

Geçtiğimiz hafta dev teknoloji şirketlerinin bilançolarının genel anlamda beklentilerden güçlü gelmesi yatırımcıların morallerini düzeltirken, Nisan ayındaki olumlu havanın korunmasına, ana endekslerin senenin yüksek seviyelerinde tutunmasına yardımcı oldu. Bankacılık krizinin korkulan kadar kötü bir yere evilmemesi, mevsimsellik etkisi, kısa pozisyonların kapanması gibi bazı faktörler de güçlü gelen kar rakamlarının yanında risk iştahını destekleyen bazı faktörlerdi. Ancak biz Mayıs ayında yatırımcıların dikkatli davranmaları gerektiğini düşünüyoruz ve piyasanın FED'den beklentileri ile merkez bankasının sıkı duruşu sürdürme mesajları arasındaki ayrışmanın, giderek riskli varlıklar üzerinde daha fazla baskı yaratacağını vurgulamaya devam ediyoruz. Risklere rağmen uzun pozisyon tutmak isteyen yatırımcıların spekülatif hisselerden uzak durarak, dev teknoloji hisselerine odaklanmaları mantıklı olacaktır. Buna paralel olarak aşağıda son dönemde gelen Microsoft ve Google bilançolarını inceledik.

Microsoft Corp (MSFT):

Microsoft güçlü satış (\$52,85 milyar vs \$51,03 milyar) ve net kar rakamları (\$18,29 milyar vs \$16,69 milyar) açıklarak, aşağıya çekilmiş olan beklentileri rahatlıkla geçti. Şirketin zorlaşan ekonomik koşullarda yüksek tek haneli büyüme kaydetmesi ve her iş kolunun beklentilerin üzerinde rakamlar açıklamış olması, kötü senaryoları fiyatlayan yatırımcılarda rahatlamaya yol açtı. Microsoft'un çeşitlendirilmiş gelir kaynakları, defansif karakteri ve software odaklı üyelik bazlı gelirleri sayesinde, ekonominin ve IT harcamalarının yavaşladığı bir dönemde, sağlıklı büyüme kaydetmeye devam etmesi olumlu bir noktaydı. Şirketin bir sonraki çeyreğe yönelik satış projeksiyonunun orta noktası da (\$55,3 milyar) %6,7 büyümeye işaret etti ve beklentileri aştı.

Microsoft Corp (MSFT)	Q1 2023			Q1 2022	
	Gerçekleşen	Beklenti	%	Gerçekleşen	%
Satışlar (milyar USD)	\$52,85	\$51,03	↑ 3,57%	\$49,36	↑ 7,07%
Operasyonel kar (milyar USD)	\$22,35	\$20,51	↑ 8,97%	\$20,36	↑ 9,77%
FAVOK (milyar USD)	\$25,90	\$23,98	↑ 8,01%	\$24,88	↑ 4,10%
Net Kar (milyar USD)	\$18,29	\$16,69	↑ 9,59%	\$16,72	↑ 9,39%
Hisse başı kar (düz.)	\$2,45	\$2,23	↑ 9,87%	\$2,23	↑ 9,87%

Kaynak: Bloomberg

Bulut bilişim tarafındaki büyüme, yapay zeka uygulamalarının farklı iş kollarında yaratabileceği büyümeye dair yapılan optimist yorumlar, iş uygulamaları tarafındaki güçlü performans yatırımcıları memnun ederken, bilanço sonrasında hisse senedinde oldukça güçlü bir performans takip ettik. Kişisel bilgi işlem tarafı ise şirketin büyümesini aşağıya çeken en zayıf alandı. PC satışlarında son çeyreklerde gördüğümüz zayıflama ile Microsoft'un Windows OEM gelirlerinde %28 düşüş yaşandı. Ancak kişisel bilgi işlem alanının hem gelirlerdeki, hem de operasyonel kardaki payının diğer iki alana göre düşük olması, bu zayıflığın net kara etkisini azalttı.

Gelir Kırılımı	Q1-23	Q1-22	%
İş Uygulamaları	\$17.516,00	\$15.789,00	10,94%
Akıllı Bulut	\$22.081,00	\$18.987,00	16,30%
Kişisel Bilgi İşlem	\$13.260,00	\$14.584,00	-9,08%
Toplam	\$52.857,00	\$49.360,00	7,08%

Bulut bilişim tarafı Amazon ve Google gibi şirketlerde olduğu gibi Microsoft'un da son senelerdeki büyüme dinamosuydu. Bu alanda özellikle Amazon'un AWS servisi ile kıyasıya bir yarışa giren Microsoft'un **Azure** platformunun büyüme hızı giderek yavaşlasa da, AWS'e göre daha yüksek bir seviyede kaldı. Aslında ekonominin hız kaybetmesi ile cloud tarafında daha da sert bir yavaşlama olacağı ve bunun net karı baskılayacağı kaygısı bilanço öncesinde yaygındı ve son çeyrekte yaşanan %27 büyüme olumlu bir sürprizdi.

- Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi büyümedeki kan kaybı devam etse de, yavaş yavaş daha stabil bir hıza evrilebilir. Nitekim içerisinde bulunduğumuz çeyrek için şirket bulut tarafında %26 büyüme projeksiyonu verdi. Microsoft'un bu bilanço sezonunda sıklıkla bahsettiği yapay zeka uygulamalarının, cloud ve Azure'da da fark yaratacağına dair yorumlar da optimist bir hava yarattı.

Azure ve cloud servisi	Q1-23	Q4-22	Q3-22	Q2-22	Q1-22
Büyüme (YoY)	27,00%	31,00%	35,00%	40,00%	46,00%

İş uygulamaları alanının büyümeye devam etmesi ve sağlıklı kar marjları, şirketin defansif karakterine uygun bir şekilde zayıflayan bir ekonomide stabil bir görüntü çiziyor. Şirketlerin teknoloji harcamalarını azalttıkları ve bütçelerini küçülttükleri bir ortamda Microsoft'un güçlü performansı ve senelik %10,9 büyümesi göz doldurdu. Bu tarafta satışlar \$17,52 milyar ile \$17,1'lik beklentilerin üzerinde geldi.

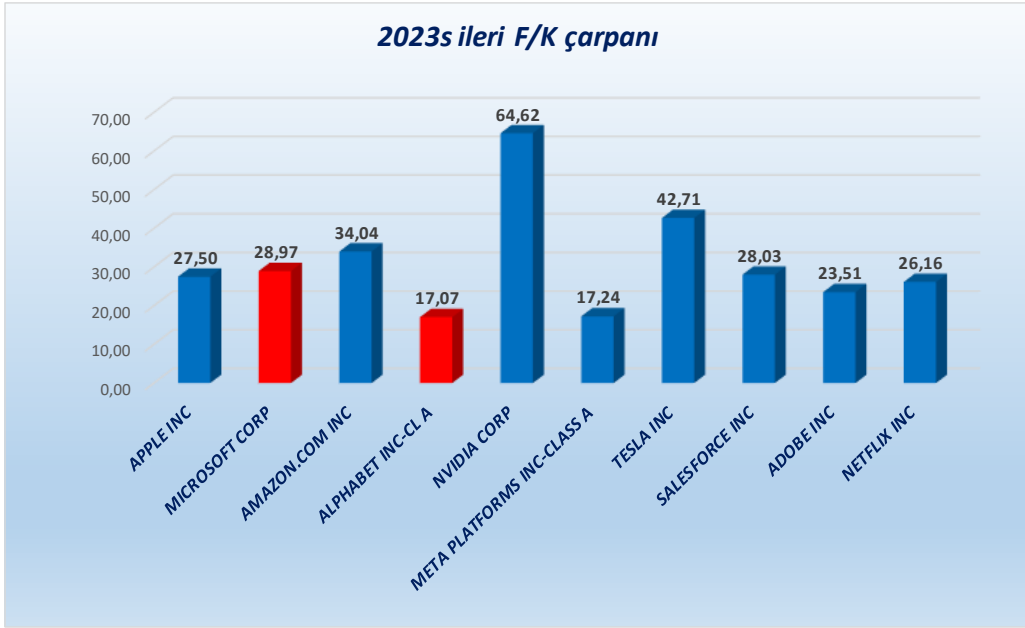
- Teams** tarafında aylık kullanıcı sayısı önceki çeyrekteki 280 milyondan 300 milyona yükseldi.
- Son dört çeyrekte çift haneli oldukça güçlü büyüme kaydeden **LinkedIn** platformunda büyüme %8 ile tek haneli seviyeye düşmüş olsa da, istihdam piyasasındaki aktivitenin özellikle son gördüğümüz JOLTS rakamlarında hız kaybetmeye başladığı bir dönemde büyümenin artıda kalması olumlu bir dinamikti.

Microsoft Corp (MSFT)	Toplam gelirdeki pay	Faaliyet karı değişim Q123-Q122	Brüt Marj değişim Q123-Q122
İş Uygulamaları	33,14%	20,00%	14,00%
Akıllı Bulut	41,77%	13,00%	15,00%
Kişisel Bilgi İşlem	25,09%	-12,00%	-9,00%

Kişisel bilgi işlem tarafı bilanço rakamları öncesinde de kaygı yaratan bir alandı. PC satışlarında %30 civarında bir daralma olduğuna yönelik bazı araştırmalar, bu düşüşün **Windows OEM** gelirlerine yansıtacağını düşündürüyordu. Yine de bu alanda da beklenti üzerinde gelir elde edildi.

- Burada yatırımcılar şirketin OpenAI yatırımı ve ChatGPT işbirliği ile search tarafında Google'dan pay alacağını düşündükleri **Bing** rakamlarına odaklandılar. Bing'in 100 milyon günlük aktif kullanıcıya ulaşıldığı belirtilirken, search ve reklam alanında %10 büyüme kaydedildi.
- Ancak henüz işbirliğinin yeni olması dolayısıyla, tam etkinin yansımadağı ve önümüzdeki çeyreklerde burada yaratılacak farkın daha net görüleceğine dair mesajlar takip ettik. Statcounter'a göre Mart ayı itibarıyla Bing'in search piyasasındaki payının sadece %3 olması dolayısıyla burada kaydedilecek çok ciddi bir mesafe olabilir, tabii ki bu alanı domine eden Google buna müsaade ederse.
- Xbox** ve içerik servisi ise %3 büyüme ile son üç çeyrekteki eksi büyümeyi artıya çevirmeyi başardı.

Net net baktığımızda Microsoft, platformlarının faaliyet gösterdikleri alanlardaki dominant konumları, tekrar eden sağlıklı üyelik bazlı gelirleri ve fiyatlama gücü ile dikkat çeken defansif karakteri, stabil büyüme hızı ve sağlıklı kar marjları ile yavaşlayan bir ekonomiye rağmen beklenti üzerinde gelir ve kar rakamları açıkladı. Her ne kadar hisse pahalı çarpanlarla işlem görse de, bu faktörleri göz önüne aldığımızda Microsoft, primli bir değerlemeyi hak eden ve uzun vadeli yatırımcılarını memnun etmeye devam edecek bir hisse. Microsoft'un yapay zeka uygulamalarını bütün ürünlerine yayma çabası ve bu alanı gelire dönüştürme gayreti de, yatırımcıları büyüme potansiyeli anlamında cezbeden önemli bir faktör olarak şekillenmeye başladı.



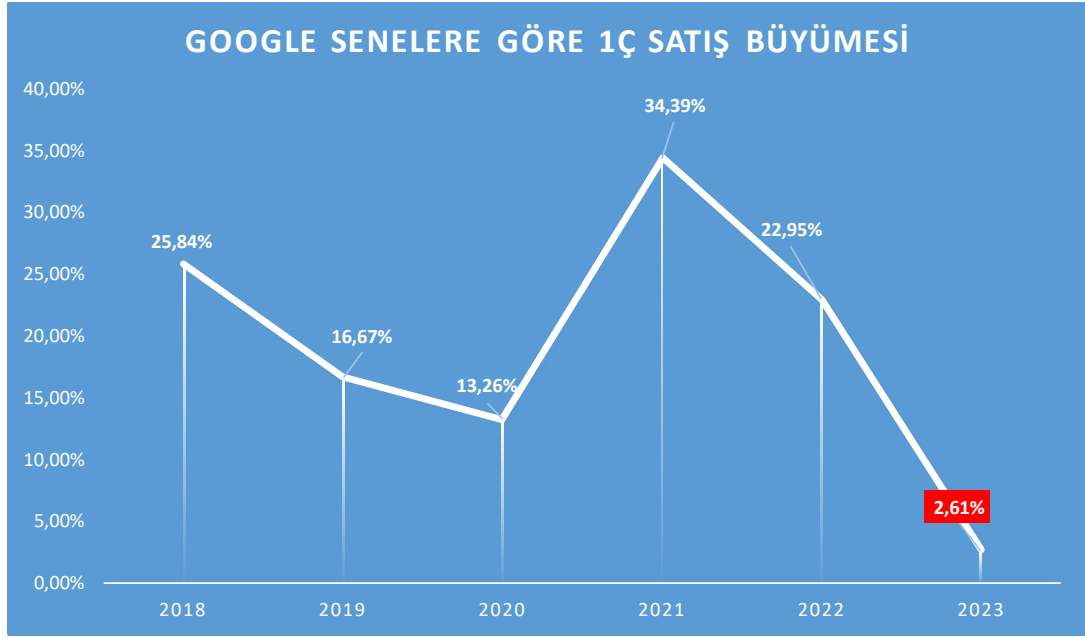
Biz hisseyi mega-cap tech tarafında en beğendiğimiz hisselerin başında tutsak da, mevcut konjektürde bu seviyelerde hissede yeni pozisyon açmak için bir miktar geri çekilme beklenmesinin mantıklı olacağını ve aşağıda değineceğimiz Google'ın bu değerlemelerde daha cazip bir risk/getiri profiline sahip olduğunu düşünüyoruz.



Alphabet Inc (GOGL)

Alphabet de, bilanço sezonuna girilirken ekonomideki hız kaybının şirketlerin reklam harcamalarına olan olumsuz etkisi dolayısıyla kaygıların yoğunlaştığı ve beklentilerin oldukça pesimist olduğu bir diğer dev teknoloji hissesi idi. Ancak Alphabet'ten Microsoft'da gördüğümüz beklenti üzerinde güçlü performansı göremedik ve şirket yatırımcıların yaklaşan resesyona satışları olumsuz etkileyeceği kaygılarını dindiremedi.

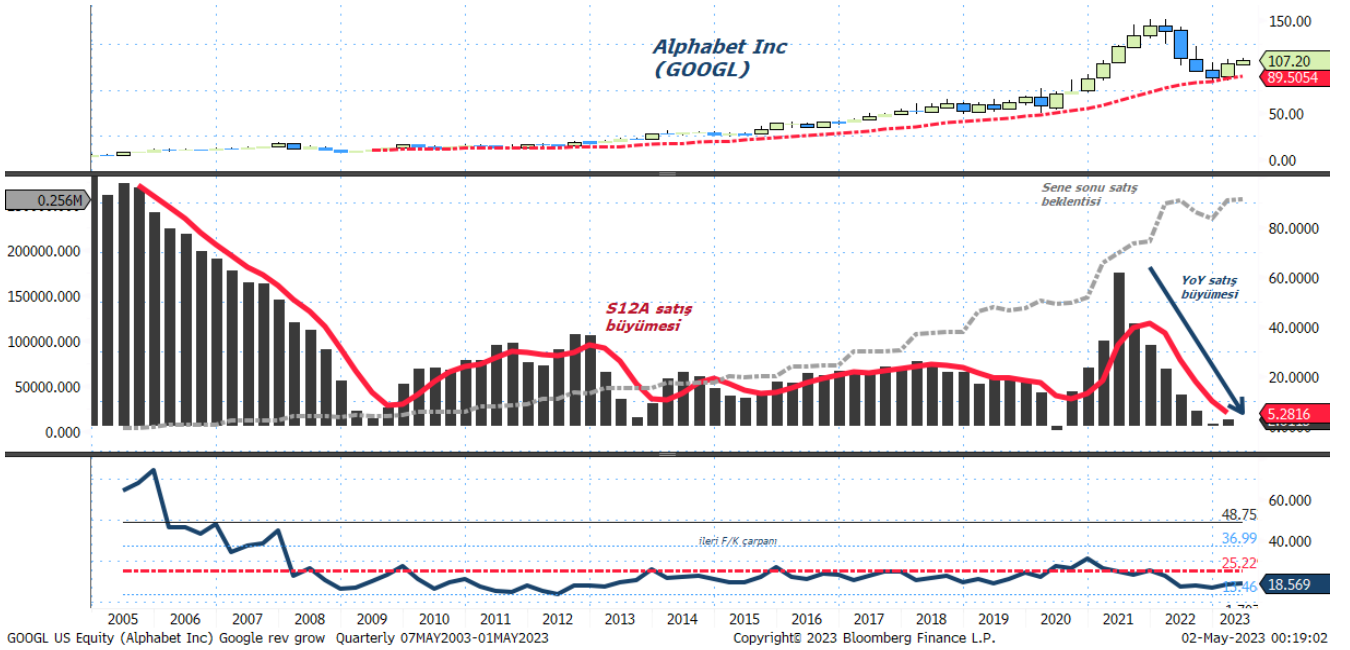
- Alphabet düşük tek haneli satış ve kar büyümesi açıklarken, satışlar (Gerçekleşen: \$69,78 vs BBG Beklenti: \$68,99) ve hisse başına net kar rakamı (tek seferlik etkiler çıkarıldığında) beklenti üzerindeydi (Gerçekleşen: \$1,17 vs BBG Beklenti \$1,09). Toplam reklam gelirleri \$54,55 milyarla beklentilerin üzerinde gelirken, Youtube tarafında da \$6,69 milyar ile güçlü olmasa da beklenti üzerinde bir ciro takip ettik.
- Hiç şüphesiz Alphabet'in son dönemdeki zayıf performansının arkasındaki en önemli iki sebepten bir tanesi; reklam gelirlerinin şirketin toplam cirosunun %80'ini oluşturması ve bu alanın ekonomideki gelişmelere en hassas hareket eden alanlardan bir tanesi olması. Nitekim pandemi sonrasında son derece güçlü büyüme gösteren şirketin son çeyreklerde tek hanelere inen büyüme profili ve bunun ekonominin resesyona girmesi ile bir süre daha devam edeceği beklentisi hisse üzerinde baskı oluşturuyor.



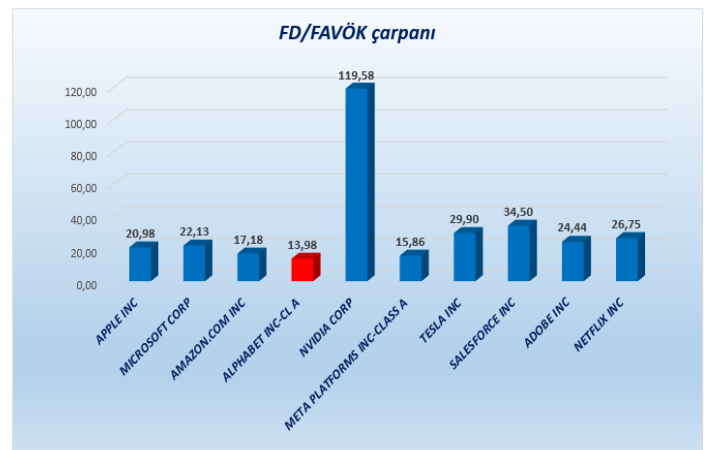
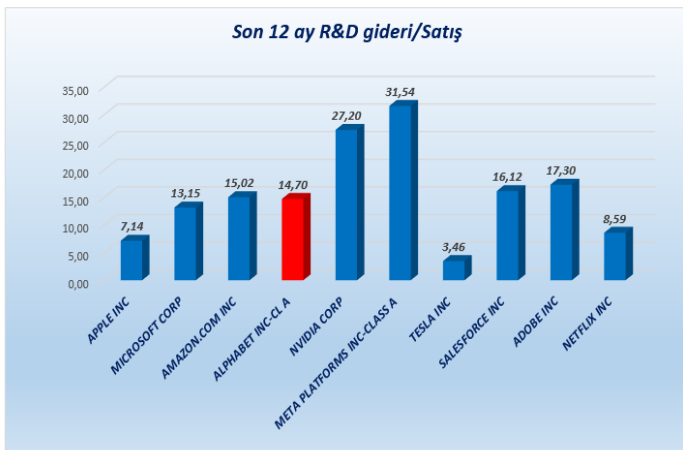
Hisse performansının üzerindeki diğer bir önemli kara bulut ise, ChatGPT uygulamasının tarihte en hızlı 100 milyon kullanıcıya ulaşan popüler bir platform haline gelmesi ve OpenAI'nin Microsoft ile yaptığı anlaşma çerçevesinde, gelişmiş yapay zeka uygulamaları kullanarak Bing'in Google'dan piyasa payı kapacağı endişeleri idi.

- Google üstün algoritmaları ile search piyasasında %90 civarında son derece dominant bir paya sahip ve uzun süre burada liderliği kimseye kaptırmadı. Ancak gelişen yeni yapay zeka uygulamaları ile beraber burada önemli bir değişimin yaşanabileceğini düşünen bazı yatırımcılar, Google'ın geleceği ile ilgili karamsar senaryolar kurmaya başladılar. Özellikle de şirketin search alanında bu kadar yüksek bir pazar payının olması, aynı zaman kaybedilecek potansiyel gelirin de büyüklüğüne işaret ediyor. Son çeyrekte search tarafında şirket gelirlerini sadece %2 büyütürken \$40,4 milyar seviyesine ulaştırdı.

- Şirketin yapay zeka uygulamalarını müşteriye sunma konusunda daha temkinli ve yavaş davranması bu yarıta geride kalabileceği ve Microsoft'un daha agresif yapaya zeka hamleleri ile Google'ı geride bırakabileceği endişelerini daha da alevlendirmiş durumda. Özellikle de Google'ın daha gelişmiş olduğu bilinen bazı yapay zeka ürünlerini platformlarını geride tutması ve bu alandaki kapasitesinin sınırlı bir kısmını genel kullanıma açmış olması, bazı yatırımcıların tepkisini çekiyor.



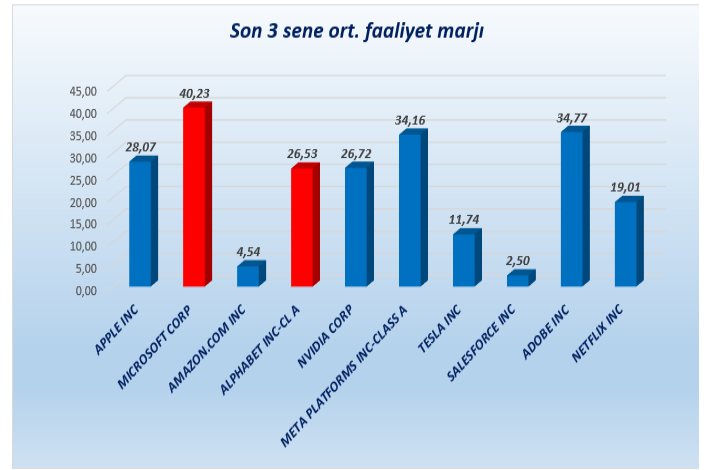
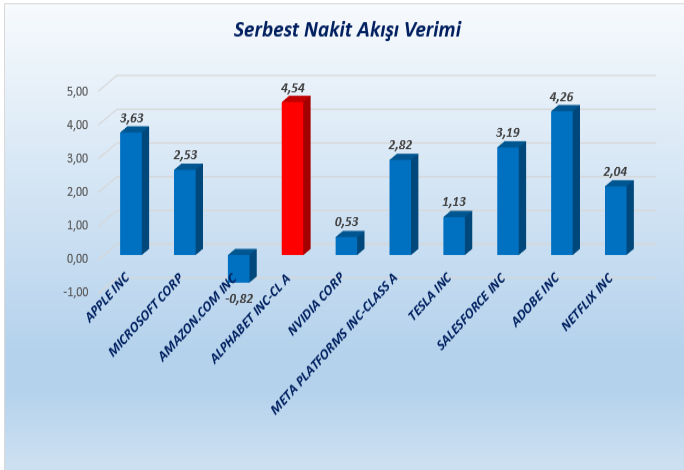
Yapay zeka uygulamaları, son dönemde yatırımcıların en heyecanla bekledikleri ve spekülasyon bir büyüme hikayesi yazmak için sabırsızlandıkları bir alan. Nitekim şirketler de bu beklentiye karşılık olmak için oldukça olumlu yorumlar yaparak sıklıkla yapay zekaya odaklandıklarını dile getirmeye çalışıyorlar. Öyle ki son bilanço açıklamaları sonrasında Microsoft, Google ve Meta gibi şirketlerin her biri telekonferanslarında 50 kere yapay zekadan bahsettiler. Ancak henüz tam olarak bu alandan gelecek kazanımların rakamlara yansımaması ve bunun şirketlerin piyasa payını, büyümesini ve karlılığını nasıl etkileyeceğine dair net bir patikanın bulunmaması, dev teknoloji şirketleri etrafında da bir miktar spekülasyon beklentilerin ve belirsizliğin artmasına neden oluyor. Bu alana en çok yatırım yapan ve en çok patente sahip olan şirketler IBM, Microsoft ve Alphabet iken, yatırımcılar Alphabet'e düşük değerlendirme çarpanları atfederek şirketin gelecekte yaratabileceği büyümeye kredi vermiyor olabilirler.



Alphabet, bulut bilişim tarafında ilk defa net kara(+\$191 milyon) geçerek önemli bir eşiği atlarken(geçtiğimiz sene \$706 milyon zarar), aslında cloud gelirleri \$7,45 milyar (%28 büyüme) \$7,49 milyarlık beklentinin altında kaldı. Burada şirketin daha önce bulut bilişim giderleri altında kaydettiği bazı satırları bu alandan çıkararak başka kısımlara dağıtmış olması, bölümün kara geçmesinin bir sebebi idi ve biraz detaylı bakıldığında bu konu yatırımcıların heyecanını biraz azalttı.

YouTube her çeyrek olduğu gibi şirketin rakamları içerisinde en çok dikkat edilen önemli büyüme alanlarından bir tanesi. Son üç çeyrektir burada büyümenin eksiye dönmesi yatırımcılarda kaygı yaratırken, bu çeyrekte bir stabilizasyon sinyali geldi(YouTube reklam gelirleri \$6,69b vs \$6,65b beklenti). Alphabet'in ana arama motorunun (Google search) Apple'ın gizlilik politikalarındaki değişikliğe daha az hassas olması dolayısıyla sosyal medya platformlarına göre çok daha korunaklı bir yapısı var ancak YouTube biraz daha TikTok gibi platformların da etkisi ile daha rekabetçi bir alanda faaliyet gösteriyor ve gelir büyümesi çeyrek bazında değişiklik gösterebiliyor.

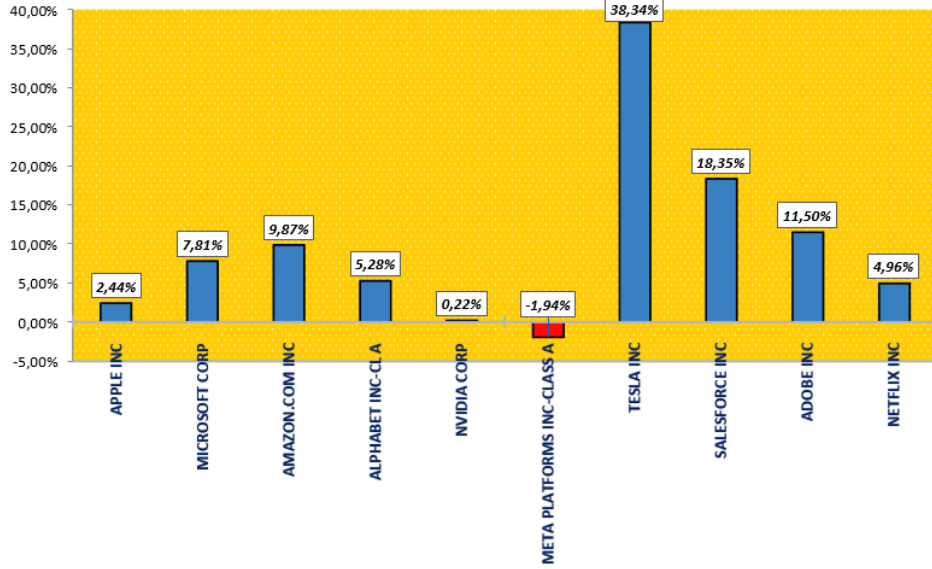
Bilançoya baktığımızda nakdini \$115,1 milyara çıkaran ve son çeyrekte \$17 milyar serbest nakit akımı yaratan şirket, \$70 milyarlık hisse geri alım programı açıkladı. Alphabet, **nakit yaratma kapasitesi oldukça yüksek** olan ve bu yarattığı nakdi yeni büyüme alanlarına genişlemek için kullanan bir şirket. Şirketin diğer yatırımlar altında değerlendirdiği ve otonom sürüş platformu Waymo ve sağlık girişimi Verily'nin de içinde bulunduğu bir çok yeni teknolojiye yatırım yapan girişimlerini kapsayan bölümden \$288 milyon gelir elde edilirken \$1,2 milyar zarar yazıldı. Alphabet'in bu alanı bir risk sermayesi fonu gibi değerlendirilebilir, Waymo en büyük gelecek vaad eden iş kolu olsa da, gelecekte önemli değer yaratacak şirketler de buradan çıkabilir ve şirketin bu taraftaki yatırımlarını çok rahatlıkla fonlayabilecek finansal gücü var.



Alphabet'in geçtiğimiz sene eleştirildiği bir konu da, **maliyet kesintilerine biraz geç başlaması** ve ekonomide yavaşlama emarelerine rağmen geçtiğimiz senelerde yatırım harcamalarını ve işe alımları son sürat devam ettirmesi idi. Maliyet kesintilerine geç de olsa giden şirket, ofis alanı metrekaresinin küçülmesi (\$564 milyon) ve işten çıkarmaların yarattığı bir seferlik maliyetlere (\$2 milyar) geçtiğimiz çeyrekte katlanmak durumunda kaldı. 190,000 üzerinde çalışanı olan şirket, Ocak ayında tarihindeki en büyük işten çıkartma ile çalışanlarının %6'sının işine son vermişti.

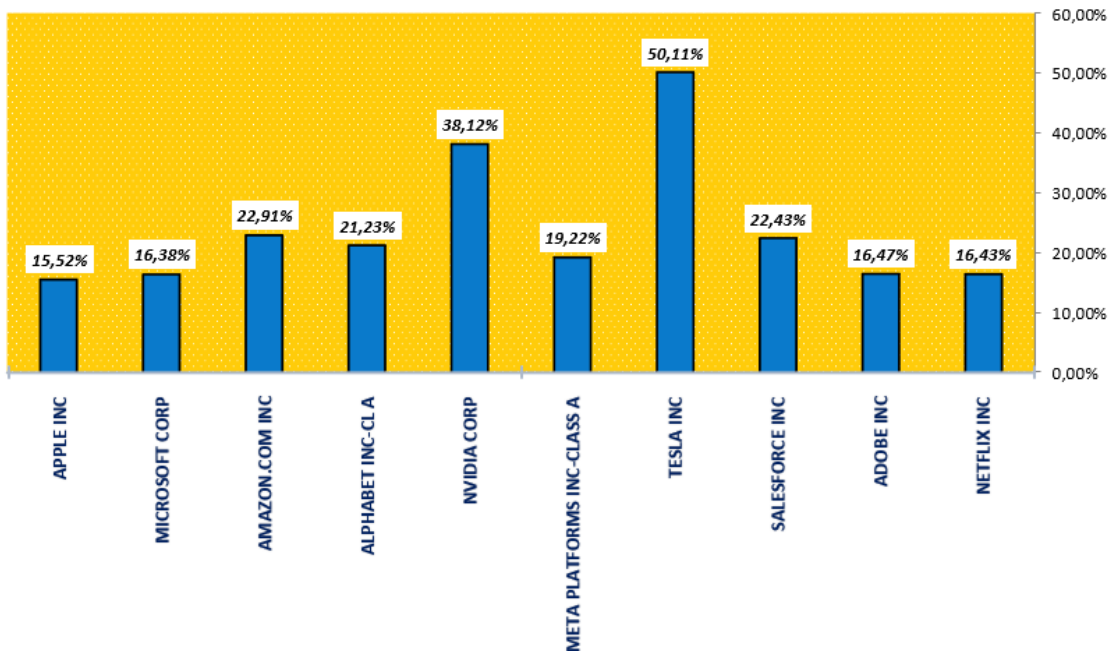
Dev teknoloji şirketlerinin son üç sene ve son on iki aylık **büyüme profillerine** baktığımızda aslında Meta ve Google gibi reklam gelirleri odaklı şirketlerin ve Nvidia gibi çip şirketlerinin ekonomik döngüden daha fazla etkilendiklerini, software şirketlerinin ise daha korunaklı bir yapıda kaldıklarını görüyoruz.

Mega-cap tech son 12 ay satış büyümesi



Önümüzdeki dönemde ise (muhtemelen yaz ayları sonlarında) FED'in finansal koşulları ne kadar uzun süre sıkı tutacağına da bağlı olarak, resesyondan çıkış fiyatlamalarının önceden yapılacak olması, büyüme beklentilerinin tekrar toparlanmasına, bu hisselerle tekrar bir rotasyon yaşanmasına ve değerlendirme çarpanlarının genişlemesine neden olabilir.

Mega-cap tech son 3 sene ort. satış büyümesi



Alphabet'in önümüzdeki dönemde kar marjlarını tekrar açacağı ve net karını önümüzdeki üç senede ortalama senelik %16 büyütebileceği varsayılıyor. Burada özellikle reklam gelirlerindeki toparlanma ve cloud tarafının giderek net kara ve marjlara daha fazla katkı verecek olması, olumlu beklentilerin arkasındaki bazı faktörler. Biz bu noktada şirket hissesinin bu büyüme beklentilerini yeterince yansıtmadığını ve yukarıdaki tablolarda gösterildiği gibi diğer dev teknoloji şirketlerine göre büyüme profiline göre ucuz kaldığını düşünüyoruz.

Alphabet Inc (GOOGL)	Gerçekleşen							S12A	Beklentiler	
	Finansallar	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022	03/31/2023	12/31/2023
Brüt Kar Marjı	61,08%	58,88%	56,48%	55,58%	53,58%	56,94%	55,38%	55,30%		
FAVÖK Marjı	33,08%	29,82%	26,72%	29,55%	31,33%	36,43%	33,12%	32,13%		
Net Kar Marjı	21,58%	11,42%	22,46%	21,22%	22,06%	29,51%	21,20%	20,58%	28,98%	29,87%

Kaynak: Bloomberg

Net net baktığımızda Alphabet'in büyüme hızının yavaşlamaya devam etmesi, ChatGPT tehdidi ve aslında oldukça ileride olduğu yapay zeka uygulamalarını ürünlerine yansıtmakta ve paraya dönüştürmekte yavaş davranması yatırımcılarda kaygı oluşturan bazı dinamikler. Nitekim bilanço sonrasında hisse performansında da bunun etkilerini takip ettik. Ancak bu rakamların ayrıca şirketin çok güçlü performans gösterdiği bir döneme ait olduğu ve baz etkisinin de yüksek olduğunu unutmamız gerekiyor.

Biz Alphabet'in arama motoru ve yapay zeka alanlarındaki uzun vadeli rekabet avantajlarının bir miktar göz ardı edildiğini ve şirketin döngüsel yapısının gelirlerde yarattığı çalkantının da fazla abartıldığını düşünüyoruz. Her ne kadar bir veya iki çeyrek resesyon kaygıları ve şirketlerin reklam harcamalarının sınırlı kalması büyümeyi düşük tutacak olsa da, bu konu da büyük ölçüde fiyatlanmış durumda. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde ABD'de yaşanacak resesyonun büyük ve uzun süreli bir durgunluğa dönüşmeyeceği varsayımı ile biz son dönemde relatif ucuz değerlendirme çarpanları ile işlem görmeye başlayan Google hissesini uzun vadede cazip buluyoruz. Ancak ilk sayfada bahsettiğimiz gibi önümüzdeki haftalarda piyasalarda bir düşüş yaşanabileceğini göz önüne alan ve bir miktar daha temkinli davranmak isteyen yatırımcılar için, yaz aylarında hissede ortaya çıkabilecek \$90-\$100 bandına gerilemeler cazip alım fırsatları yaratabilir.

UYARI NOTU:

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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.