

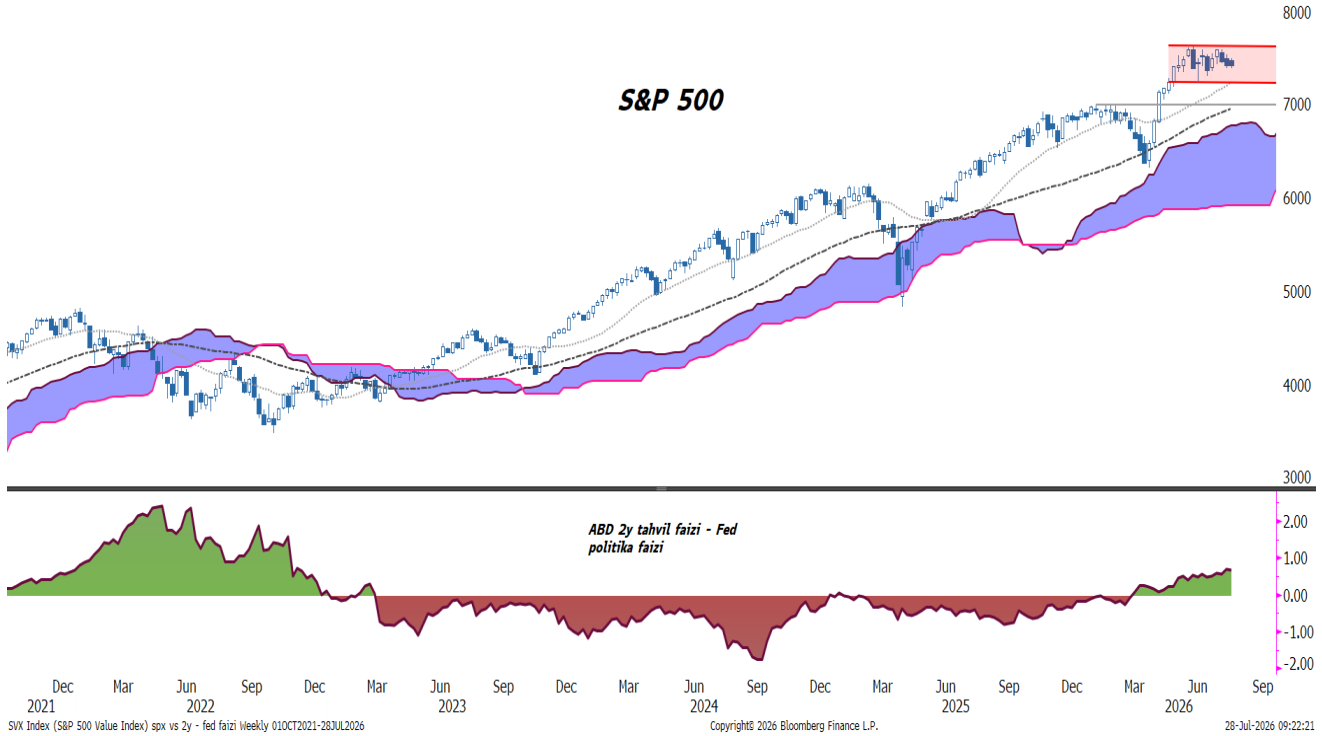
S&P 500 beklentileri...

S&P 500 endeksi son dönemde sıkıştığı 7,200-7,600 bandında yüksek volatilité ile hareket ederken, önümüzdeki günlerde gelecek olan teknoloji bilançoları bu bandın bir yöne kırılımı konusunda etkili olacaktır.

Biz yatırımcıların optimist büyüme beklentilerini de göz önüne alarak özellikle önümüzdeki üç ay için endekste aşağı yönlü risklerin arttığını, S&P 500 endeksinin **7,000** seviyelerine doğru geri çekilebileceğini ve önceki raporumuzda bahsettiğimiz **risk azaltmaya ve nakit yaratmaya yönelik rotasyonların kullanılmasının** mantıklı olacağını düşünüyoruz.

“Biriken riskler ve rotasyonlar”

Özellikle Harika 7’lide yapay zekanın gelişimi ve yaygınlaşmasından uzun vadede en çok faydalanacağını düşündüğümüz, uzun vadeli büyüme beklentisine göre ucuz değerlemelere sahip olan Alphabet’in son derece güçlü bilançosuna yatırımcıların olumsuz tepkisi, yapay zeka teması etrafındaki hisselerle yönelik spekülatif risk iştahının giderek kırılganlaştığının önemli bir işareti idi. Yatırımcıların Alphabet’e verdikleri tepki, bu hafta gelecek endekste çok büyük ağırlığı olan diğer mega-cap teknoloji şirketlerinin hisselerinin de bilançolar sonrasında baskılanacağı kaygılarını artırdı.

**Bilanço beklentilerinin aşırıya kaçması ve YZ yatırımlarına verilen tepki kaygı verici...**

Endeks üzerindeki risklere, önceki raporda aşağıdaki şekilde değinmiştik:

- ✗ Bilanço sezonunda S&P 500’den ilk defa %20 üzerinde kar büyüme beklentisi ve aşırıya kaçmaya başlayan optimizmin hayal kırıklığı yaratma potansiyeli
- ✗ Petrol fiyatlarındaki yükselişin daha kalıcı hale gelebileceği algısının, uzun vadeli enflasyon beklentilerini bozma riski
- ✗ FED’den beklenen faiz indiriminin, faiz artırımına çevrilmesi ve para politikası tarafında seçim öncesi bir ekonomiye bir destek gelmeyeceğinin anlaşılması
- ✗ Gümrük vergileri, korumacı politikalar ve ticaret savaşlarının tekrar gündeme gelmesi
- ✗ Uzun vadeli tahvil faizlerindeki yukarı hareketlerin FED’in şahin mesajlarına rağmen yukarı yönlü baskıya devam etmesi
- ✗ Yapay zeka temasında bir soluklanma için, kapasite fazlası ve büyük sermaye harcamalarına yönelik endişenin kullanılması

Aşağı yönlü riskler canlı kalıyor...

Yukarıda bahsedilen risklerin canlı kalmaya devam ettiğini gözlemliyoruz. Petrol fiyatları bu hafta başında bir miktar gerilese de, ateşkesin son derece kırılğan olması, Brent ve WTI benchmarklarının \$80-\$90 bandında seyretmesi ve mevsimsel olarak talebin güçlü kaldığı bir dönemde global envanterin son derece kırılğan seviyelerde olması bize **petrol fiyatları ve enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklerin geçmediğini** düşündürüyor.

Her ne kadar ateşkes anlaşması ile beraber ilk etapta körfezde sıkışan ve depolarda tutulan varillerin serbest kalması arza hızla etki ederek fiyatları aşağıya çekmiş olsa da, savaş ortamının devam etmesi, petrol fiyatlarındaki sert volatilité ve **midstream olarak adlandırdığımız petrol taşımacılığında risk priminin giderek daha kalıcı** hale gelmeye başlaması, fiyatları yukarıda tutmaya devam edebilir. Yüksek petrol fiyatlarının temel mal fiyatlarına etkisinin yanı sıra, tüketicilerdeki psikolojik etkisi ve bunun harcamalara yansması da enflasyonla olan bağıı güçlendiriyor.

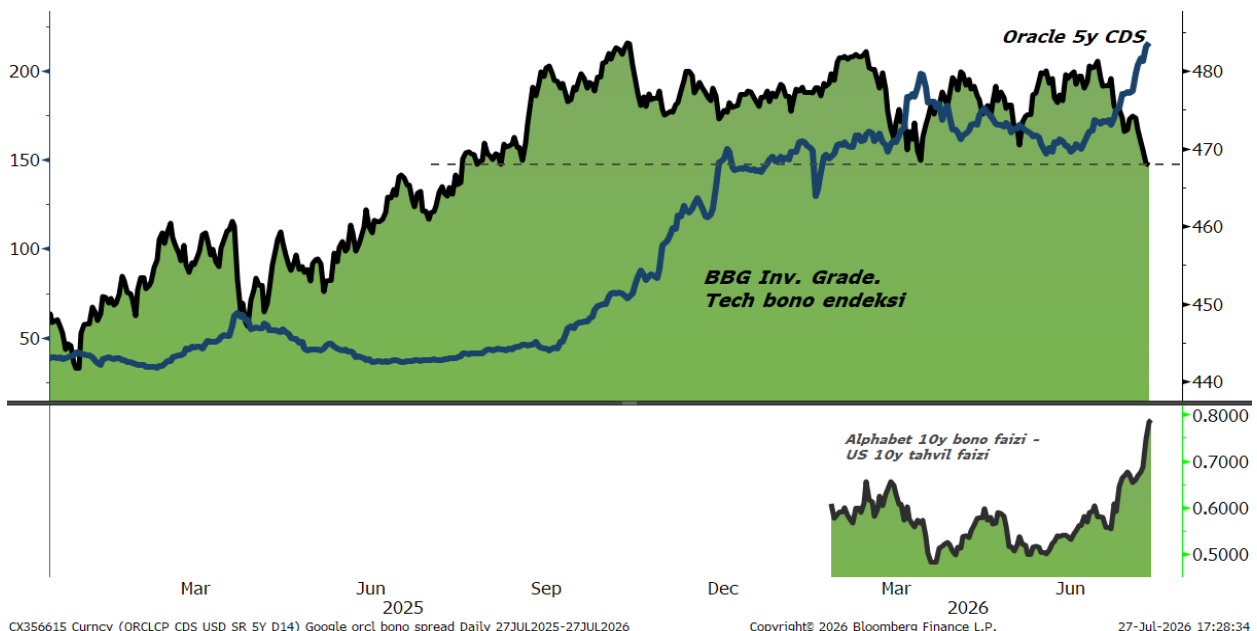
Diğer taraftan yapay zekaya hassas hareket eden ve bu sene son derece güçlü performans gösteren hisselerde yatırımcıların kar alma eğilimleri, giderek artan sermaye harcamalarının getirisine yönelik endişeler, S&P 500'de tarihsel ortalamaların çok üzerine yükselen çeyreklik ve senenin tamamına yönelik kar büyüme beklentisi (+%24) ve bu beklentinin çok az sayıda şirkete odaklı olması, geçtiğimiz hafta gelen ilk önemli tech bilançosu olan Alphabet'in güçlü rakamlarına yatırımcıların kar satışına giderek tepki vermesi, **risk iştahındaki kırılğanlıkların geçen hafta da devam ettiğini** ortaya koyan bazı dinamiklerdi. Bu hafta hisse senetleri üzerinde risk oluşturabilecek bir diğer konu da FED'den gelebilecek şahin mesajlar ve Eylül ayında bir faiz indirimi ihtimalinin daha da altının çizilmesi olacaktır.

Yapay zeka yatırımlarına yönelik endişeler bono piyasalarında da fiyatlanıyor...

Yatırımcıların bu sene çok güçlü performans göstermiş olan yapay zeka altyapı yatırımlarından en çok faydalanan donanım ekosistemi ağırlıklı hisselerinden çıkışı ve genel anlamda bu temaya uzun vadeli büyük yatırımlar yapan şirketlere mesafeli yaklaşımlarının bir yansımasını da bono piyasalarındaki rahatsızlıkta görüyoruz.

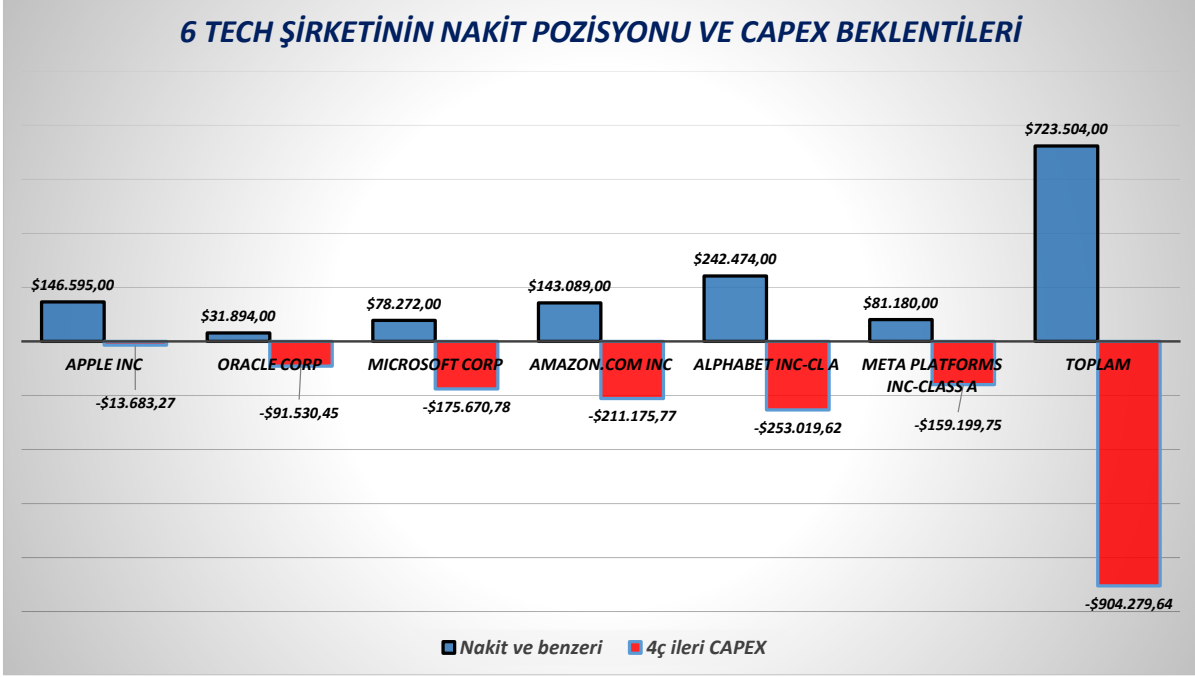
Veri merkezi altyapısı konusunda en agresif yatırımları yapan ve bu sırada bilançosunda finansal kaldıracı ciddi şekilde büyüten Oracle'ın CDS'leri, yatırımcıların yapay zeka temasına bakışlarının adeta bir barometresi haline gelmişti. Buna ek olarak son dönemde Alphabet, Amazon gibi şirketlerin, ikincil piyasadaki hisse satışlarının yanı sıra düşük spread'leri göz önüne alarak bono piyasalarında da borçlanmaya gitmeleri ile bu şirketlerin bonoları giderek ön plana gelmeye başladı.

Son dönemde gerek bu şirketlerin bonolarının tahvil faizleri ile farklarının açılması, gerek kredi risk primlerindeki sert yukarı yönlü hareketler ve bonoların değer kaybetmeye başlaması, bono piyasalarında da risklerin daha belirgin bir şekilde fiyatlanmaya başladığını gösteriyor.



Nakit akışlarındaki kırılganlığın etkisi şirketlere farklı yansıyacaktır...

Finansal koşulların sıkılaşıcağı veya en azında sıkı kalmaya devam edeceği bir dönemde dev teknoloji şirketlerinin yatırımlarını artırmaları ve bu yatırımların geri dönüşlerinin daha uzun vadede olması dolayısıyla bilançolarda oluşan bozulma, özellikle bono yatırımcılarını rahatsız eden bir gelişme. Hisse yatırımcıları orta/uzun vadede bu yatırımların karşılığını fazlasıyla alma potansiyellerinin var olmasına karşılık, bono yatırımcıları için belirli bir getiri için giderek artan riskler daha rahatsız edici hale gelebilir. Burada şirketlerin ayrı ayrı değerlendirilmesi daha doğru olacaktır **Microsoft, Alphabet ve Amazon gibi güçlü nakit pozisyonuna ve nakit akışına sahip şirketler bu yatırım döngüsünü rahatlıkla atlatacak finansal güce sahip iken Oracle'ın kırılgan finansalları hisseyi teknoloji şirketlerinde oluşan türbülansa daha kırılgan hale getiriyor.**



ServiceNow, Intel, Tesla bilançoları...

Geçtiğimiz hafta gelen bilançolar arasında Alphabet ve ServiceNow bilançolarını beğendik ve yatırımcı tepkilerinin hisseleri haksız yere cezalandırdığını düşünüyoruz. Alphabet'in bilanço sonrasındaki düşüşü, yapay zeka temasına hassas olan şirketlerin kısa süreli bir türbülansa girebileceklerini düşündürüyor.

- ✓ **Alphabet'ten son derece güçlü bilanço ve her iş kolunda sağlıklı büyüme, satışlar alım fırsatı...**
tarafında artan yatırım harcamalarının nakit akışını baskılaması yatırımcılarda endişe yarattı ancak satışları haklı bulmuyoruz. Aşağıda Alphabet hakkında daha detaylı yorumları bulabilirsiniz.
- ✓ **ServiceNow'da yapay zekanın yıkıcı etkisi henüz hissedilmiyor, hisse cazip seviyelerde...**
ServiceNow, bizim yazılım hisseleri arasında yanlış fiyatlandığını ve yapay zekanın yazılım üzerindeki yıkıcı etkisini fiyatlanandan daha sınırlı hissedeceğini düşündüğümüz bir hisse. Nitekim son dönemde yapay zeka ajanlarını organize eden bir kontrol kulesi olarak konumlandırılabilceği yorumları ile hisse bir dip yapma eğilimine girdi. Bunun yanı sıra şirketin iş akışlarına ve ortaya çıkan problemlerin çözümüne yönelik oluşturduğu dev data setinin de giderek daha önemli bir katma değer haline geleceği gibi konular ServiceNow'a olan bakışı değiştirmeye başladı.

Nitekim bilançoda yapay zekayı içeren kontratların \$1 milyar üzerine çıkması, kullanıcıların sistemlerde dokuz kat fazla yapay zeka kullanması ve yapay zeka paketlerinin %20-30 bandında daha yüksek fiyatlarla satılması gibi faktörler, yapay zekanın şirkete katkısını da ortaya koyuyor. Her ne kadar brüt marjda sınırlı bir gerileme olsa (yapay zeka kullanımının şirkete maliyeti burada etkili olmuş olabilir) da bu faaliyet marjı ile kısmen telafi edildi.

Operasyonel nakit akımı yapay zeka yatırımları ve Armis alımının etkileriyle baskılansa da, biz şirketin satışlarındaki %24 büyümeyi, yapay zekanın giderek daha etkin kullanılması ve satışlara olumlu katkısını, sene sonu projeksiyonlarında üyelik bazlı gelir beklentisinin %21'e yükseltilmesini, beklenti üzerinde gelen kar ve satış rakamlarını olumlu buluyoruz ve bilançonun hisse üzerindeki baskıyı azaltmasını bekliyoruz. Değerlemelere baktığımızda da pesimist beklentilerin çarpanlarda yarattığı daralmayı aşırı buluyoruz (16x harmanlanmış 4ç FD/FAVÖK çarpanı tarihsel olarak %50 iskontoya işaret ediyor), önümüzdeki dönemde yazılım tarafına olan fon akımları ve şirketin yapay zeka tehdidine daha korunaklı olduğunun anlaşılması ile hissenin de yeniden fiyatlanacağını ve \$100-\$110 bandında hissenin cazip bir orta vadeli yatırım olduğunu düşünüyoruz.

- ✓ **Intel'deki toparlanma hissede fazlasıyla fiyatlandı aşağı potansiyel devam ediyor...** Intel beklentilerden çok daha güçlü bir bilanço açıklamış olsa da, biz bu rakamların hissede fazlasıyla fiyatlandığını ve Intel'in 64x 2026s ileri F/K gibi çok pahalı değerlemeleri hak edecek temel dinamiklere sahip olmadığını ve hissede aşağı yönlü potansiyelin devam ettiğini düşünüyoruz. Intel'de satışlar ikinci çeyrekte veri merkezi segmentindeki %59 büyümenin etkisi ile %25 artarken, bir sonraki çeyrek için satış beklentisi yukarıya çekildi. Brüt marjın %40 üzerine çıkması ve 13 puan genişlemesi olumlu bir dinamiktir, ancak önümüzdeki üç sene ortalama %15 büyümesi beklenen ve düşük çift haneli kar marjına sahip, yapay zeka harcamalarına çok hassas ve oldukça döngüsel talep dinamikleri olan bir hisseye yukarıdaki çarpanın atfedilmesi bize mantıklı gelmiyor. Burada CPU talebinin giderek artacağı ve yapay zeka kullanımının veri merkezleri dışına çıkarak devam etmesinin satışlar üzerindeki olumlu etkisini, Taiwan'a yönelik risklerin Intel'e yansımaları, satışlardaki toparlanma ve yaratılan büyümeyi ve şirketin hükümetin de desteği ve yeni yönetim ile bir dönüşüm içerisinde olmasını olumlu karşılamakla beraber bu dinamiklerin hissede fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz.
- ✓ **Tesla'ya destek olan en önemli dinamik SpaceX ile birleşme ihtimali...** Harika 7'li içerisinde en olumsuz baktığımız ve aşağı yönlü potansiyel gördüğümüz hisse olan Tesla'nın ana iş kolu olan elektrikli araçlar tarafında global bazda rekabetin artması, büyük ekonomilerde sektörün büyümesinin yavaşlaması ve bu dinamikleri Tesla'nın ciddi şekilde finansallarında hissetmesi, bize şirketin 176x 2026s F/K çarpanını hak etmediğini düşündürüyor. Özellikle satışların geçtiğimiz sene %3 gerilediği ve 2025 senesinde sadece %1 büyüdüğü düşünüldüğünde. Bilançoda satışların %26 artması ve sene sonunda tekrar düşük tek haneli seviyelerde büyüme beklentisi satışlardaki düşüş trendinin sona erdiği işareti veriyor ancak biz rekabetin bu kadar hızlandığı ve kar marjlarının baskılandığı tüketici odaklı bir sektörde, global merkez bankalarının sıkılaşma eğilimi de göz önüne alındığında temkinli davranılması gerektiğini düşünüyoruz.

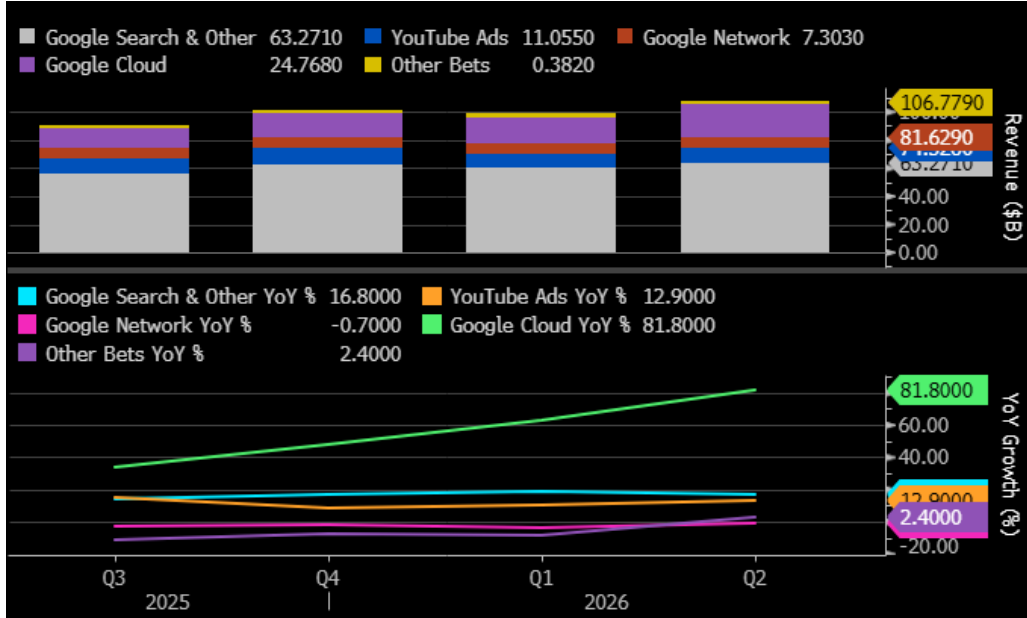
Yatırımcılar Tesla'nın hikayesinde elektrikli araçlardan çok otonom sürüş ve robotlarla beraber yaratılacak gelecekteki büyümeyi ön plana çıkararak şirkete çok yüksek değerleme çarpanları atfediyorlar ve Elon Musk'ın bu beklentileri canlı tutma isteği ile beraber şirketten Cybercab üretiminin başladığı ve Optimus'un da bu sene başlayacağına yönelik mesajlar geldi. Ancak **hissenin pahalı değerlemelerini ve endekste yukarıda bahsettiğimiz kırılma noktaları göz önüne alarak biz bu noktada uzun vadedeki spekülasyon beklentilerin bu kadar ağırlıklı olduğu bir hisseye mesafeli yaklaşıyoruz ve temel bir bakış açısı ile ciddi bir aşağı yönlü potansiyel olduğunu düşünüyoruz.**

Bize göre Tesla hissesi üzerindeki en önemli spekülasyon dinamik, ek bir büyüme hikayesinin yanı sıra, önümüzdeki dönemde oldukça yüksek bir değerleme ile SpaceX ile birleşmesi olacaktır. Elon Musk'ın şirketler üzerindeki kontrolü düşünüldüğünde önümüzdeki bir veya iki sene içerisinde böyle bir hamle görebiliriz. Ancak SpaceX'in de, halka arz fiyatı altına gerilemesine rağmen halen oldukça uç seviyelerde pahalı (40x ileri F/Satış) değerlemelerle işlem görmesi ve bize göre hikayedeki en kırılma noktası olan henüz bu değerlemeye baz teşkil eden iş kolunda (orbital compute) herhangi bir faaliyetinin olmaması, bu şirketin hissesine yönelik de aşağı yönlü ciddi bir potansiyel görmemize neden oluyor.

Alphabet'de düşüşler uzun vadeli yatırımcılar için alım fırsatı...

Alphabet'in satış ve kar büyümesi, kar marjları, ileri yönelik büyüme profili, farklı iş kollarının performansı ve yapay zeka yatırımlarının geri dönüşünü sağlama kabiliyetine baktığımızda, oldukça güçlü rakamlar görüyoruz.

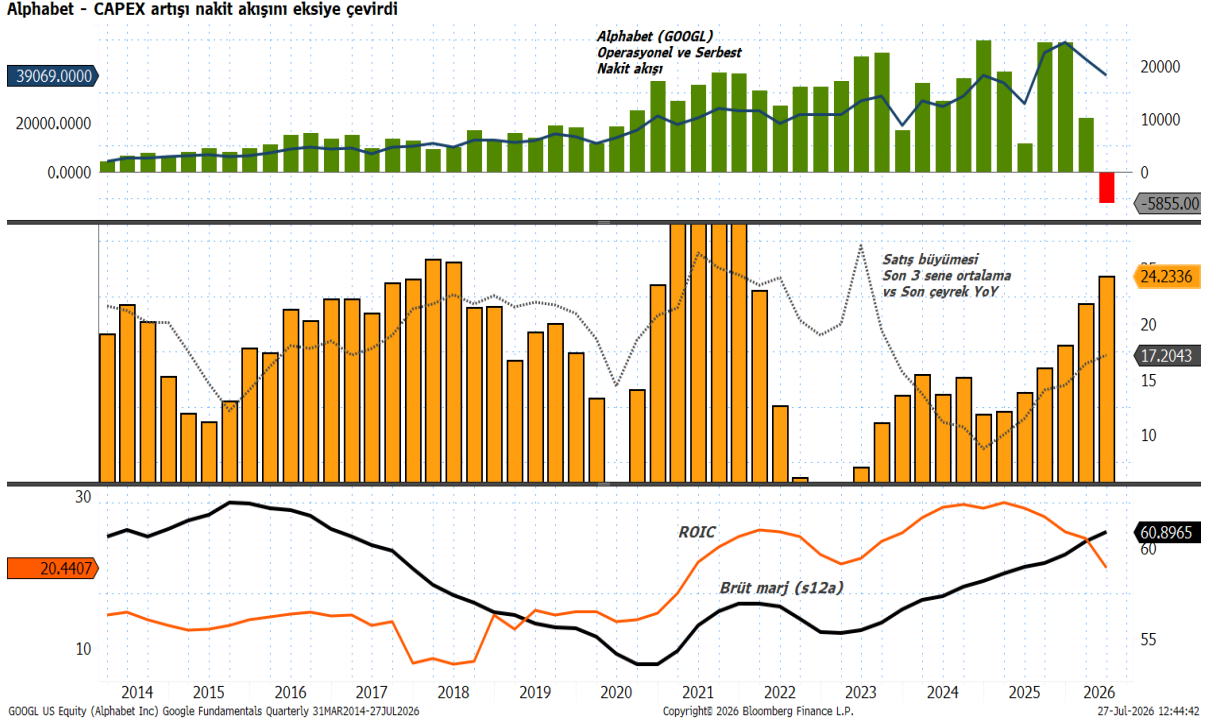
- ✓ Satışların (+%24 YoY) ve arama gelirlerinin (+%17YoY) sağlıklı büyümesi finansallara büyük katkı sağlarken, iş kolları arasında en güçlü büyüme, yapay zeka altyapısına yönelik talebin etkisiyle Google Cloud tarafından geldi (yıllık %82 büyüme) ve şirket bu alanda Microsoft ve Amazon gibi çok önemli rakiplerinin neredeyse iki katı bir büyüme hızına ulaştı.
- ✓ Biz önceki çeyreklerde de Google Cloud'un büyümesinin giderek net kara etkisinin artacağına ve özellikle yapay zeka ürünlerinin bu alana olan katkısının giderek daha önemli hale geleceğine değinmiştik. Nitekim bu iş kolu toplam satışların %21'ini, faaliyet karının %22'sini oluşturmaya başladı bile. Bu tarafta faaliyetlerden kar marjı da ölçek ekonomisinin etkisi ile %21 seviyelerinden %36 civarına yükselirken, faaliyet kârı üç kattan fazla artarak \$8,8 milyara ulaştı.
- ✓ YouTube Reklam gelirleri de ABD'deki dünya kupası ve kısa videoların olumlu katkısı ile beklentilerden güçlü, %13 büyüdü.
- ✓ Yapay zeka uygulamaları tarafında şirketin tüketicilere sunduğu Gemini app'inin kullanıcı sayısı hızla büyüyerek 980 milyon aylık kullanıcıya ulaşması, şirketin yapay zeka modellerinin tüketici tarafında önemli bir karşılık bulduğunu gösteriyor.
- ✓ Net kâr rakamındaki \$112,1 milyar dolar tutarı ilk etapta çok yüksek görülürken, burada şirketin daha önce yatırım yaptığı SpaceX ve Anthropic gibi şirketlerin hisse değerlerindeki hızlı artıştan kaynaklanan yaklaşık \$98 milyarlık net kazanç bu büyük kar rakamında etkili oldu. Düzeltilmiş kara baktığımızda da \$35 milyar ile yine %24 üzerinde son derece sağlıklı bir büyüme vardı.



Yatırımcıların satışa gitmesine neden olabilecek olumsuz dinamiklere baktığımızda:

- ✗ Sermaye harcamalarının yıllık bazda iki katına çıkarak \$44,9 milyara ulaşması ve bunun serbest nakit akışını baskılayarak halka arzdan bu yana ilk defa negatife(-\$5,9 milyar) çekmesi, yatırımların geri dönüşüne yönelik kaygıları alevlendirdi. Operasyonel nakit akışının yıllık %41 artarak \$39,1 milyara yükselmesi dahi sermaye harcamalarını karşılamaya yetmedi. Şirketin 2025 senesinde \$73 milyar serbest nakit akışı yarattığı, bu sene bu rakamın \$5 milyara, seneye ise -\$22 milyara gerilemesinin beklendiğini not edelim.
- ✗ Şirketin 2026 mali yılı için CAPEX beklentisini de \$185 milyardan \$200 milyara çekmesi de yatırımcıları rahatsız etti ancak buna karşılık son üç yılın en güçlü satış büyümesinin sergilendiği unutulmamalı. Hala kapasitenin yetersiz olması dolayısıyla dışarıdan kullanılacak bilişim kapasitesi de marjları baskılayabilecek bir unsur.
- ✗ Nakit akışının sermaye yatırımların kullanılması dolayısıyla hisse geri alımları dururken, 2017'nin dördüncü çeyreğinden bu yana aralıksız devam eden 33 çeyreklik geri alım süreci sona erdi.

- ✗ Yatırılmış sermaye getirisinde zayıflama dikkati çekiyor. Ancak **bunun nedeninin rekabet avantajının kaybolması veya yapısal olarak büyüme profilindeki bozulma değil, uzun vadeli yatırımların sonuçlarının finansallara henüz sınırlı yansımaları olduğu** unutulmamalı. Nitekim şirketin sağlıklı büyüme hızı ve genişleyen kar marjları da buna işaret ediyor.



Net net bize göre şirketin her iş kolunda sergilediği güçlü performans, yapılan yapay zeka yatırımlarının geri dönüşünü alma yolunda doğru yolda ilerlediğini gösteriyor. Alphabet'in geçmişte defalarca yaptığı yatırımlarla gerek organik, gerekse de inorganik anlamda çok ciddi büyüme yaratarak güçlü bir kanıtlanmış yatırım performansına sahip olması da, son dönemde hızlanan yapay zeka yatırımları konusunda şirkete kredi verilmesine neden olmalı. Şirketin gerek ticari, gerekse de tüketici tarafında yapay zekayı monetize ederek karını büyüteceği bir çok iş kolunda lider platformlarının olması da bu konuda önemli bir avantaj.

Nitekim şirket bu dev yatırımların cazip bir getiri oranı ile geri dönüşünü sağlayabileceğinin ilk sinyallerini de ivmelenen cloud ve yapay zeka uygulamaları büyümesi ile veriyor. Bunlara ek olarak değerlemelere baktığımızda da şirketin büyüme profiline göre son derece cazip olan 19x 2026s ileri F/K çarpanı da bize göre yatırımcılara bu seviyelerde sınırlı da olsa bir güvenlik marjı sağlıyor. **Dolayısıyla biz bilanço sonrasında ve özellikle önümüzdeki aylarda piyasada oluşabilecek bir türbülansa hissede yaşanabilecek düşüşleri alım fırsatı olarak karşılayacağız.**



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 dayanarak 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 dayanarak 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.