

Politik, makro ve mikro riskler artıyor...

Yatırımcılar Ekim ayında giderek belirgin hale gelen ve giderek birbirini daha fazla tetikleyen aşağıda sıralanan riskleri fiyatlamakta zorlanırlarken, finansal koşulların sıkılaştığı ve öngörülebilirliğin azaldığı bir ortamda, önce satışlarla risk azaltarak, sonrasında soru sormayı tercih ediyorlar.

✖ **İran ve Rusya savaşlarının çıkmaza girmesi ve Super El-Nino, gıda/enerji fiyatlarını yükseltiyor..**

Gerek ham petrol gerekse de bitmiş ürünler tarafında global arz/talep dengesinin çok sıkışık olması ve envanterin fiyatlara sağladığı desteğin giderek aşınması, enerji fiyatlarında yukarı potansiyeli canlı tutuyor.

- Buna Rusya-Ukrayna savaşı ve Asya'da dönemsel tırmanan gerilimin global tedarik zincirlerine olumsuz etkisini ve Kasım ayı ile etkisi artması beklenen Süper El-Nino'nun emtia fiyatlarına etkisini de eklediğimizde, önümüzdeki dönemde hammadde fiyatlarda yükseliş eğilimi sürebilir.

✖ **Emtiadaki yükseliş, enflasyonu da artırırken alt gelir grubu tüketici davranışlarını etkiliyor...**

Enerji ve gıda fiyatlarındaki artışın devam etmesi ABD ekonomisinin dinamosu olan tüketicileri ve özellikle de dar gelirli kesimin bütçesini baskılamakta, harcama davranışlarını etkiliyor.

- Tüketiciler harcamalarında daha dikkatli davranırken, kredi kartı borçları ve temerrütler artıyor. Her ne kadar varlık fiyatlarındaki yükselişin servet etkisi ile üst gelir grubunun harcamalarına devam etmesi kısmen bunu kompanse etse de bu ayrışma sağlıklı ve sürdürülebilir bir durum değil.

✖ **Enflasyondaki artış, bütçe açıkları ve yetersiz talep, tahvil faizlerini yukarı ittiriyor...**

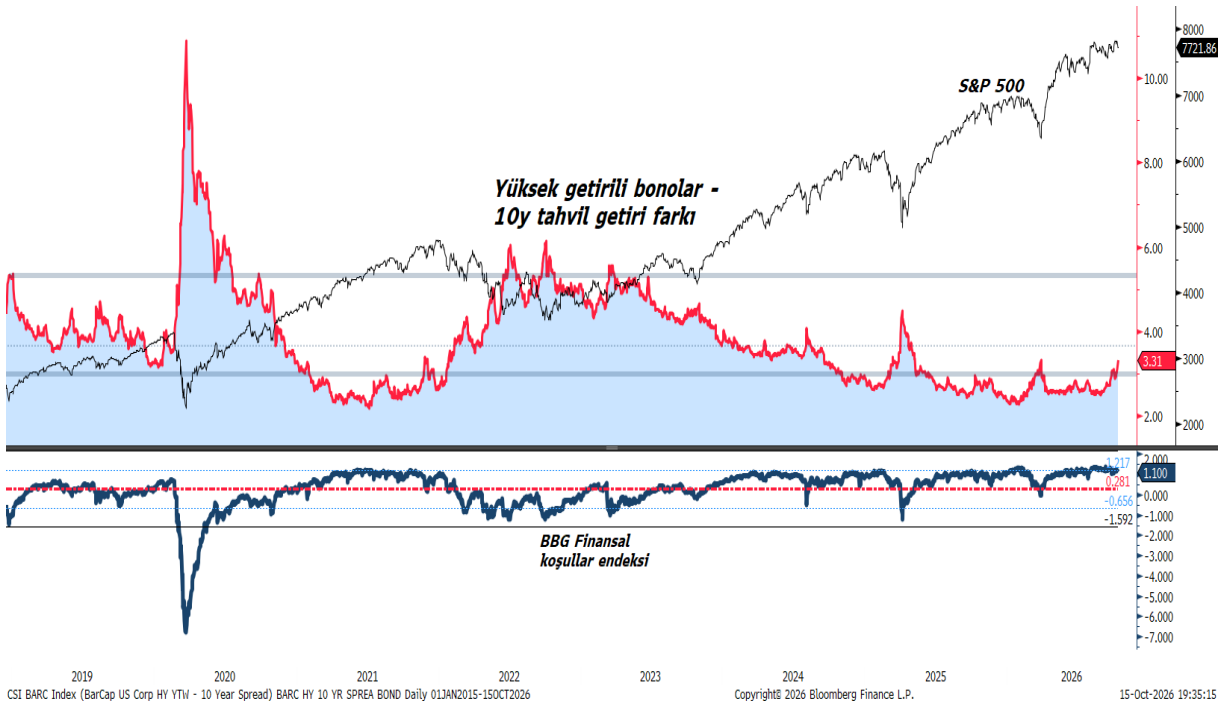
ABD'de hükümetin bütçe disiplininden koparak harcamalara devam etmesi, vergi indirimleri gibi popülist politikaları sürdürmesi ve giderek uzayan bir savaş sürecinin içerisinde olması, bütçe açıklarının derinleşerek devam edeceğini düşündürüyor.

- Bunun global bazda sermayenin daha değerli hale geldiği ve politik gelişmelerin de etkisiyle yabancı yatırımcının bu açıkları finanse etme konusunda isteğinin azaldığı bir dönemde gerçekleşmesi de uzun vadeli tahvillere olan talebi aşağıya, faizleri ise yukarıya ittiriyor.

✖ **Yükselen faizler ekonomik aktiviteyi ve hisse değerlemelerini tehdit ediyor...**

Yükselen tahvil faizleri kredi kartları, konut ve araç kredileri faizlerini de yukarıya çekerken, ekonomik aktiviteye fren etkisi yapıyor. Bu fren etkisi şirketlerin gelirlerini aşağıya çekerken, faiz giderlerinin artmasına ve kar marjlarının baskılanmasına yol açıyor.

- Buna ek olarak düşük kredi notuna sahip şirketlerin sermayeye erişimi zorlaşırken, değerlemelerde iskonto oranlarının yükselmesi de hisse senetlerinin cazibesini azaltıyor.



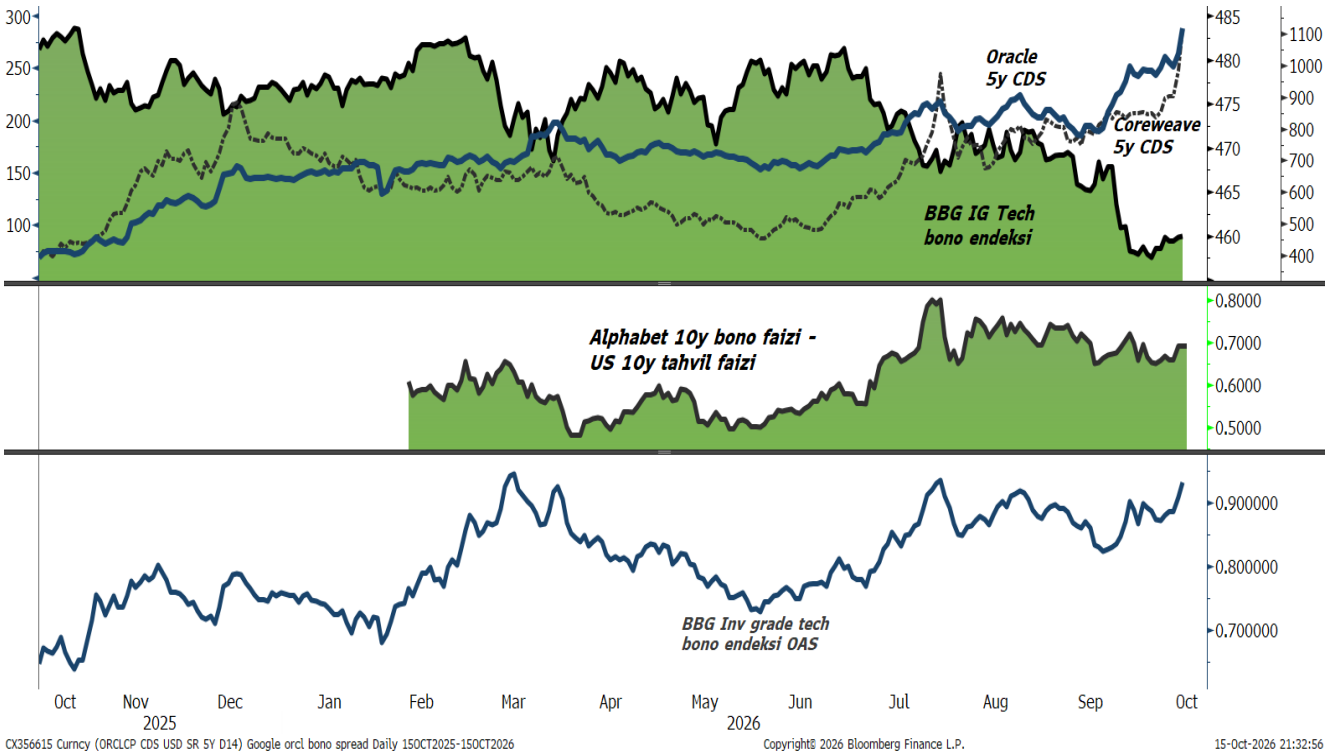
- ✖ **Hükümetin ve tech şirketlerinin artan borç iştahı sermayeyi kıt ve pahalı hale geliyor..** Hükümetin borçlanma ihtiyacındaki artışın, ABD'de devam eden yapay zeka altyapı yatırımları dönemine gelmesi hükümetle dev teknoloji şirketlerini adeta bir borçlanma yarışına sokarken, kapital giderek daha kıt ve pahalı hale geliyor.
 - Senelerdir düşük CAPEX ihtiyacı ile büyük miktarlarda nakit yaratan teknoloji şirketleri uzun zaman sonra ilk defa büyük sermaye yatırımlarına ve dışardan fonlamaya ihtiyaç duyarlarken, kredi piyasaları yapay zeka temasının da verdiği heyecan ile hala açık ve bu dev arzı karşılayabiliyor.
- ✖ **Ara seçimler gibi politik gelişmeler ek kuyruk riskler getiriyor...** Piyasalara gelen dev hisse ve bono ihraçlarına yönelik talebin karşılanması noktasında, sermaye piyasalarının sağlıklı işlemesine ve mümkün olduğunca makro ve politik risklerin düşük olmasına ihtiyaç var. Ancak politik belirsizliklerin giderek arttığını takip ediyoruz. Bunlardan önemli bir tanesi yaklaşan ABD ara seçimleri ve Trump'ın onaylanma oranı en düşük seviyelere gerilerken, Cumhuriyetçilerin kongrenin iki kanadını da kaybetme olasılığı artıyor.
 - Demokratların Kongreyi kazanmaları durumunda Trump'ın bir çok hamlesine engel olabilirler ve Başkanlıktan azledilmesine yönelik adımları başlatabilirler. Dolayısıyla kaybetmeleri durumunda seçim sonuçlarının Cumhuriyetçiler tarafından nasıl karşılanacağı ve Trump'ın politik bir kaos yaratıp yaratmayacağı konuları kısa vade için belirsizlikleri artıran önemli riskler.
- ✖ **Bilançolara yönelik yüksek beklentiler hayal kırıklığı yaşatabilir...** Son dönemde yukarıda belirttiğimiz risklere hisse senedi piyasasının dirençli kalabilmesinin arkasındaki en önemli dinamik, yapay zeka yatırımlarını gelirlerine direk yansıtabilen şirketlerin çok güçlü kar büyümesi yaratabilmesi idi.
 - S&P 500'ün neredeyse yarısı yapay zeka temasına dokunan teknoloji şirketlerinden oluşurken, bu sene Harika Yedili'nin endekse performans katkısı sınırlı. Hatta bu grubu çıkardığımızda endeks senenin ilk yarısında daha güçlü performans gösterdi. Burada teknoloji içerisinde çip şirketleri gibi diğer grupların sermaye yatırımlarını direk gelirlerine yansıtması, Harika Yedilinin ise genellikle bu yatırımları yapan taraf olması dengeleri değiştirdi. Bu noktada yaratılan karlar ağırlıklı olarak yatırımlardan gelirken, henüz bu harcamaların getirisi pek sorgulanmıyor.
 - Ancak yavaş yavaş bu yatırımların dönüşünün daha çok sorgulandığını ve CAPEX harcamalarının sürdürülebilirliğine dair daha temkinli ve hassas bir yaklaşımın öne çıktığını göreceğiz. Bu harcamaların yavaşlayabileceğine dair alınabilecek ufak mesajlar dahi, son günlerde gördüğümüz gibi yapay zeka ekosistemindeki hisselerde ve piyasada ciddi dislokasyona neden olabilir. Dolayısıyla bu bilanço sezonunda da dev teknoloji şirketlerinden gelecek yatırımların devamına yönelik mesajlar piyasaya yön verecektir.



Sermayenin daha pahalı ve kıt hale gelmesi yapay zeka ekosistemini de vuruyor...

Finansal koşulların sıkışması nakit ihtiyacı olan şirketleri zorlamaya başladı... Enerji ve hammadde fiyatlarındaki yükseliş ve tedarik zincirlerindeki bozulma ile artışa geçen enflasyon beklentileri, global merkez bankalarını faiz artırmaya ve sıkışmaya iterken, finansal koşullardaki sıkışmasının etkisini, yüksek kaldıraçlı bilançolara sahip olan, yatırım ve harcama ihtiyaçlarını giderek yükselen borçlanma maliyetleri ile yapan şirketlerde hissediyoruz. Bu şirketlerin kırılgan bilançoları dolayısıyla kapitale erişimi zorlaşırken, giderek daha yüksek faiz ödemek zorunda kalmalarının etkisi finansallarına da yansıyor ve sermaye maliyetlerindeki yükseliş hisse değerlemelerini aşağıya çekiyor.

Yapay zeka temasının ortasında yatırımlarını borçla finanse eden şirketler var... Dev veri merkezi yatırımlarını devam ettirmek için dışarıdan fonlama ihtiyacı duyan yüksek finansal kaldıracı sahip kırılgan bilançolu teknoloji şirketleri hala yüksek maliyetlerle de olsa finansmana erişebilirlerken, bilişim kapasitesinin artması ve sektörde büyümenin devam etmesi için Nvidia gibi dev nakit akışı olan şirketler, ufak ölçekli altyapı şirketlerine finansman desteği veriyor. Nvidia'ya yapay zeka ekosisteminin merkez bankası denmesinin ana sebebi de bu. Ancak daha çok bilanço dışı SPV gibi yapılar ve anlaşmalarla sağlanan bu destek, bazı neocloud şirketlerine bir nefes alanı sağlasa da, yatırımcılar açısından şeffaflığı azalttığı ve riskleri gölgelediği için hoş karşılanmıyor.

**Kaldıraçlı bilanço, belirsiz sermaye getirisi ve karsız operasyon toksik bir karışım...**

CoreWeave sistemdeki kırılganlıkları gösteriyor... Bu bağlamda faizlerdeki yükseliş ve risk iştahındaki daralma ile sistemdeki kırılganlıklar ortaya çıkmaya başlarken, bu hafta en büyük neocloud şirketlerinden bir tanesi olan CoreWeave'e yönelik endişeler arttı ve şirketin kapitale erişiminin daha da güçleşmesi halinde yükümlülüklerini nasıl yerine getireceğine dair kaygılar ön plana geldi. Daha önce Oracle'da yaşandığı gibi şirketin CDS'leri ve temerrüt riski hızla tırmanırken, yatırımcılar da hissede sert satışlara gittiler.

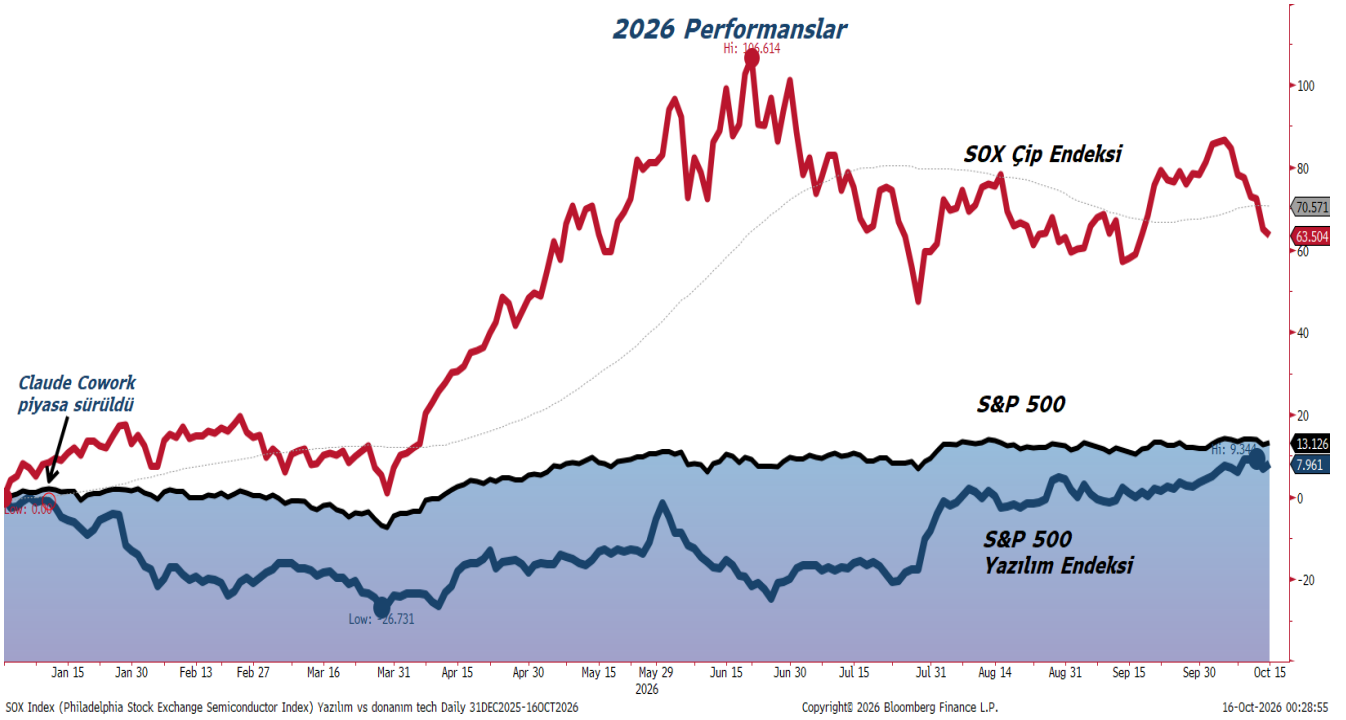
Coreweave ile başlayan panik bütün altyapı şirketlerine yayılırken, son iki senede bu temadan en çok fayda gören çip, optik, memory, server üreticileri gibi donanım şirketleri, veri merkezi kuran ve kiraya veren şirketler, hyper-scaler'lar ve ekosistem içerisindeki hemen her hissede satışlar hızlandı.

Sıkışan finansal koşullar bu tarz panikleri tetikleyecek... Aslında bu satışlar, yukarıda belirttiğimiz gibi yatırımcıların giderek yapay zekaya yönelik dev bilişim altyapısı yatırımlarını daha çok sorguladıklarını ve ellerinin tetikte olduğunun erken bir göstergesi. Özellikle finansal koşulların daha da sıkışabileceğine yönelik gelecek her yeni mesaj, piyasalarda bu tarz çalkantıların yaşanma olasılığını artıracaktır. Bu hafta da enflasyon rakamlarının beklentiler üzerinde gelmesinin FED'i faiz artışlarında daha agresif adımlar atmaya itebileceği bu mesajı verdi

Yazılım, bu düşüslere korunaklı kalabilen bir anti-AI teması...

Yapay zekanın uygulama alanının genişlemesi ile yıkıcı dönüşüme uğrayacağı düşünülen en önemli alanlardan bir tanesi yazılım ve yatırımcılar sektör hisselerinde sene başında çok sert satışa gittiler. Ancak biz bu panik satışlarının fırsatlar da yarattığına ve **bazı yazılım şirketleri için yapay zekanın ikame edici değil, etkinleştirici olabileceğine** değinerek Mart ayında buna yönelik bir rapor yazmıştık. O dönemde bu yana bu iki alt sektör arasındaki ayrışma ve ters korelasyon son derece dikkat çekici idi ve bu hafta gördüğümüz gibi genel anlamda teknoloji hisseleri, mega-cap teknoloji ve yapay zeka ekosistemi hisseleri gerilerken, yazılım şirketleri artıda kalarak bir anlamda teknoloji içerisinde yatırımcılara portföylerini düşüslere karşı koruma olanağı sağlıyor.

4 Mart tarihli **“Yazılım hisselerinde fırsatlar raporu”** sonrasında S&P 500 Yazılım endeksi %33 toplam getiri sağlarken, bu toparlanmanın devam ettiğini ve yazılım hisselerinin yapay zeka temasına satış geldiğinde tersine hareket ederek yükseldiklerini görüyoruz.



Biz bu raporda Spotify (SPOT), Autodesk (ADSK), ServiceNow (NOW), Microsoft (MSFT), PaloAlto Networks (PANW) ve Snowflake (SNOW) şirketlerinin yapay zeka tehdidine karşı daha güçlü korunma alanları olabileceğine değinmiş ve yazılım hisseleri için aşağıdaki özellikleri ön plana çıkarmıştık:

- ✖ Spesifik konulara odaklanan (mühendislik, mimarlık, sağlık vs) ve iş akışlarında dikey entegrasyonu sağlayan, şirketlerin operasyonlarına derin bir şekilde penetre etmiş yazılımlar
- ✖ Sadece bilgi toplamanın ötesinde bu bilgiyi katma değerli hizmete dönüştürebilen, kritik öneme sahip alanlarda kullanılan yazılımlar
- ✖ İşlenecek verileri toplayan, düzenleyen yazılımlar
- ✖ Kullanıcıya direk ulaşan yazılımlarda marka değeri ve müşteri memnuniyeti yüksek olan, ağ etkilerini efektif kullanan ve büyük bir kullanıcı kitlesi ve ölçek etkisine sahip olan yazılımlar
- ✖ Koltuk başı gelir modeli yerine kullanıma bağlı bir gelir modeline sahip olan ve kullanıcı sayısının azalmasından sınırlı etkilenecek yazılım şirketleri
- ✖ Genele açık olmayan ve katma değer yaratabilen toplanmış bir veri deposuna sahip olan

Ancak bu raporda değinmediğimiz, yapay zeka uygulamalarından olumsuz etkilenmesi beklenen bir diğer yazılım sektörü alt grubu oyun şirketleri idi ve son dönemde bu alanda da enteresan fırsatların ortaya çıktığını düşünüyoruz.

Oyunlar da yazılım sektörünün önemli bir parçası...

Oyun sektörü sinema ve müzik sektörlerinin toplamından daha büyük... Oyunlar eğlence sektöründe teknolojik gelişmelerden en olumlu etkilenen ve sektörün en hızlı büyüyen alanlarından bir tanesi haline gelmiş durumda. Newzoo rakamlarına göre 2026 senesinde global oyun sektörü gelirlerinin %6,1 büyüme ile \$214 milyara ulaşması beklenirken, büyüklük olarak sinema ve müzik sektörlerini geçmiş durumda. Bunun %57'sini mobil, %21'ini PC, %22'sini ise konsol platformları oluşturuyor. PC'lerin payı yüksek olmasa da, %12 büyüme ile son dönemde oldukça sağlıklı bir büyüme kaydediyor ve coğrafi olarak %47 ile en büyük pay Asya-Pasifik bölgesinin.

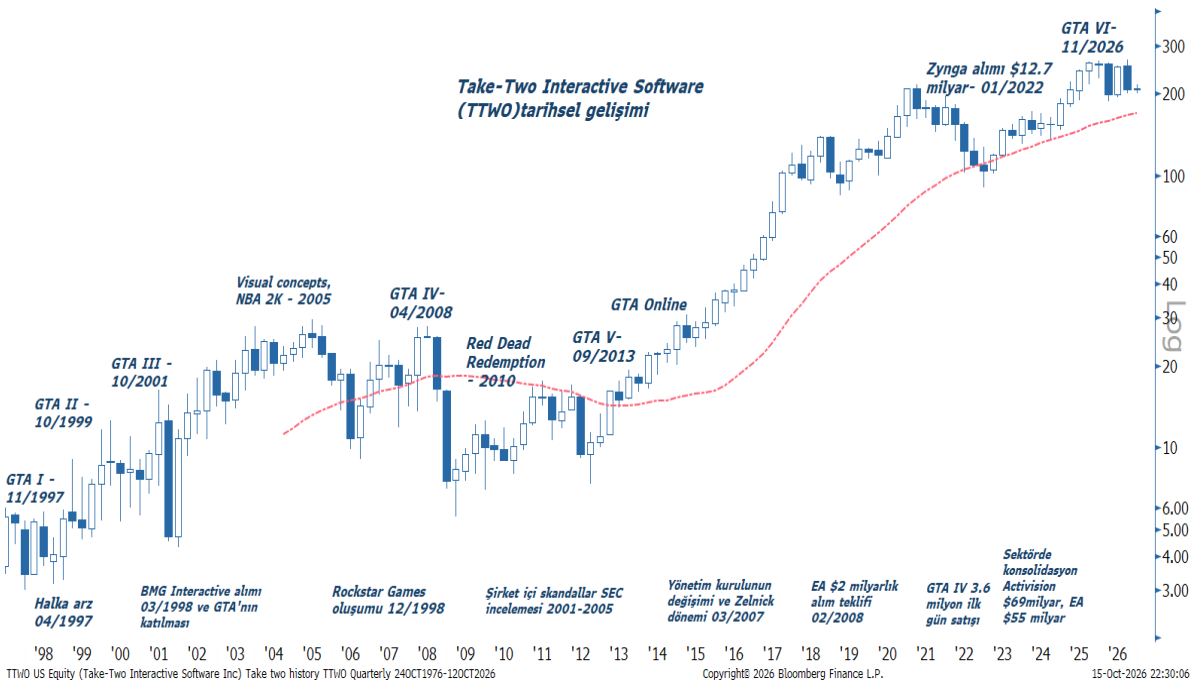
Yüksek sabit giderler, güçlü finansallar gerektiriyor... Bir ürünün geliştirilmesinin henüz gelir yaratmadan önce büyük sermaye yatırımı ve R&D maliyetleri gerektirmesi dolayısıyla, sektördeki şirketlerin güçlü bir finansal kaynağa ve uzun vade odaklı yatırımcı ve yöneticilere ihtiyacı var. Dolayısıyla büyüklük ve ölçek sektörde çok önemli ve sürekli bir konsolidasyon var. Şirket alımları adeta iş yapmanın doğal akışı haline gelirken, bir çok üretici uzun soluklu ve maliyetli projeleri daha geniş bir portföye yayarak risklerini çeşitlendiriyor veya büyük finansal kaynaklara sahip teknoloji şirketleri ile ortaklıklar kuruyorlar.

Bu şirketlerin değişken gelir yapıları ve büyük sabit masrafları göz önüne alındığında, yapay zeka gibi sektörde iş yapma şeklini ve ürün ekonomisini kökten değiştirebilecek bir yeniliğin gelmesi, yatırımcılarda sektör şirketlerine yönelik ciddi kaygılar oluşturmuş durumda ve bu da bazı büyük franchise'larda fırsatlar yaratmış olabilir.

Take-Two Interactive Software (TTWO) ve GTA VI:

Grand Theft Auto sektörde devrim yarattı... Take-Two, 90'lı yılların sonunda kendisinden çok daha büyük bir yapım şirketi olan BMG'nin oyun iş kolunu satın alarak bu alanda büyümeye başlarken, büyük potansiyel gördüğü GTA oyununun dizaynı, üretimi, dağıtımını yapan şirketleri de satın alarak, bütün zinciri bünyesine kattı. GTA II özellikle GTA III gibi versiyonlarla oyuncuların oyun deneyimi bambaşka bir boyuta taşıyan şirket, açık dünya yapısı ile oyuncuların etkileşimi değiştirerek, doğrusal statik bir hikayedense oyuncuların verdiği kararlarla değişen daha dinamik ve yaşayan bir dünya yaratarak oyun dünyasında bir devrim yaptı. 2013 senesinde piyasaya sürülen son versiyon olan GTA V ve GTA online ile beraber de oyun deneyimi bireysel bir serüvenden, yıllarca canlı kalan küresel bir sosyal etkileşim alanına çeviren Take-Two, senelerce bu üründen gelir yaratmaya devam etti.

Yönetim değişikliği ile farklı alanlarda da büyüyen daha güçlü bir eğlence şirketi... Bu dönemde bir çok şirket içi çalkantı yaşayan şirket, BMG kadrosundan gelen Zelnick'in tekrar başa gelmesi ile beraber daha stabil ve çeşitlendirilmiş gelirlere sahip bir eğlence şirketi haline geldi. Bu süreçte 2K alımı ile spor oyunlarına ve Zynga ile mobil oyun dünyasına adım atıldı. Bu alım Apple'ın aplikasyonlara getirdiği kişisel veri paylaşımı kısıtlaması dönemine denk gelmiş olsa ve şirketin eski döneminden kalan kötü ekonomik profile sahip projeleri finansalları baskılasa da, Zynga ile şirket düşük maliyetli, esnek ve büyük hacme ulaşan yeni bir platforma sahip oldu.

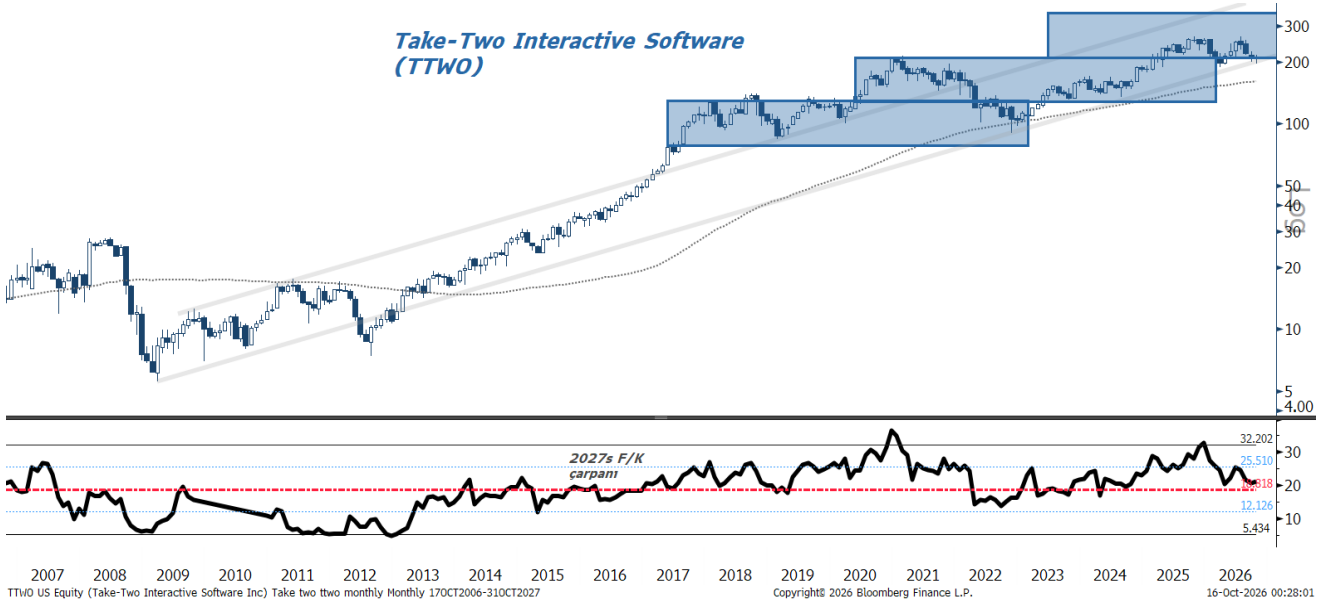


GTA VI heyecanı... Büyük yatırım ve çabalarla hazırlanan ve önümüzdeki ay seneler sonra yeni versiyonu piyasaya sürülecek olan GTA VI, sektörde ciddi bir heyecan yaratmış durumda. Satış tahminleri çok geniş bir aralıkta (30-50 milyon adet) yapılırken, şirketin cirosunun 2027 mali yılında %28, hisse başı düzeltilmiş net karının ise %66 artması bekleniyor. Şirketin kendi tahminleri ise satışların bir önceki yılın \$6,7 milyar seviyesinden, \$8-\$8,2 milyara sıçrayacağı ve nakit akışının neredeyse ikiye katlanarak \$800 milyona ulaşacağı yönünde.

Uzun durasyonlu ürünler, oyun içi satışlar ve operasyonel kaldıraç etkisi... Şirketin iş modelinde bizim ilgimizi çeken dinamikler; yüksek operasyonel kaldıraçın lansman sonrasında karlara olumlu etkisi, ürünlerin ve yaratılan ekosistemin kullanıcıyı uzun süre bağlayıcı etkisi ve online platformlarla yaratılan yüksek marjlı tekrarlanan gelirler. Sabit masrafların önceden yapılması ve sonrasında satışlardaki her birim marjinal artışın net kara büyük etkisinin olması Take-Two'ya önemli bir operasyonel kaldıraç sağlıyor ve popüler oyunların piyasa sürülmesinin etkisi açılan kar marjlarında kendisini hızlı hissettiriyor. Bir diğer konu Take-Two'nun özellikle Rockstar stüdyosunun oyunlarının uzun bir durasyona sahip olması ve şirket bu oyunların geliştirilmesine uzun zaman ve kaynak harcarsa da, senelerce bir ürünün meyvesini yemeye devam edebilmesi. GTA oyunları toplamda 475 milyon üzerinde satarken, son GTA oyunu yaklaşık 13 sene önce piyasaya sürüldü ve 230 milyon adet üzerinde toplam satış rakamı ile tarihte en çok satan ikinci oyun oldu. Bir diğer önemli konu, kullanıcıyı bağlayabilen ve yapışkanlığı artıran ürünler yapan şirketin sonrasında kullanıcılara yaptığı yüksek marjlı ve tekrarlayan oyun içi satışlar.

Yapay zeka etkinleştirici mi, ikame edici mi? Dolayısıyla GTA VI lansmanı ile birlikte şirket finansal açıdan önemli bir iyiye gidişin eşiğinde ancak hisse fiyatında ve değerlemeler tarafında bunun çok sınırlı fiyatlandığını görüyoruz. Bunun en önemli nedeni ise yapay zeka ile oyun yapımının metalaşacağı ve herkesin popüler oyunları ucuza ve kısa sürede yapabileceği kaygısı. Ancak Take-Two CEO'su bunu şiddetle reddediyor ve zaten cihaz ve yazılımların herkese açık olduğunu ancak Take-Two gibi dünya çapında popüler oyun yapabilen çok az şirketin var olduğunu ve bunun değişmeyeceğini savunuyor.

Olumlu senaryolar fiyatlanmıyor... Buradaki olası yıkıcı dönüşümü tahmin etmek güç ancak şirketin büyümesi ciddi bir ivme kazanacakken, makul seviyedeki çarpanlar (21x ileri F/K) bize bu risklerin fiyatlanmış olabileceğini düşündürüyor. Ancak optimist senaryoda şirketin 50 milyon ve üzeri bir satış yapmasıyla yaratacağı çok ciddi miktarda nakdi, yapay zekayı operasyonlarına daha efektif kullanmak için harcayabileceği ve sektörde dominant konumda kalabileceği fiyatlanmıyor. Yapay zekayı etkin kullanabilen şirketlerin oyun deneyimine katacakları derinlik, çeşitlilik oldukça heyecan verici ve oyuncuya göre tepkileri değişen, öğrenen ve adapte olan çok daha dinamik bir yazılımı deneyimleyecek olan kullanıcıların ürüne olan bağımlılıkları ve oyun içerisinde geçirilen zaman ve harcadıkları miktarlar ciddi şekilde artabilir. Biz hissenin yakından takip edilmesi gerektiğini, finansallarındaki dönüşümün değerlemelere sınırlı yansıdığını ve cazip bir anti-AI trade'i olarak yazılım hisseleri arasında yer alabileceğini düşünüyoruz. Her ne kadar yatırımcılar lansmana odaklansalar da, sonrasında oyunun farklı platformlarda (PC gibi) hızlı bir şekilde piyasaya sürülmesi ve özellikle online tarafta içeriğin efektif monetize edilmesi çok daha kritik önemde.





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.