Ülker (ULKER TI)

Promosyonlar hacmi koruyor, marjı değil

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	82,15	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	150,00
Piyasa Değeri (TL / US$ mn)	30.336 / 607	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	-25 / -28
Halka Açıklık Oranı	44	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	466

TMS/TFRS - TL milyon	3Ç26	3Ç25	Yıllık Δ	2Ç26	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	28.947	32.966	-%12,2	28.496	%1,6	28.343	28.480
VAFÖK	2.394	5.848	-%59,1	2.957	-%19,0	2.253	2.296
Net Kar	-546	1.385	a.d.	1.464	a.d.	223	125
VAFÖK Marjı	%8,3	%17,7	-9,4pp	%10,4	-2,1pp	%7,9	%8,1

Kaynak: YKY Araştıma, Şirket, KAP

3Ç26 Sonuçları

Ülker <ULKER TI> 3Ç26'da 546 milyon TL net zarar açıkladı. Biz 223 milyon TL, piyasa ise 125 milyon TL kâr bekliyordu. Sapma faaliyet kârının altından geldi. Net satışlar reel olarak yıllık %12 düşerek 28,9 milyar TL ile beklentilere paralel geldi. VAFÖK yıllık %59 düşerek 2,4 milyar TL oldu ve tahminimizin %6 üstünde, beklentiye paralel geldi (marj: %8,3, yıllık -9,5 puan). Net kur farkı zararı yıllık %57 azalarak 1,6 milyar TL'ye indi. Ancak faiz geliri (1,1 milyar TL, 3Ç25: 1,9 milyar TL) ve parasal kazanç (717 milyon TL, 3Ç25: 993 milyon TL) geriledi. Böylece 89 milyon TL vergi öncesi zarar oluştu. Çoğu ertelenmiş vergiden gelen 376 milyon TL vergi gideri de sonucu net zarara çevirdi.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- **Hacim korunuyor, promosyonlar fiyatı düşürüyor.** Türkiye'de satış hacmi okula dönüş kampanyaları, yeni ürünler ve Dubai çikolatası baz etkisinin azalmasıyla yıllık %1,6 arttı (atıştırmalık: +%2,4). Buna karşın Türkiye satışları reel olarak %12,1 düşerek 19,6 milyar TL oldu. Bu, ~%13,5 reel fiyat/ürün karması düşüşü demek ve 2Ç26'dan iyi değil. Promosyonların payı 9A26'da bisküvi satışlarında %38'e (9A25: %30), kalıp çikolata hacminde %47'ye (%44) çıktı. Yurt dışı satışlar %12,4 düşerek 9,3 milyar TL oldu (hacim: -%2,6). Körfez'deki çatışma talebi zayıflattı, Orta Doğu'da pazar %1,3 daraldı ve Orta Asya'da rekabet sertleşti.
- **Promosyonlar, TMS 29 ve artan girdi maliyetleri marjları baskılıyor.** Brüt kar marjı yıllık 7,9 puan düştü ve %21,3 oldu. Düşüşün çoğu, stoklardaki enflasyon düzeltmesinin satılan malın maliyetine geçmesinden geldi. Girdi maliyetleri de yeniden yükseldi. Kakao ton başına ortalama ~5.750 USD oldu (yıllık -%27, çeyreklik +%49). Buğday yıllık %30, palm yağı %14 pahalandı. Bu, ucuz kakaodan beklediğimiz rahatlamayı sınırlıyor. VAFÖK'ün %82'sini oluşturan Türkiye'de marj %10,0 oldu (3Ç25: %19,7). Yurt dışında marj, artan navlun ve sigorta maliyetlerinin de etkisiyle %4,7'ye indi (3Ç25: %13,7).
- **İşletme sermayesi nakit yaratıyor, borçluluk yine de artıyor.** İşletme sermayesindeki 890 milyon TL'lik çeyreklik azalış düşen faaliyet kârını dengeledi ve şirket çeyrekte 1,8 milyar TL serbest nakit akışı yarattı (yıllık: -%58). Net borç reel olarak çeyreklik bazda yatay kaldı ve 44,6 milyar TL oldu. Ancak son 12 aylık VAFÖK düştüğü için net borç/VAFÖK 2,3x'ten 2,9x'e çıktı.
- **Şirket hedeflerine ulaşmak zor görünüyor.** Şirket 2026 için satışlarda tek haneli düşüş ve %13,5 (±1,5 puan) VAFÖK marjı öngörüyor ve finansal sonuç açıklamasında hedefleri değiştirmedi. 9A26'da satışlar yıllık %8,8 düştü, marj %11,6 oldu. Yıl genelinde %5'lik düşüş için 4Ç26'da ~%7 reel büyüme, %12,0'lik alt sınır için bile ~%13 marj gerekiyor (4Ç25: %12,4). Kendi 2026 tahminimiz de (~%4 düşüş, %13,1 marj) iyimser kalıyor.

Özet Görüşümüz

Sonuçları olumsuz değerlendiriyoruz. Kâr beklentisine karşın gelen net zarar, beklentiye paralel VAFÖK'ün önüne geçiyor. Türkiye'de reel fiyat/ürün karması da hacim artışına rağmen ~%13 düştü. %8,3'lük marj tahminimize yakın, yani faaliyet tarafı

Eren Erciş
eren.ercis@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

korktuğumuzdan kötü değil. Piyasanın olumsuz tepki vermesini bekliyoruz, ancak hissenin yılbaşından bu yana BIST 100'ün %23 gerisinde kalması marj baskısının çoğunu fiyatlıyor. Tahminlerimizi bugünkü analist toplantısının ardından gözden geçireceğiz. **AL tavsiyemizi ve 150 TL/hisse 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse, 2027 tahminlerimize göre 2,1x FD/VAFÖK ile işlem görüyor.**

ULKER - Özet Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (Çeyreksel)

TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
Gelirler	**36.524**	**39.862**	**32.158**	**32.966**	**34.130**	**38.305**	**28.496**	**28.947**
Brüt Kar	10.660	13.329	8.761	9.639	8.483	10.678	6.998	6.167
Faaliyet Giderleri	-4.928	-5.991	-4.774	-4.602	-4.998	-5.881	-4.945	-4.727
Net Faaliyet Karı	5.733	7.338	3.986	5.037	3.485	4.797	2.053	1.440
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-114	608	87	266	-2	397	213	373
Esas Faaliyet Karı	5.618	7.946	4.073	5.303	3.483	5.194	2.265	1.812
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	**6.578**	**8.108**	**4.703**	**5.848**	**4.236**	**5.795**	**2.957**	**2.394**
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	**6.464**	**8.716**	**4.789**	**6.114**	**4.234**	**6.192**	**3.169**	**2.767**
Net Finansman Gelir (Gider)	-3.471	-8.039	-8.191	-7.186	-5.620	-4.448	-3.750	-4.815
Parasal Kazanç (Kayıp)	656	1.045	1.143	993	452	1.237	1.388	717
Vergi Öncesi Kar Zarar	5.006	5.113	1.337	2.464	-609	3.487	1.708	-89
Vergi	-422	-1.300	-282	-1.033	783	-1.414	-302	-376
Azınlık Hissedarları	155	245	48	46	73	282	-58	81
Net Kar	**4.430**	**3.568**	**1.006**	**1.385**	**101**	**1.791**	**1.464**	**-546**

Çeyreksel Büyüme ve Marjlar

Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
Gelirler	7	0	12	5	-7	-4	-11	-12
Brüt Kar	14	4	-1	13	-20	-20	-20	-36
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	12	-2	-15	17	-36	-29	-37	-59
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2	-7	-13	25	-34	-29	-34	-55
Vergi Öncesi Kar Zarar	252	-31	-59	14	n.m.	-32	28	n.m.
Net Kar	60	-19	-58	70	-98	-50	45	n.m.
Çeyreksel Marjlar (%)	**4Q24**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25**	**4Q25**	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26**
Brüt Kar	29,2	33,4	27,2	29,2	24,9	27,9	24,6	21,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,0	20,3	14,6	17,7	12,4	15,1	10,4	8,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	17,7	21,9	14,9	18,5	12,4	16,2	11,1	9,6
Net Finansman Gelir (Gider)	-9,5	-20,2	-25,5	-21,8	-16,5	-11,6	-13,2	-16,6
Parasal Kazanç (Kayıp)	1,8	2,6	3,6	3,0	1,3	3,2	4,9	2,5
Vergi Öncesi Kar Zarar	13,7	12,8	4,2	7,5	-1,8	9,1	6,0	-0,3
Net Kar	12,1	9,0	3,1	4,2	0,3	4,7	5,1	-1,9

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)

TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Gelirler	**136.846**	**136.687**	**140.010**	**141.510**	**139.117**	**137.559**	**133.897**	**129.878**
Brüt Kar	40.788	41.325	41.276	42.389	40.211	37.560	35.797	32.325
Faaliyet Giderleri	-18.373	-19.055	-19.858	-20.295	-20.365	-20.255	-20.426	-20.551
Net Faaliyet Karı	22.415	22.270	21.419	22.094	19.846	17.305	15.372	11.774
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	818	356	441	847	959	748	874	980
Esas Faaliyet Karı	23.234	22.626	21.859	22.940	20.805	18.053	16.245	12.755
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	**25.378**	**25.233**	**24.407**	**25.237**	**22.894**	**20.581**	**18.835**	**15.382**
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	**26.196**	**25.589**	**24.848**	**26.083**	**23.854**	**21.329**	**19.709**	**16.362**
Net Finansman Gelir (Gider)	-16.764	-22.446	-26.278	-26.887	-23.355	-25.444	-21.003	-18.632
Parasal Kazanç (Kayıp)	6.041	4.398	3.933	3.836	3.633	3.825	4.070	3.794
Vergi Öncesi Kar Zarar	17.843	15.547	13.622	13.919	8.304	6.678	7.049	4.497
Vergi	-4.799	-3.756	-3.290	-3.036	-1.831	-1.946	-1.965	-1.309
Azınlık Hissedarları	1.002	606	515	494	412	449	343	377
Net Kar	**12.042**	**11.185**	**9.818**	**10.389**	**6.060**	**4.283**	**4.741**	**2.810**

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar

Son 12 Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Gelirler	4	1	5	5	2	1	-4	-8
Brüt Kar	7	4	2	7	-1	-9	-13	-24
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2	-2	-6	2	-10	-18	-23	-39
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-8	-16	-9	0	-9	-17	-21	-37
Vergi Öncesi Kar Zarar	59	29	-33	-2	-53	-57	-48	-68
Net Kar	52	43	-34	0	-50	-62	-52	-73
Son 12 Ay Marjlar (%)	**2024/12**	**2025/03**	**2025/06**	**2025/09**	**2025/12**	**2026/03**	**2026/06**	**2026/09**
Brüt Kar	29,8	30,2	29,5	30,0	28,9	27,3	26,7	24,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,5	18,5	17,4	17,8	16,5	15,0	14,1	11,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	19,1	18,7	17,7	18,4	17,1	15,5	14,7	12,6
Net Finansman Gelir (Gider)	-12,2	-16,4	-18,8	-19,0	-16,8	-18,5	-15,7	-14,3
Parasal Kazanç (Kayıp)	4,4	3,2	2,8	2,7	2,6	2,8	3,0	2,9
Vergi Öncesi Kar Zarar	13,0	11,4	9,7	9,8	6,0	4,9	5,3	3,5
Net Kar	8,8	8,2	7,0	7,3	4,4	3,1	3,5	2,2

Bilanço

TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Dönen Varlıklar	**105.949**	**114.261**	**118.084**	**116.867**	**105.553**	**101.778**	**101.570**	**99.934**
Nakit ve Nakit Benzerleri	42.818	35.398	38.210	38.370	28.997	19.395	23.614	22.095
Ticari Alacaklar	35.636	40.478	36.989	38.424	36.450	39.188	33.811	35.673
Stoklar	19.251	28.237	32.874	29.898	29.428	32.164	33.233	30.717
Diğer Dönen Varlıklar	8.244	10.148	10.010	10.174	10.678	11.031	10.912	11.449
Duran Varlıklar	**52.603**	**51.738**	**51.669**	**50.757**	**52.164**	**50.286**	**50.265**	**50.693**
Finansal Varlıklar & Equity Pick Up	7.984	7.803	7.801	7.579	6.403	6.010	5.879	5.856
Maddi Duran Varlıklar	37.844	37.257	36.864	36.672	38.950	37.871	37.425	37.362
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.760	2.701	2.709	2.629	2.595	2.463	2.403	2.391
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	0	0	0	0	0
Şerefiye	3.590	3.600	3.784	3.606	3.568	3.301	3.242	3.236
Ertelenmiş Vergi Varlığı	251	163	308	105	394	348	372	377
Diğer Duran Varlıklar	174	214	203	167	254	294	946	1.471
Toplam Varlıklar	**158.552**	**165.999**	**169.753**	**167.624**	**157.717**	**152.065**	**151.836**	**150.627**
KV Yükümlülükler	**46.285**	**50.241**	**81.531**	**78.923**	**43.871**	**39.841**	**40.091**	**39.278**
KV Borçlar	24.855	29.420	61.935	60.921	21.802	19.640	20.506	19.453
Ticari Borçlar	16.709	14.579	13.988	12.618	17.661	13.683	14.756	14.992
Diğer KV Yükümlülükler	4.721	6.242	5.608	5.384	4.408	6.518	4.829	4.834
UV Yükümlülükler	**57.794**	**57.838**	**34.704**	**33.457**	**56.815**	**53.687**	**55.058**	**54.974**
UV Borçlar	53.267	52.517	29.120	27.910	49.488	46.171	47.555	47.212
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.798	2.655	2.674	2.752	4.329	4.604	4.497	4.858
Diğer UV Yükümlülükler	2.729	2.666	2.911	2.794	2.998	2.911	3.006	2.904
Azınlık Hissedarları	**3.569**	**3.734**	**3.148**	**3.155**	**3.200**	**3.153**	**2.824**	**2.847**
Toplam Özkaynaklar	**50.904**	**54.186**	**50.371**	**52.089**	**53.832**	**55.384**	**53.863**	**53.528**
Toplam Yükümlülükler	**158.552**	**165.999**	**169.753**	**167.624**	**157.717**	**152.065**	**151.836**	**150.627**

Nakit Döngü & NİS

	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Net Nakit Döngüsü (Gün)	94	160	166	163	121	171	161	159
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	85	108	96	99	95	104	92	100
Stok Döngü (Gün)	74	108	122	110	90	117	124	115
Ticari Borç Ödeme (Gün)	66	56	52	46	63	50	55	56
Net İşletme Sermayesi (Ana) (TLmn) (*)	38.178	54.136	55.875	55.705	48.216	57.668	52.288	51.398
Gelirlere Oranı	28%	40%	40%	39%	35%	42%	39%	40%
Brüt Kara Oranı	94%	131%	135%	131%	120%	154%	146%	159%

Borçluluk

	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Net Borç (Nakit) (TLmn)	35.304	46.539	52.844	50.461	42.293	46.415	44.446	44.570
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,7	0,9	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	1,3	1,8	2,1	1,9	1,8	2,2	2,3	2,7
Esas Faal.Karı / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-1,3x	-1x	-0,8x	-0,8x	-0,8x	-0,7x	-0,7x	-0,6x
Borç / (Borç + Özkaynak)	61%	60%	64%	63%	57%	54%	56%	55%

Getiri (%)

	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Özkaynak Karlılığı (%)	**26%**	**23%**	**20%**	**21%**	**12%**	**8%**	**9%**	**5%**
Net Kar Marjı (%)	9%	8%	7%	7%	4%	3%	4%	2%
Varlık Devir Hızı	90%	88%	89%	88%	88%	86%	83%	82%
Finansal Kaldıraç Oranı	326%	316%	327%	327%	302%	290%	309%	301%
ROIC (**)	**28%**	**25%**	**24%**	**25%**	**23%**	**18%**	**16%**	**13%**
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	81.715	91.430	90.954	93.213	90.098	101.174	100.154	100.172

Nakit Akım Tablosu (Çeyreksel)

TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
Faaliyetlerden Nakit	7.257	-8.488	2.239	3.180	10.408	-5.120	6.075	1.982
Yatırımlardan Nakit	176	814	1.563	1.177	127	707	172	-133
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-3.776	4.169	1.214	-1.636	-18.483	-2.543	-301	-2.069
Toplam Nakit Girisi	3.656	-3.506	5.017	2.721	-7.948	-6.957	5.946	-220
Toplam SNA Girisi	7.433	-7.675	3.802	4.357	10.535	-4.413	6.247	1.849
Gelirlere Oranı	20%	-19%	12%	13%	31%	-12%	22%	6%

Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)

TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09
Faaliyetlerden Nakit	9.418	2.795	-1.020	4.188	7.339	10.707	14.543	13.345
Yatırımlardan Nakit	559	1.742	2.812	3.730	3.681	3.574	2.183	872
Finansal Faaliyetlerden Nakit	13.863	13.745	14.014	-29	-14.736	-21.448	-22.964	-23.397
Toplam Nakit Girisi	23.840	18.282	15.806	7.888	-3.716	-7.167	-6.238	-9.179
Toplam SNA Girisi	9.977	4.537	1.792	7.917	11.020	14.281	16.726	14.217
Gelirlere Oranı	7%	3%	1%	6%	8%	10%	12%	11%

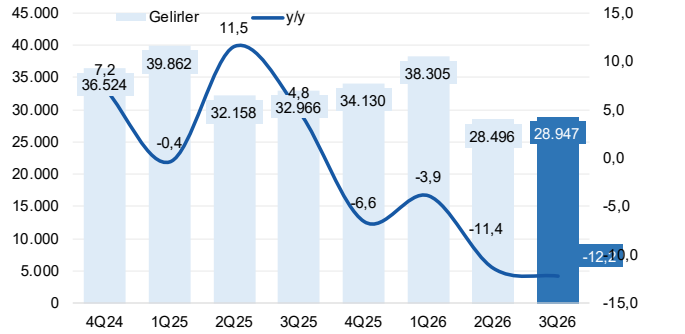
Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)

	Pre	Post	Chg.
Gelirler	137.559	133.897	-3%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	20.581	18.835	-8%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	21.329	19.709	-8%
Toplam SNA Girisi	14.281	16.726	17%
Net Kar	4.283	4.741	11%
Toplam Özkaynaklar	55.384	53.863	-3%
Piyasa Çarpanları (x) (***)	**Pre**	**Post**	
FD / Gelirler	0,5	0,6	
FD / VAFÖK ('Diğer Gel. (Gid.) Hariç)	3,6	4,7	
FD / VAFÖK ('Diğer Gel. (Gid.) Dahil)	3,4	4,4	
FD/Net Faaliyet Varlıklar	0,7	0,7	
FD/SNA	4,1	5,1	
F/K	6,4	10,8	
F/D	0,6	0,6	

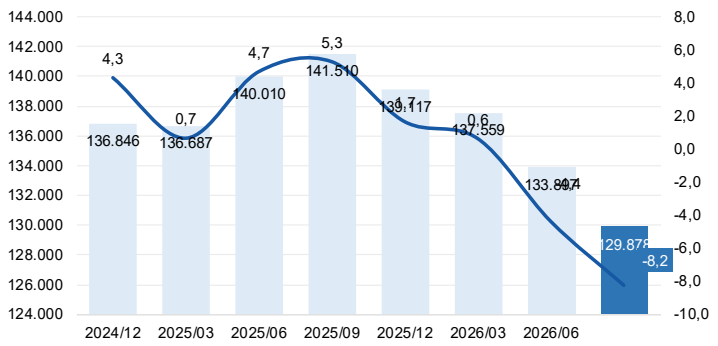
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Esas Faaliyet Karı / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili dönemin dönem sonu bakiyeleri üzerinden hesaplanmıştır.

ULKER - Özet Finansal Sonuçlar

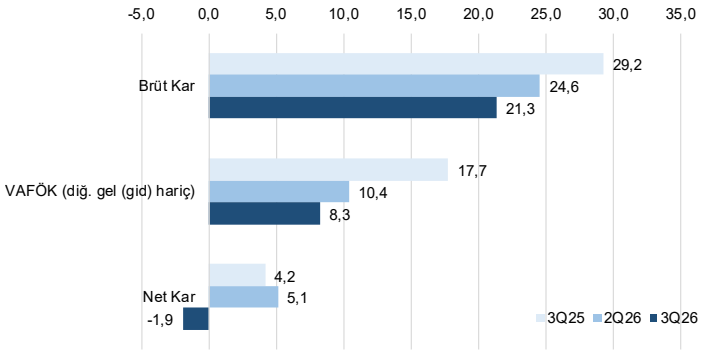
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)



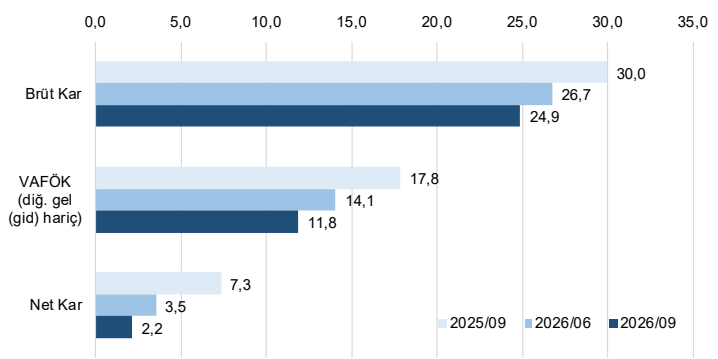
Son 12 Büyüme (y/y) (%)



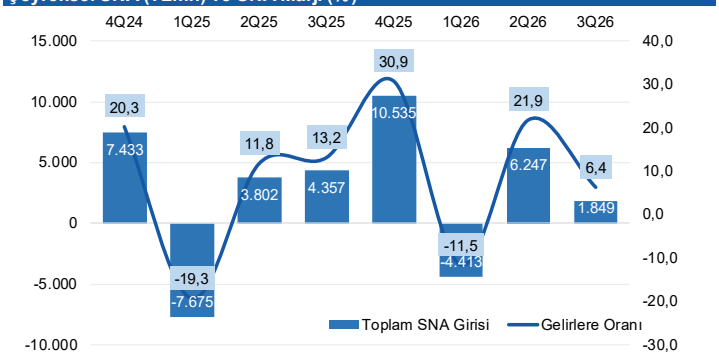
Çeyreksel Marjlar (%)



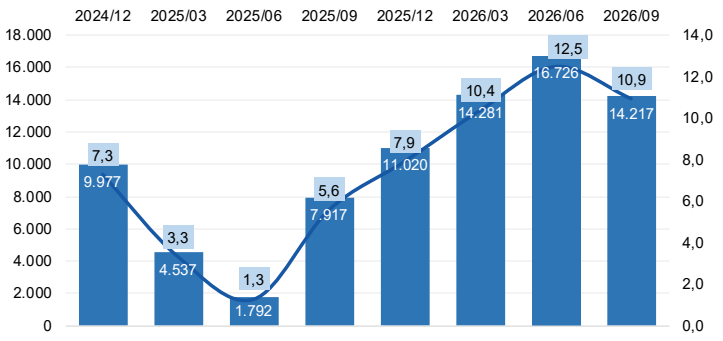
Son 12 Ay Marjlar (%)



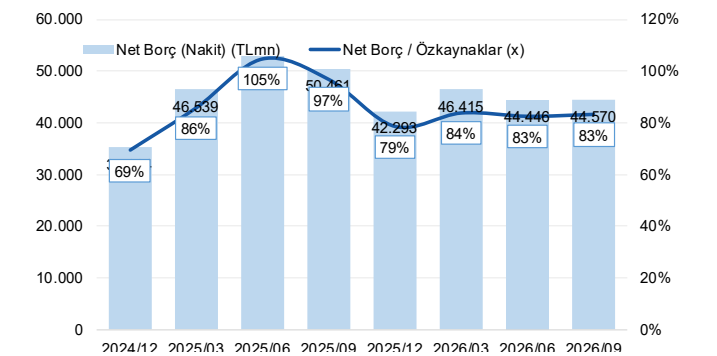
Çeyreksel SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



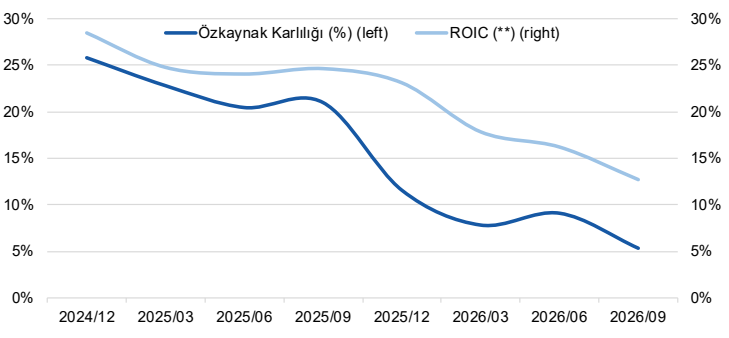
Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



Borçluluk



Getiri (%)



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.