üzerinde hızlı bir gerilemeye yol açtı.

Şirketin, büyüme planlarını gerçekleştirmesi ve artan operasyonel verimliliği sayesinde, önümüzdeki yıllarda finansal durumunda iyileşme bekliyoruz. Aydem'in kurulu gücünün %41'inin yeniden YEKDEM kapsamına alınmasıyla 2025 yılında daha güçlü bir finansal performans sergilemesini bekliyoruz. Ek olarak, 2025 yılında mevcut santrallerin elektrik üretiminde %16'lık bir artış beklentimiz, karlılığı önemli ölçüde destekleyecektir. Bu da 2025 net borç / FAVÖK oranının azalmasını destekleyecektir.

Aydem son bir yılda BIST 100 endeksinin %40,8 altında performans göstermiştir. Dolar bazlı ileriye dönük F/K ve FD/FAVÖK değerlendirmemize göre şirket küresel benzerlerine göre ortalama %33 iskonto ile işlem görmektedir.

Temel risk faktörleri arasında regülasyon değişiklikleri, finansman ve likidite zorlukları, çevre ve iklimle ilgili etkiler ve elektrik piyasa fiyatlarındaki dalgalanmalar yer almaktadır.

Aydem Yenilenebilir Enerji

95% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları	
Bloomberg Ticker	AYDEM TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	18.55
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	36.10
Getiri Potansiyeli	95%
Fili Dolaşım Oranı	18.44%
Piyasa değeri, milyon TL	13,078
Piyasa değeri, milyon ABD doları	345
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0.00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.06%
Yabancı Yatırımcı Oranı	9.20%
Emeklilik Fonları Oranı	14.42%
Yatırım Fonları Oranı	9.31%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma
Fiyat ve piyasa değeri 26 Mart itibarıyla

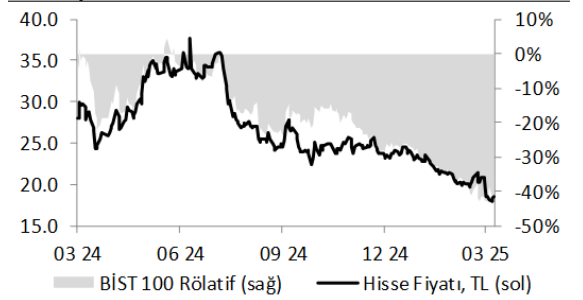
Finansallar, Milyon \$	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	216	186	209	212
Gelir Büyümesi	-6%	-14%	12%	1%
Brüt Kâr	93	45	88	91
Brüt Kâr Marjı	43%	24%	42%	43%
FAVÖK	176	140	147	151
FAVÖK Marjı	82%	75%	70%	71%
Net Kâr	-43	-333	19	27
Net Kâr Marjı	-20%	-179%	9%	13%
Net Borç	615	594	479	450
Net Borç /FAVÖK	8.5	4.2	3.3	3.0
F/K	-9.2	-1.6	18.6	13.0
PD/DD	0.4	0.7	0.4	0.4
FD/FAVÖK	5.8	8.0	6.4	6.2

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	575	81.6%
Diğer	130	18.4%
Toplam	705	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-7.2%	-22.0%	-30.5%	-36.7%
Rölatif	-7.9%	-19.6%	-29.2%	-40.8%
İşlem Hacmi milyon \$	1.5	1.4	1.5	2.1

Kaynak: BİST, Finnet

Murat İbrahim ŞENCAN

murat.sencan@phillipcapital.com.tr

Makoto MITSUHASHI

makoto.mitsuhashi@phillipcapital.com.tr

Finansal Bilgiler

Bilanço (Milyon \$)	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Nakit ve Nakit Benzerleri	68.5	95.4	113.4	72.3	62.3	67.3	71.0
Ticari Alacaklar	67.9	89.5	68.9	69.8	72.3	73.4	72.4
Stoklar	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Duran Varlıklar	1,705.8	1,384.6	1,311.9	1,299.3	1,256.6	1,184.6	1,114.7
Diğer Varlıklar	42.7	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3
Toplam Varlıklar	1,885.5	1,596.4	1,521.1	1,468.4	1,418.2	1,352.2	1,285.1
Finansal Borçlar	683.4	689.5	592.3	522.3	452.3	372.3	292.3
Ticari Borçlar	13.7	6.5	10.0	9.9	10.1	10.1	10.0
Diğer Yükümlülükler	218.0	126.1	126.1	126.1	126.1	126.1	126.1
Toplam Yükümlülükler	915.0	822.1	728.3	658.3	588.5	508.4	428.3
Özkaynaklar	970.5	774.3	792.8	810.1	829.7	843.7	856.8

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Ciro	215.6	186.3	209.4	212.3	220.0	223.1	220.2
<i>Gelir Büyümesi</i>	-6.27%	-13.61%	12.44%	1.37%	3.63%	1.42%	-1.32%
Satılan Malların Maliyeti	122.4	140.8	121.5	121.0	123.2	122.7	121.1
Brüt Kâr	93.2	45.5	88.0	91.3	96.8	100.4	99.1
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>43.2%</i>	<i>24.4%</i>	<i>42.0%</i>	<i>43.0%</i>	<i>44.0%</i>	<i>45.0%</i>	<i>45.0%</i>
Faaliyet Giderleri	21.4	18.2	16.8	17.0	17.6	16.7	15.4
<i>Faaliyet Giderleri Artışı</i>	117%	-15%	-8%	1%	4%	-5%	-8%
FVÖK	71.8	27.2	71.2	74.3	79.2	83.7	83.7
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>33.3%</i>	<i>14.6%</i>	<i>34.0%</i>	<i>35.0%</i>	<i>36.0%</i>	<i>37.5%</i>	<i>38.0%</i>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler/Giderler	31.9	27.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operasyonel Kâr	103.7	54.7	71.2	74.3	79.2	83.7	83.7
<i>Operasyonel Marj</i>	<i>48.1%</i>	<i>29.4%</i>	<i>34.0%</i>	<i>35.0%</i>	<i>36.0%</i>	<i>37.5%</i>	<i>38.0%</i>
Finansal Gelirler/Giderler	-412.0	-173.7	-46.5	-38.9	-35.4	-29.9	-23.2
Diğer Gelir/Giderler	485.1	207.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vergi Öncesi Kâr	63.0	-449.5	24.7	35.4	43.8	53.8	60.4
Vergi Oranı	169%	26%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Giderleri	106.4	-116.5	6.2	8.8	11.0	13.5	15.1
Net Kâr	-43.4	-333.0	18.5	26.5	32.9	40.4	45.3
<i>Net Kâr Marjı</i>	<i>-20.1%</i>	<i>-178.8%</i>	<i>8.8%</i>	<i>12.5%</i>	<i>14.9%</i>	<i>18.1%</i>	<i>20.6%</i>
Amortisman	72.2	85.1	75.4	76.4	77.0	77.0	74.9
FAVÖK*	175.9	139.9	146.6	150.7	156.2	160.6	158.5
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>81.6%</i>	<i>75.1%</i>	<i>70.0%</i>	<i>71.0%</i>	<i>71.0%</i>	<i>72.0%</i>	<i>72.0%</i>

Aydem'in FAVÖK hesabı diğer faaliyetlerden gelirler/giderler kalemini de içermektedir.

Nakit Akış Tablosu	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	72.3	56.9	68.2	113.4	72.3	62.3	67.3
Net Kar	-43.4	-333.0	18.5	26.5	32.9	40.4	45.3
Net Kar Düzeltmeleri	206.3	425.9	75.4	76.4	77.0	77.0	74.9
Amortisman	72.2	85.1	75.4	76.4	77.0	77.0	74.9
İşletme Sermayesindeki Değişim	-13.0	10.3	24.0	-1.0	-2.4	-1.1	0.8
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	149.8	103.2	117.9	102.0	107.5	116.3	121.0
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	-63.3	-23.5	-2.7	-63.8	-34.3	-5.0	-5.0
Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	-87.3	-68.0	-70.0	-79.3	-83.3	-106.3	-112.3
Toplam Nakit Akışı	-25.0	11.3	45.3	-41.1	-10.1	5.0	3.8
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	47.2	68.2	113.4	72.3	62.3	67.3	71.0

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
F/K	-9.2	-1.6	18.6	13.0	10.5	8.5	7.6
FD/FAVÖK	5.8	8.0	6.4	6.2	6.0	5.8	5.9
PD/DD	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Özkaynak Karlılığı	-4.6%	-38.2%	2.4%	3.3%	4.0%	4.8%	5.3%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	3.4%	1.5%	4.2%	4.4%	4.9%	5.5%	5.8%
Net Borç	614.9	594.1	478.8	450.0	390.0	305.0	221.3
Net Borç / FAVÖK*	8.5	4.2	3.3	3.0	2.5	1.9	1.4
Net Borç / Özkaynaklar	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
Temettü Verimi	0.0%	2.1%	0.0%	2.7%	3.9%	7.6%	9.4%

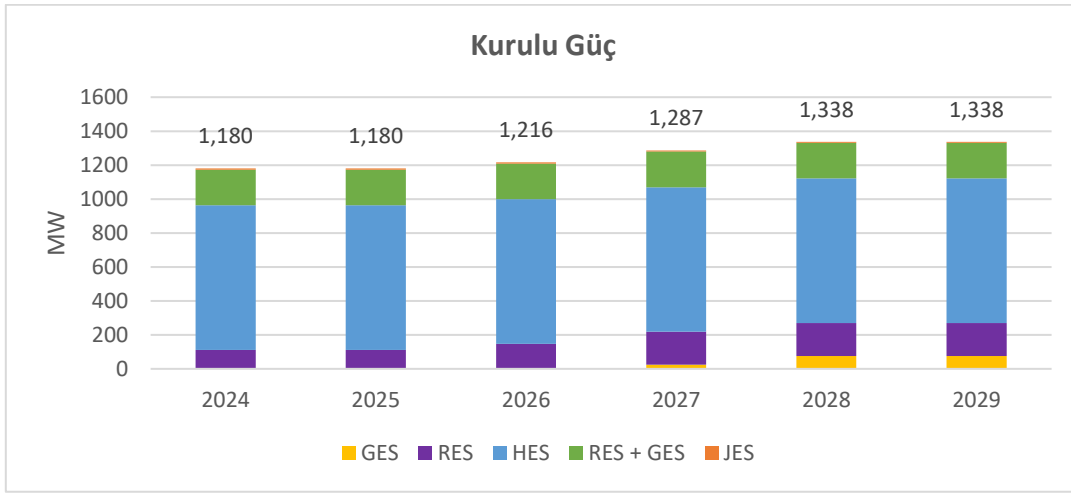
Kaynak: Şirket Verileri, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Operasyonel Görünüm

Kurulu Güç

Aydem, Türkiye'nin önde gelen yenilenebilir enerji üreticilerinden biri olarak sürekli olarak kurulu gücünü arttırmak için çalışmaktadır. Şirket, 2024 sonu itibarıyla ana olarak hidroelektrik santralleri (HES), rüzgâr enerjisi santralleri (RES) ve hibrit güneş enerjisi santrallerinden (GES) oluşan toplam 1.180 MW kapasite ile elektrik üretiminde faaliyet göstermektedir. Aydem, stabil büyüme planı kapsamında 2027 sonuna kadar kurulu gücünü %13,4 artışla 1.338 MW'a çıkarmayı hedefliyor. Bu büyüme, özellikle rüzgâr ve güneş enerjisi yatırımlarıyla gerçekleşecek olup, şirketin enerji portföyünü çeşitlendirirken sürdürülebilirliğe odaklı yapısını daha da güçlendirecektir.

Aşağıdaki grafik ve tablo Aydem'in kapasite artışına ilişkin beklentilerimizi göstermektedir.



Kurulu Güç (MW)

Santral İsmi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Adıgüzel HES	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0
Adıgüzel Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	0.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
Akıncı HES	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0
Aksu HES	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
Bereket I-II HES	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Çırakdamı HES	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1
Dalaman HES	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5
Dereli HES	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
Feslek HES	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
Göktaş 1-2 HES	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6	275.6
Göktaş Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Gökyar HES	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
Kemer HES	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
Kızıldere JES	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
Koyulhisar HES	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0
Koyulhisar Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Mentaş HES	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6
Söke Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
Söke RES	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0
Toros HES	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Uşak RES + GES	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7	209.7
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	0.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
Yalova RES	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0
Yalova RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	0.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
Toplam (MW)	1,179.6	1,179.6	1,215.6	1,286.6	1,337.6	1,337.6	1,337.6	1,337.6	1,337.6	1,337.6	1,337.6

*Kurulu güç yılbaşı itibarıyla verilmiştir.

Bu büyüme stratejisi, Aydem'in hidroelektrik üretimine olan bağımlılığını azaltmayı hedeflemekte olup, yağış ve kar erimesi gibi mevsimsel değişkenliklerden kaynaklanan üretim dalgalanmalarının etkisini sınırlamayı amaçlamaktadır. Hidroelektrik santrallerin hibrit GES projeler ile geliştirilmesi aynı zamanda daha verimli bir üretim yapısının oluşmasını sağlayacaktır. Son olarak mevcut rüzgâr santrallerinde yapılması planlanan kapasite artışları da üretimde operasyonel verimliliği arttıracaktır. Şirketin var olan santralleri üzerinden bir büyüme stratejisi kurması uzun vadeli sürdürülebilirlik hedeflerine olan inancını göstermektedir.

Diğer Potansiyel Enerji Santrali Yatırımları

Aydem ayrıca iki potansiyel yatırımı daha değerlendirmektedir. Şirket, toplam 500 MWh enerji depolama sistemine sahip 400 MW güneş ve 100 MW rüzgâr enerjisi santrali yatırımı planlamaktadır. Ancak, bu projelerin zamanlaması ve lokasyonu henüz netlik kazanmamıştır. Şirketin borçluluk seviyesinin azalmasıyla ve güneş paneli fiyatlarının düşmeye devam etmesiyle bu projelerin süreçlerinin netlik kazanacağına ve hızla uygulanabilir hale geleceğine inanıyoruz. Batarya enerji depolama sistemi yatırımlarının gerçekleşmesiyle, şirketin üretim verimliliği ve ortalama elektrik satış fiyatı önemli ölçüde artabilir. Bu projelerin hayata geçirilmesi halinde, Aydem'in toplam kurulu gücü 1.838 MW'a ulaşabilir. Bu senaryo, şirketin yenilenebilir enerji alanındaki uzun yıllara dayanan tecrübesiyle birlikte değerlendirildiğinde, değerlendirilmesinden dolayı yukarı yönlü potansiyel oluşturmaktadır.

Kapasite Faktörü

"Kurulu güç" kavramı, bir elektrik santralının üretebileceği maksimum elektrik üretim kapasitesini ifade eder. Bu nedenle, elektrik üretimini tahmin ederken verimliliğin dikkate alınması kritik öneme sahiptir. Bu verimlilik, kapasite faktörü olarak adlandırılır. Dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli unsur ise kapasite faktörünün sabit olmamasıdır. Enerji santrallerinin verimliliği zamanla azalır ve bu azalma yıllık yıpranma oranı (degradation) ile ölçülür. Gelecek yılların kapasite faktörünü daha doğru tahmin etmek için yıllık yıpranma oranı da hesaplamalara dahil edilmelidir.

Aşağıdaki tablo, 2034 yılına kadar her bir santral için tüm kapasite faktörü tahminlerimizi göstermektedir.

Kapasite Faktörü

Santral İsmi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Adıgüzel HES	0.016	0.019	0.018	0.018	0.018	0.018	0.018	0.018	0.018	0.018	0.018
Adıgüzel Hibrit GES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.125	0.124	0.124	0.123	0.123	0.122	0.121
Akinci HES	0.411	0.424	0.423	0.422	0.421	0.419	0.418	0.417	0.416	0.415	0.414
Aksu HES	0.175	0.227	0.227	0.226	0.226	0.225	0.224	0.224	0.223	0.223	0.222
Bereket I-II HES	0.291	0.332	0.331	0.330	0.329	0.328	0.327	0.327	0.326	0.325	0.324
Çırakdamı HES	0.148	0.235	0.234	0.234	0.233	0.233	0.232	0.231	0.231	0.230	0.230
Dalaman HES	0.227	0.230	0.229	0.229	0.228	0.228	0.227	0.227	0.226	0.225	0.225
Dereli HES	0.121	0.230	0.229	0.229	0.228	0.228	0.227	0.227	0.226	0.225	0.225
Feslek HES	0.082	0.090	0.090	0.090	0.089	0.089	0.089	0.089	0.089	0.088	0.088
Göktaş 1-2 HES	0.152	0.207	0.206	0.206	0.205	0.205	0.204	0.204	0.203	0.203	0.202
Göktaş Hibrit GES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.125	0.124	0.124	0.123	0.123	0.122	0.121
Gökyar HES	0.204	0.218	0.218	0.217	0.217	0.216	0.216	0.215	0.214	0.214	0.213
Kemer HES	0.081	0.111	0.111	0.110	0.110	0.110	0.110	0.109	0.109	0.109	0.108
Kızıldere JES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Koyulhisar HES	0.402	0.381	0.380	0.379	0.378	0.377	0.376	0.375	0.374	0.373	0.372
Koyulhisar Hibrit GES	0.000	0.000	0.000	0.125	0.124	0.124	0.123	0.123	0.122	0.121	0.121
Mentaş HES	0.148	0.186	0.186	0.185	0.185	0.184	0.184	0.183	0.183	0.183	0.182
Söke Hibrit GES	0.000	0.000	0.000	0.125	0.124	0.124	0.123	0.123	0.122	0.121	0.121
Söke RES	0.418	0.400	0.398	0.396	0.394	0.392	0.390	0.388	0.386	0.384	0.382
Toros HES	0.205	0.302	0.301	0.300	0.300	0.299	0.298	0.297	0.297	0.296	0.295
Uşak RES + GES	0.223	0.250	0.249	0.248	0.246	0.245	0.244	0.243	0.241	0.240	0.239
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.000	0.000	0.300	0.299	0.297	0.296	0.294	0.293	0.291	0.290	0.288
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.000	0.000	0.000	0.300	0.299	0.297	0.296	0.294	0.293	0.291	0.290
Yalova RES	0.300	0.301	0.300	0.298	0.297	0.295	0.294	0.293	0.291	0.290	0.288
Yalova RES Kapasite Artırımı	0.000	0.000	0.000	0.325	0.323	0.322	0.320	0.319	0.317	0.315	0.314
Ortalama	0.212	0.244	0.246	0.240	0.230	0.229	0.228	0.228	0.227	0.226	0.225

*PhillipCapital Araştırma Tahminleri

Aydem'in kapasite faktörü, santrallerin türü ve konumundaki değişiklikler nedeniyle santraller arasında büyük farklılıklar göstermektedir. Ayrıca, her sene değişiklik gösteren hava koşulları hidroelektrik santrallerinin verimliliğini önemli ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle geçmiş üretim verilerinin olabildiğince kapsamlı bir şekilde analiz edilmesi önem arz etmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, 2024 yılı normalden daha düşük yağış ve kar erimesi nedeniyle hidroelektrik santralleri için zor bir yıl olmuştur. Bu nedenle üretim verimliliklerini hesaplarken Aydem için 2024 yılını baz yıl olarak kullanmadık ve analizimizin doğruluğunu artırmak amacıyla son altı yıla ait kurulu güç ve üretim verileri üzerinden tahminlerimizi çıkardık.

Elektrik Üretimi

Kapasite faktörleri belirlendikten sonra, elektrik üretimini tahmin etmek oldukça basit bir sürece dönüşmektedir. Kurulu gücün kapasite faktörü ile çarpılması, saatlik ortalama elektrik üretim tahminini verir. Bu değer 8760 (24 saat × 365 gün) ile çarpılması ise, bir yıl için tahmini elektrik üretimini oluşturur.

$$\text{Üretilen Elektrik} = \text{Kurulu güç} \times \text{Kapasite Faktörü} \times 8760$$

Aşağıdaki tablo her yıl için elektrik üretimi tahminimizi göstermektedir.

Elektrik Üretimi (GWh)

Santral İsmi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Adıgüzel HES	8.7	10.0	10.0	10.0	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9	9.8	9.8
Adıgüzel Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	0.0	49.3	49.0	48.8	48.5	48.3	48.1	47.8
Akıncı HES	356.6	367.4	366.5	365.6	364.7	363.8	362.9	362.0	361.0	360.1	359.2
Aksu HES	70.9	92.0	91.7	91.5	91.3	91.0	90.8	90.6	90.4	90.1	89.9
Bereket I-II HES	8.0	9.2	9.1	9.1	9.1	9.1	9.0	9.0	9.0	9.0	8.9
Çıradamı HES	63.9	101.1	100.8	100.6	100.3	100.1	99.8	99.6	99.3	99.1	98.8
Dalaman HES	74.5	75.6	75.4	75.2	75.0	74.8	74.6	74.4	74.2	74.1	73.9
Dereli HES	52.1	99.1	98.9	98.6	98.4	98.1	97.9	97.7	97.4	97.2	96.9
Feslek HES	6.3	7.0	7.0	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.8	6.8
Göktaş 1-2 HES	366.0	499.3	498.1	496.8	495.6	494.3	493.1	491.9	490.6	489.4	488.2
Göktaş Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4
Gökkyar HES	19.5	20.9	20.9	20.8	20.8	20.7	20.7	20.6	20.6	20.5	20.5
Kemer HES	34.0	46.6	46.5	46.4	46.3	46.2	46.1	45.9	45.8	45.7	45.6
Kızıldereli HES	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koyulhisar HES	221.9	210.0	209.5	209.0	208.5	207.9	207.4	206.9	206.4	205.9	205.3
Koyulhisar Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	8.8	8.7	8.7	8.6	8.6	8.5	8.5	8.5
Mentaş HES	64.1	80.9	80.7	80.5	80.3	80.1	79.9	79.7	79.5	79.3	79.1
Söke Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	18.6	18.5	18.4	18.3	18.2	18.2	18.1	18.0
Söke RES	208.7	199.7	198.7	197.7	196.7	195.8	194.8	193.8	192.8	191.9	190.9
Toros HES	89.6	132.2	131.9	131.5	131.2	130.9	130.5	130.2	129.9	129.6	129.2
Uşak RES + GES	409.1	459.1	456.8	454.6	452.3	450.0	447.8	445.5	443.3	441.1	438.9
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	94.6	94.1	93.7	93.2	92.7	92.3	91.8	91.3	90.9
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	0.0	89.4	88.9	88.5	88.0	87.6	87.1	86.7	86.3
Yalova RES	141.7	142.6	141.9	141.2	140.5	139.8	139.1	138.4	137.7	137.0	136.3
Yalova RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	0.0	34.2	34.0	33.8	33.7	33.5	33.3	33.2	33.0
Toplam (GWh)	2,196	2,553	2,639	2,781	2,827	2,818	2,808	2,798	2,788	2,779	2,769

*PhillipCapital Araştırma Tahminleri

Kısa vadede üretim tahminleri, iklimsel değişiklikler nedeniyle önemli farklılıklar gösterebilir. Ancak, uzun vadede (3 yıl ve daha uzun süreler) bu tahminlerin görece daha doğru ve istikrarlı olacağı öngörülmektedir.

Gelir Tahmini

Gelir projeksiyonlarımızda, elektrik piyasası fiyatının (PTF) 67 USD/MWh seviyesinde sabit kalacağını varsaydık. Türkiye'nin genişleyen kurulu gücü ile artan elektrik talebi arasındaki denge göz önüne alındığında, orta vadede PTF'nin bu seviyede sabit kalacağını öngörüyoruz. Ek olarak, tahminlerimize YEKDEM tarifeleri ve ilgili sona erme tarihlerini dahil ederek, Aydem'in 2034 yılına kadar olan gelir potansiyelini kapsamlı bir şekilde değerlendirdik. 2025 yılı itibarıyla, Aydem'in kurulu gücünün %41'i yeniden YEKDEM kapsamında yer almaktadır. Bu oran önümüzdeki

dört yıl içinde düşecek ve 2029 yılında şirket tamamen PTF üzerinden elektrik satışı yapacaktır. Aşağıdaki tablo önümüzdeki dört yıl için YEKDEM tarifelerinden yararlanabilecek santralleri göstermektedir.

YEKDEM Satış Fiyatı (USD/MWh)

Santral İsmi	2025	2026	2027	2028	2029
Akıncı HES	73	73	73	73	-
Göktaş 1-2 HES	73	-	-	-	-
Söke RES	73	73	-	-	-
Yalova RES	73	73	-	-	-

Aydem'in toplam geliri üç ana kaynaktan oluşmaktadır. En büyük pay, şirketin ana faaliyet alanı olan elektrik üretiminden gelmektedir. İkinci önemli gelir kalemi ise yan hizmetlerdir. Göktaş HES, TEİAŞ tarafından yönetilen sekonder frekans kontrol hizmetleri ile yan bir gelir elde etmektedir. Frekans kontrolü piyasasında santraller, sistemi gerçek zamanlı dengede yönetmek için kapasitelerinin bir kısmının kontrolünü TEİAŞ'a vermekte ve karşılığında ek bir gelir elde etmektedir.

Son olarak, karbon sertifikası satışları giderek daha önemli bir gelir kaynağı haline gelmektedir. Tahminlerimizde üretilen her GWh elektrik başına karbon kredisi gelirini hesaplarken 2034 yılına kadar ton başına 4 USD sabit fiyat varsaydık. Türkiye'deki mevcut karbon sertifikası fiyatları 3 USD civarında seyretmekle birlikte önümüzdeki yıllarda bu fiyatların yükselmesi beklenmektedir. Avrupa'daki karbon sertifikası fiyatlarının 2024 yılında 40-130 ABD doları arasında değişiyor olması, Aydem'in karbon sertifikası satış gelirleri için uzun vadede önemli bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

Aşağıdaki tablo Aydem için gelir beklentilerimizi göstermektedir.

Tahmini Ciro (Mn USD)

Santral İsmi	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Adıgüzel HES	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Adıgüzel Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2
Akıncı HES	26.8	26.8	26.7	26.6	24.4	24.3	24.3	24.2	24.1	24.1
Aksu HES	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.0	6.0
Bereket I-II HES	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Çırakdamı HES	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6
Dalaman HES	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.9
Dereli HES	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.5	6.5	6.8	6.5
Feslek HES	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Göktaş 1-2 HES	36.4	33.4	33.3	33.2	33.1	33.0	33.0	32.9	32.8	32.7
Göktaş Hibrit GES	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Gökyar HES	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Kemer HES	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Kızıldere JES	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koyulhisar HES	14.1	14.0	14.0	14.0	13.9	13.9	13.9	13.8	13.8	13.8
Koyulhisar Hibrit GES	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Mentaş HES	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3	5.3
Söke Hibrit GES	0.0	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Söke RES	14.6	14.5	13.2	13.2	13.1	13.1	13.0	12.9	12.9	12.8
Toros HES	8.9	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
Uşak RES + GES	30.8	30.6	30.5	30.3	30.2	30.0	29.9	29.7	29.6	29.4
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.0	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1
Uşak RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	6.0	6.0	5.9	5.9	5.9	5.8	5.8	5.8
Yalova RES	10.4	10.4	9.5	9.4	9.4	9.3	9.3	9.2	9.2	9.1
Yalova RES Kapasite Artırımı	0.0	0.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
Elektrik Satışları	178.3	181.1	188.5	191.6	188.8	188.1	187.5	186.8	186.5	185.5
Yan Hizmetler	25.5	25.4	25.4	25.3	25.2	25.1	25.0	24.9	24.9	24.8
Karbon Sertifikası Satışları	5.6	5.8	6.1	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1
Toplam Hasılat	209.4	212.3	220.0	223.1	220.2	219.4	218.7	217.9	217.5	216.4

Tablo, Aydem'in 2028 sonrasında yeni yenilenebilir enerji yatırımlarını durduracağı varsayımıyla toplam satışların azalacağını göstermektedir. PTF'nin sabit kalacağı öngörülse de mevcut santrallerin yıpranma payı nedeniyle verimliliğindeki kademeli düşüşün satışlardaki azalmaya neden olacağını düşünmekteyiz. Bununla birlikte Aydem'in 2028'den sonra yenilenebilir enerji yatırımlarına devam etmesi, öngördüğümüzden daha güçlü bir gelir büyümesini destekleyerek değerlememizde yukarı yönlü bir potansiyel yaratabilir.

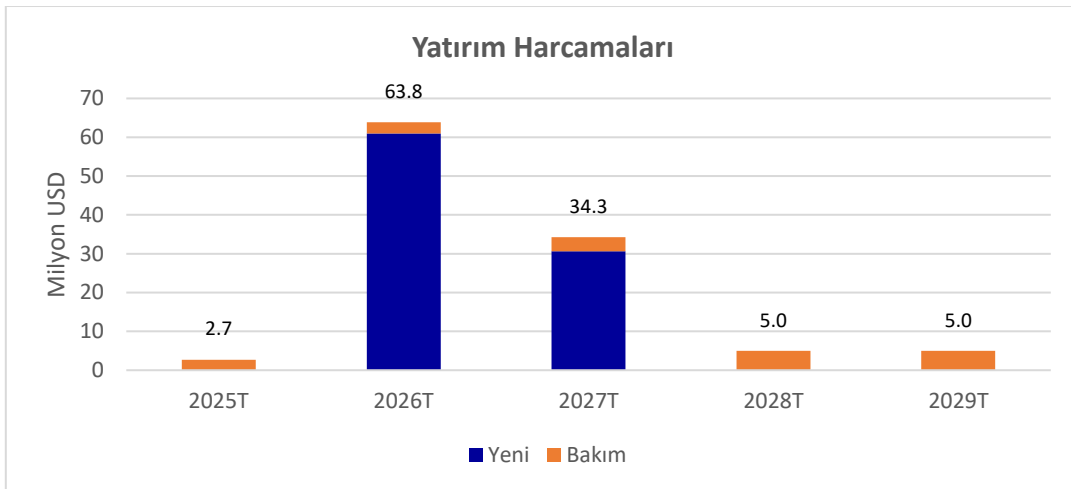
Yatırım Maaliyetleri (Capex)

Yenilenebilir enerji kaynaklarındaki hızlı teknolojik gelişmeler, yatırım maliyetleri üzerinde önemli değişikliklere yol açtı. Türkiye ve Aydem'in spesifik koşullarına uygun gerçekçi bir yaklaşım oluşturmak amacıyla, çeşitli elektrik üreticilerinden ve kamuya açık kaynaklardan sermaye harcamalarına (capex) ilişkin veriler topladık.

Elde ettiğimiz bilgilere göre, hibrit güneş enerjisi santrallerinin MW başına kurulum maliyetini 600 bin USD olarak varsaydık. Rüzgâr enerjisi santralleri kapasite arttırmaları için ise 1 MW'lık kurulu güç başına yatırım maliyetinin yaklaşık 1 milyon USD olacağını öngörüyoruz.

Değerleme modelimizde bakım harcamaları için temkinli bir yaklaşım benimsiyoruz. Normal koşullar altında, Aydem'in yıllık bakım maliyetinin önümüzdeki yıllarda yaklaşık 2 milyon dolar seviyesinde olması beklenmektedir. Ancak, ek bir güvenlik marjı oluşturmak amacıyla mevcut santrallerin uzun vadede yenilenmesinin gerekeceği varsayımıyla bakım maliyetlerini yüksek tutmayı tercih ediyoruz.

Aşağıdaki grafik önümüzdeki 5 yıl için toplam yatırım harcaması beklentilerimizi göstermektedir.



Şirketin 2025 yılında kapasitesini 36 MW artırma planı olmasına rağmen bu yatırım için ek yatırım harcaması öngörmedik. Şirket, bu genişleme projesini 2024 yılında tamamlamış olup, ilgili yatırım harcamaları 2024 bilançosuna yansıtılmıştır. Ancak, bu projedeki rüzgâr santralleri, henüz tamamlanmamış izin süreçleri nedeniyle operasyonlarına başlayamamıştır. Aydem, bu santrallerin 2025 yılı sonuna kadar elektrik üretimine başlamasını beklemekte olup, temel işletme ve bakım giderleri dışında ek bir sermaye harcaması gerekmeyeceğini öngörmektedir.

Çarpan Analizi

Elektrik üretiminde ülkeler arasındaki önemli regülatif farklılıklar nedeniyle değerlememizde doğrudan bir çarpan analizine yer vermedik. Ancak Aydem’i küresel benzerleriyle değerlendirmeyi faydalı buluyoruz. Yaptığımız çarpan analizine göre Aydem şu anda ileriye dönük F/K oranına göre %32, ileriye dönük FD/FAVÖK oranına göre ise %33 iskonto ile işlem görmektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mİn USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Absolute Clean Energy PCL	Tayland	389	12.8	7.1	8.5	5.4
Akfen Yenilenebilir Enerji AS	Türkiye	594	5.3	-	7.9	5.5
Audax Renewables SA	İspanya	687	12.3	10.8	7.4	6.9
Brookfield Renewable Corp	Kanada	9,249	-	-	12.9	11.9
Clearwise AG	Almanya	135	-	-	10.4	8.7
Clearway Energy Inc	ABD	5,165	78.6	40.5	13.4	12.4
EDP Renováveis SA	İspanya	9,277	19.9	16.0	9.6	8.8
Encavis AG	Almanya	2,949	30.2	26.5	14.2	12.7
Enefit Green Energy	Estonya	745	14.1	12.9	10.2	9.0
Polaris Renewable Energy Inc	Kanada	187	32.4	11.5	5.1	4.6
RENOVA Inc	Japonya	373	9.4	17.1	14.9	10.7
Serena Energia SA	Brezilya	746	-	59.0	8.2	7.8
Ortalama (Kırpılmış %10 - %90)			23.9	22.4	10.3	8.7
AYDEM		345	18.6	13.0	6.4	6.2
Prim / İskonto			-22%	-42%	-38%	-28%

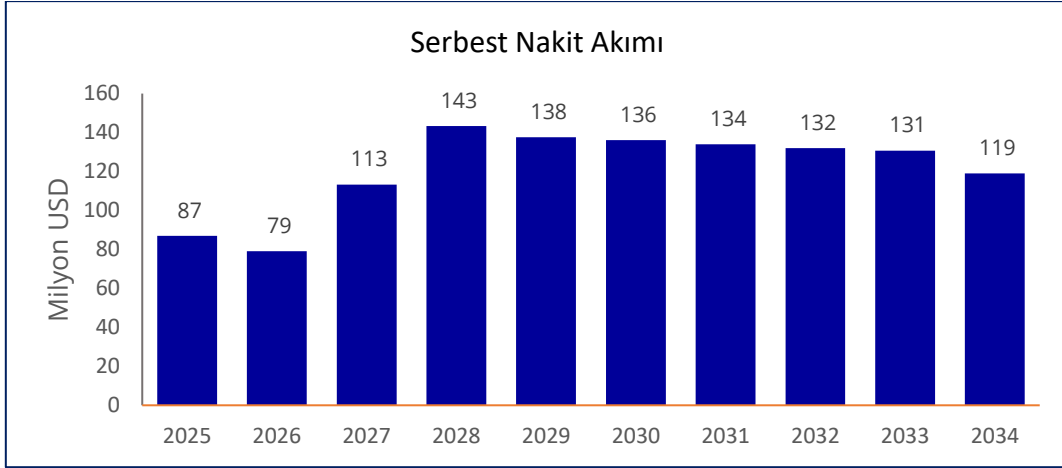
Değerleme

Aşağıdaki tablolar 2034 yılına kadar olan serbest nakit akışı hesaplamalarımızı ve AOSM varsayımlarımızı göstermektedir.

Değerleme	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
FVÖK	71.2	74.3	79.2	83.7	83.7	83.4	83.1	82.8	82.6	82.2
Amortisman	75.4	76.4	77.0	77.0	74.9	74.6	74.3	74.1	73.9	73.6
FAVÖK	146.6	150.7	156.2	160.6	158.5	158.0	157.4	156.9	156.6	155.8
Vergi Giderleri	6.2	8.8	11.0	13.5	15.1	16.7	18.2	19.7	20.8	21.6
Yatırım Harcamaları	2.7	63.8	34.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	14.9
Net İşletme Sermayesi Değişimi	24.0	-1.0	-2.4	-1.1	0.8	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3
Serbest Nakit Akışı	161.8	77.1	108.6	141.2	139.3	136.5	134.5	132.4	131.0	119.6
İskonto Oranı	9.5%	9.7%	10.0%	10.2%	10.5%	10.8%	11.2%	11.6%	11.8%	11.8%
İndirgenmiş Nakit Akımı	79.3	65.7	85.7	98.4	85.5	76.3	67.6	59.7	52.9	43.1

AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Sermaye Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Borç Ağırlığı	42.8%	39.2%	35.3%	30.6%	25.4%	19.7%	13.1%	5.6%	2.4%	2.4%
Özkaynak Ağırlığı	57.2%	60.8%	64.7%	69.4%	74.6%	80.3%	86.9%	94.4%	97.6%	97.6%
Borç / Özsermaye	74.7%	64.5%	54.5%	44.1%	34.1%	24.5%	15.1%	5.9%	2.5%	2.5%
Beta	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Borçlanma Maliyeti	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Özkaynak Maliyeti	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
AOSM	9.5%	9.7%	10.0%	10.2%	10.5%	10.8%	11.2%	11.6%	11.8%	11.8%

2034 yılında yatırım harcamalarında belirgin bir artış görülmekte olup bu durum serbest nakit akışında düşüşe neden olmaktadır. Bu artış, uzun vadede operasyonel verimliliği koruyabilmek adına şirketin yenileme/bakım yatırımları için sermaye ayırması gerektiği varsayımımızı yansıtmaktadır.



Değerleme modelimizde kullanılan varsayımlar aşağıdaki tabloda gösterdik. 12 aylık USD/TL kuru tahmini, Merkez Bankası anketleri ve araştırma ekibimizin beklentileri doğrultusunda belirlenmiştir.

Yapılan Varsayımlar	
Sonsuz Büyüme Oranı	1%
USDTRY (Güncel Kur)	38.00
USDTRY 12 Aylık Tahmin	44.40

Hedef Fiyatın Hesaplanması (Mn USD)	
Firma Değeri	1,118
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	95
Borç (-)	690
Adil Değer	524
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	574
Toplam Pay Sayısı (Mn Adet)	705

12 Aylık Hedef Fiyat (USD)	0.81
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	36.10
Cari Fiyat (TL)	18.55
Getiri Potansiyeli (TL)	95%

Nakit, finansal yatırımlar ve 31.12.2024 itibarıyla borçlar

Aşağıdaki tablo, farklı PTF ve sonsuz büyüme oranları için hedef fiyatımızın nasıl değiştiğini göstermektedir.

Hedef Fiyat (TRY)		Elektrik Piyasa Takas Fiyatı (USD/MWh)		
		64	67	70
Sonsuz Büyüme Oranı	0%	30.60	33.50	36.40
	1%	33.10	36.10	39.20
	2%	36.10	39.30	42.50

Aydem için temkinli varsayımlar altında dahi önemli bir yukarı yönlü potansiyel görüyoruz. En kötü senaryomuzda, elektrik fiyatlarının 64 USD/MWh seviyesinde kalması ve sonsuz büyüme oranının %0 olması durumunda, bile hisse %65'lik bir getiri potansiyeli sunmaktadır. Öte yandan elektrik fiyatlarının 70 USD/MWh'ye yükselmesi ve sonsuz büyümenin %2 olması halinde bu potansiyel %129'ye kadar çıkmaktadır. Ayrıca, Aydem'in opsiyonel 500 MW güneş ve rüzgâr santrali yatırımlarını başarıyla hayata geçirmesi durumu yukarı yönlü potansiyel artmaktadır.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Sorumluluk Reddi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. 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.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.