

Microsoft rakamları yatırımcıları tatmin etmese de, biz bilançoıyu beğendik...

Biz genel anlamda olumlu noktaların daha ağır bastığını ve iyi bir bilanço olduğunu düşünsek de, mükemmel rakamlar bekleyen yatırımcıların bilançoda aradıklarını bulamadıklarını görüyoruz. Burada piyasa koşullarının da etkisi ile son dönemde kırılğan bir risk iştahına sahip olan ve ufak bir hayal kırıklığına dahi tahammülü olmayan yatırımcıların sabırsız davranma eğiliminde olduklarını görüyoruz. Opsiyon piyasalarında dün bilanço sonrasında hisselerin %5 civarında oynayabileceği fiyatlanırken, açılıő öncesinde hissede buna yakın bir aőađı hareket görüyoruz.

Microsoft bilançosunu beğenmemizin temelinde; \$3 trilyon üzerinde piyasa değeri, \$250 milyara yakın cirosu ve \$90 milyara yakın senelik karı ile faaliyet gösterdiği sektörleri domine eden bir deve göre sağlıklı bir büyüme ivmesi yakalamış olması, satışlarını ve net karını senelik bazda çift haneli artırması, net kar marjını %35'ler gibi yüksek seviyelere çekmesi ve muhafaza edebilmesi, güçlü nakit akışı yaratması, son on iki ayda net karının yaklaşık yarısını temettü ve hisse geri alımları ile yatırımcılarına geri döndürmüş olması ve yaptığı yapay zeka yatırımlarının somut olarak büyümeye yansımalarını görmeye başlamış olması gibi dinamikler var.

Microsoft bilançosunda hayal kırıklığı yaratan noktalar ise; satış ve kar rakamlarının beklentileri yeterince büyük bir marjla geçememesi, sermaye harcamalarının yapay zeka ağırlıklı artarak devam etmesine rağmen bu yatırımların getirilerinin istenilen kadar hızlı alınamaması, bulut platformu gelirlerinin ve projeksiyonlarının beklentilerin biraz altında kalması ve bir sonraki çeyrek için verilen ve bizim konservatif olduğunu düşündüğümüz projeksiyonların beklenti altında kalması idi. Yatırımcılar kapanış seansı sonrasında hissede satışa giderlerken, teknik olarak da oldukça kritik destek seviyelerinin kırılması satış momentumunu hızlandırabilir.

Sonuç olarak; kısa vadede Microsoft'daki satışlar momentum oyuncularının da etkisiyle devam edebilir ancak biz satışların temel dinamikleri çok yansıtmadığını, sarkacın yavaş yavaş aşırı optimizmden aşırı pesimize doğru kaymaya başladığını, Microsoft'un büyüme patikasında ve yatırım tezinde bir kırılma olmadığını düşünüyoruz. Her ne kadar yapay zekaya yapılan yatırımların karşılığı yatırımcıların beklediği kadar hızlı gelmesede, Microsoft'un Azure, Office365, Github, Bing ve LinkedIn gibi platformlarında büyümeye somut katkısı var ve şirket bu katkının hızlanarak devam edeceği öngörüyor.

Biz gelen bilançonun ışığında hissede \$380-\$400 bandına olası düşüşleri orta vadeli alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz ve değerlemeleri makul buluyoruz. Ancak ilk etapta özellikle momentum stratejileri ile hareket eden fonlardan gelebilecek satışların düzeltmenin derinleşmesine neden olabileceğini göz önüne almak gerekiyor ve orta vade yatırımcıların sabırlı bir şekilde kademeli pozisyonlar almaları makul olacaktır.

Microsoft ve Google'dan aldığımız sinyaller, Nvidia ve diğer altyapı donanım şirketleri için olumlu. Burada altyapı yatırımları hızlanarak sürerken, şirketler talebin gerisinde kalmamak için donanım harcamalarına devam ediyorlar ve beş dev teknoloji şirketinin önümüzdeki iki sene \$500 milyara yakın sermaye harcaması yaptıklarını ve bunun ağırlıklı olarak yapay zeka tarafına gittiğini görebiliriz.

Microsoft Corp (MSFT)	Q2 2024	Q1 2024		Q2 2023	
	Gerçekleşen	Beklenti		%	Gerçekleşen
Satışlar (milyar USD)	\$64,72	\$64,52	↑ 0,3%	\$56,19	↑ 15%
Operasyonel kar (milyar USD)	\$27,92	\$27,62	↑ 1,1%	\$24,25	↑ 15%
FAVOK (milyar USD)	\$34,30	\$32,85	↑ 4,4%	\$28,89	↑ 19%
Net Kar (milyar USD)	\$22,03	\$22,02	↑ 0,0%	\$20,08	↑ 10%
Hisse başı kar (düz.)	\$2,95	\$2,94	↑ 0,3%	\$2,69	↑ 10%

Kaynak: Bloomberg

Olumlu noktalar:

- **Beklentilerden güçlü satış ve kar rakamları....** Microsoft beklentilerden güçlü satış (\$64,72 milyar vs \$64,52 milyar) ve net kar rakamları(\$22,03 milyar vs \$22,02 milyar) açıklarken, satışlarını senelik bazda %15 net karını ise %10 büyüttü. Şirketin esas faaliyet karı da %15 artarak, beklenti üzerinde \$27,9 milyar seviyesinde geldi.
- **Güçlü senelik büyüme...** Bu çeyrek ile beraber 2024 mali yılını kapatan şirket, geçtiğimiz mali yılda cirosunu %16, faaliyet karını %24, net karını %22 büyütmüş oldu. Bu rakamlar Microsoft büyüklüğünde bir şirket için ender görülen ve çok cazip bir büyüme hızına işaret ediyor.
- **Sağlıklı kar marjları....** Microsoft'un brüt marjı %69,59 ile bir önceki çeyreğe ve önceki senenin aynı dönemine göre sınırlı daralmış olsa da, halen oldukça sağlıklı seviyelerde seyretti. Net kar marjı %34 ile yine oldukça sağlıklı seviyelerde olsa da, R&D başta olmak üzere masraflardaki artış nedeniyle brüt marjına göre daha fazla daraldı.
- **Yatırımcılara döndürülen yüksek nakit oranı...** Şirket geçtiğimiz çeyrekte \$23,32 milyar serbest nakit akışı yaratırken, burada da bir önceki senenin aynı dönemine göre %17 büyüme kaydetti. Geçtiğimiz çeyrekte Microsoft yatırımcı dostu yaklaşımını devam ettirerek hisse geri alımları ve temettü ödemeleri yoluyla yatırımcılarına \$8 milyar üzerinde nakdi geri döndürdü.

Milyon USD	3 Aylık Dönem Sonu 31 Aralık			12 Aylık Dönem Sonu 31 Aralık		
	2024	2023	%	2024	2023	%
Gelirler						
Ürün	13.217	16.853	-21,57%	64.773	64.699	0,11%
Servis ve Diğer	51.510	39.336	30,95%	180.349	147.216	22,51%
Toplam Gelirler	64.727	56.189	15,20%	245.122	211.915	15,67%
Satışların Maliyeti						
Ürün	1.438	3.871	-62,85%	15.272	17.804	-14,22%
Servis ve Diğer	18.246	12.924	41,18%	58.842	48.059	22,44%
Toplam	19.684	16.795	17,20%	74.114	65.863	12,53%
Brüt Kar	45.043	39.394	14,34%	171.008	146.052	17,09%
R&D	8.056	6.739	19,54%	29.510	27.195	8,51%
Satış ve Pazarlama Giderleri	6.816	6.204	9,86%	24.456	22.759	7,46%
Genel Yönetim Giderleri	2.246	2.197	2,23%	7.609	7.575	0,45%
Faaliyet Karı	27.925	24.254	15,14%	109.433	88.523	23,62%
Diğer	-675	473	-242,71%	-1.646	788	-308,88%
Vergi öncesi kar	27.250	24.727	10,20%	107.787	89.311	20,69%
Vergi provizyonU	5.214	4.646	12,23%	19.651	16.950	15,94%
Net Kar	22.036	20.081	9,74%	88.136	72.361	21,80%
Pay Başına Kar/Zarar						
Basit	2,96	2,70	9,63%	11,86	9,72	22,02%
Sulandırılmış	2,95	2,69	9,67%	11,8	9,68	21,90%
Brüt Marj	69,59%	70,11%	-0,52%	69,76%	68,92%	0,84%
Operasyonel Marj	43,14%	43,17%	-0,02%	44,64%	41,77%	2,87%
Net Kar Marjı	34,04%	35,74%	-1,69%	35,96%	34,15%	1,81%
Dolaşımdaki hisse sayısı(AO):						
Basit	7.433,00	7.434,00	-0,01%	7.431	7.446	-0,20%
Sulandırılmış	7.472,00	7.467,00	0,07%	7.469	7.472	-0,04%

Kaynak: Şirket verileri

- **İş kollarının çoğunda çift haneli büyüme...** Microsoft dev teknoloji şirketleri arasında bize göre **gelirleri en çok çeşitlendirilmiş, defansif karakterli ve tahmin edilebilir büyüme patikasına sahip** şirket. Şirketin iş kollarının **cihazlar haricinde hepsinin artı büyüme kaydetmesi** ve özellikle bulut bilişim ve iş uygulamaları tarafındaki çift haneli sağlıklı büyüme, geleceğe yönelik cesaret verici gelişmeler. Burada Xbox rakamlarının şirketin son senelerdeki en büyük alımı olan Activision rakamlarını içermesi dolayısıyla aşağıdaki büyüme rakamı bir önceki sene ilk kıyaslanabilir değil.

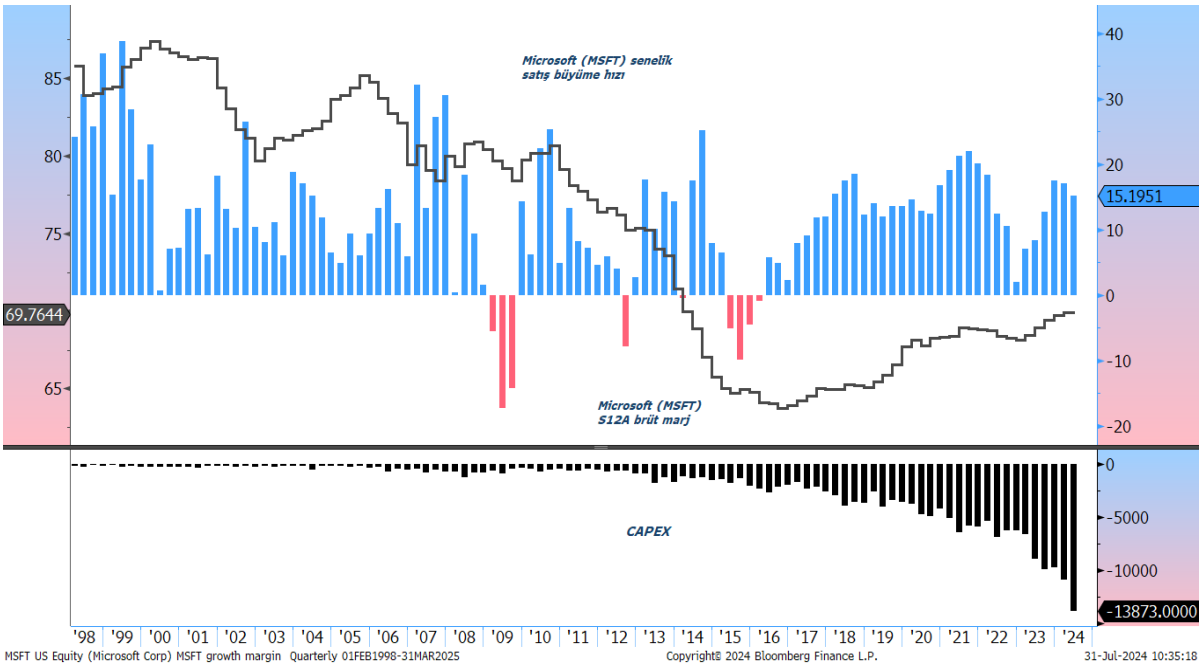
MICROSOFT (MSFT)	Ürün bazında senelik büyüme - 2Q24
Microsoft Cloud	21%
Office Ticari ürünler ve cloud servisi	12%
Office 365 Ticari	13%
Office tüketici ürünleri ve cloud servisi	3%
LinkedIn	10%
Dynamics ürünleri ve cloud servisi	16%
Dynamics 365	19%
Server ürünleri ve cloud servisi	21%
Azure ve diğer cloud servisleri	29%
Windows	7%
Windows OEM	4%
Windows ticari ürünler ve cloud servisi	11%
Cihazlar	-11%
Xbox içerik ve servisler	61%
Arama motoru ve reklam (trafik kazanım maliyeti hariç)	19%

- **Bulut bilişimdeki büyüme beklenti altında kalsa da halen şirketin kar dinamosu...** Microsoft, Amazon ile beraber bulut bilişimde en büyük paya sahip olan iki şirketten bir tanesi ve bu alanda sağlıklı büyüme ivmesini sürdürerek giderek Amazon ile arayı kapatıyor. Bulut bilişim gerek cirodan aldığı %42,7 pay, gerekse de katma değerli bir hizmet olması dolayısıyla daha yüksek kar marjı ve %19'a yakın büyüme hızı ile **Microsoft'un dinamosu olmaya devam ediyor**. Özellikle Azure platformunda yapay zeka yardımıyla yaratılan fark, Microsoft'un son iki çeyrekte bu platformda büyümeyi %30 üzerine çekmesine yardımcı olmuştu. Ancak bu çeyrekte Azure'un büyümesinin önceki çeyreğe göre iki puan yavaşlayarak %29'a gerilemesi, yatırımcılarda hayal kırıklığı yaratan en büyük faktör oldu. Azure'un faaliyet karı %22 büyürken, masraflarda sadece %5 artış vardı. İçerisinde bulunduğumuz çeyrek için ise %28-29 bandında verilen büyüme projeksiyonu yatırımcılarda heyecan uyandırmadı. Microsoft **yapay zekanın Azure'a %8 büyüme katkısı verdiği**ne değinirken, bu önceki çeyrek %7'lik ek katkının üzerindeydi ve aslında yapay zekaya yapılan yatırımlarının karşılığının giderek artan şekilde alındığının da bir göstergesiydi.

Gelir Kırılımı	Q4-24	Q4-23	%	Toplam gelirdeki pay
İş Uygulamaları	\$20.317	\$18.291	11,08%	32,55%
Akıllı Bulut	\$28.515	\$23.993	18,85%	42,70%
Kişisel Bilgi İşlem	\$15.895	\$13.905	14,31%	24,75%
Toplam	\$64.727	\$56.189	15,20%	

Faaliyet Karı Kırılımı	Q4-24	Q4-23	%	Toplam faaliyet karındaki pay
İş Uygulamaları	\$10.143	\$9.052	12,05%	37,32%
Akıllı Bulut	\$12.859	\$10.526	22,16%	43,40%
Kişisel Bilgi İşlem	\$4.923	\$4.676	5,28%	19,28%
Toplam	\$27.925	\$24.254	15,14%	

- **Yapay zeka uygulamalarından yaratılan ciddi miktarda gelir...** Her ne kadar yatırımcılar bu noktada tatmin olmasalar da, yukarıda bahsettiğimiz gibi Azure platformuna bu taraftan gelen katkının büyümeye devam etmesi olumlu bir faktördü. Giderek yaygınlaşan Copilot uygulaması ile şirketin Office365 üyelik gelirlerini arttırabilmesi, GitHub tarafında da yapay zekanın ciro büyümesinin %40'ını sağlaması hep olumlu noktalar ve biz **Microsoft'un yapay zeka yatırımlarını agresif bir şekilde bütün ürün ve platformlarına yaydığını ve bunun sonuçlarını da dikkatli bir şekilde takip ederek yatırımlarına devam ettiğini görüyoruz.**
- **İş uygulamalarının Copilot gibi yapay zeka desteklerinden olumlu fayda görmesi...** İş uygulamaları tarafında büyümenin çift haneli devam etmesi ve gelirlerin \$20,32 milyar ile \$20,21 milyar beklentinin de üzerinde gelmesi olumlu bir konuydu. Burada **LinkedIn tarafında beklenti üzerinde gelen %10 büyüme ve Office 365 ticari satışlarındaki sağlıklı seyrin %13 büyüme** ile devam etmesi de pozitif. Copilot uygulaması giderek yaygınlaşırken, şirkete ve kullanıcı deneyimine önemli bir katma değer de sunuyor ve nitekim Satya Nadella bilanço sonrasındaki telekonferans sırasında, **Copilot kullanıcılarının çeyrek bazında ikiye katlandığına** değindi.
- **Kişisel bilgi işlem tarafında toparlanma...** Son çeyreklerde oldukça zayıf performans gösteren ve Microsoft'un en düşük kar marjına sahip olduğu bu bölüm, son senelerde PC satışlarındaki yavaşlamadan ciddi olumsuz etkilenmişti. Burada Xbox rakamları Activision'ı içerdiği için önceki sene ile kıyası pek doğru değil ve büyümenin %58'i buradan geldi. Windows OEM'de sınırlı artı bir büyüme yaratılması olumlu idi. Bing tarafında her ne kadar şirketin arama motoru alanının domine eden Google'dan pay alması zor olsa da, yapay zeka yatırımlarının önümüzdeki dönemde burada ne kadar etki yaratacağı merak konusu. Net net baktığımızda bu alan Microsoft için önümüzdeki çeyreklerde de önemli bir büyüme ve heyecan yaratamayacağı bir bölüm gibi duruyor.



Olumsuz noktalar:

- **Artan yatırım harcamalarına karşılık gelir büyümesinin yavaş kalması...** R&D harcamalarındaki %20'ye yakın sıçrama ve sermaye harcamalarının uzun zaman sonra net karın %50 üzerine çıkması ve beklentileri aşması, yatırımcılarda kaygıya yol açtı. Özellikle finansal koşulların sıkı kaldığı ve politik belirsizliklerin ön planda olduğu bir dönemde şirketin bu büyük harcamaların karşılığını ne zaman alabileceğine yönelik sabırsızlığın hisse üzerinde baskı kurduğunu takip ediyoruz. Yukarıda gösterildiği gibi Microsoft sermaye harcamalarını hızlandırırken son 12 ayda burada %60'a yaklaşan bir büyüme var.

- **Beklenti altında verilen projeksiyonlar...** Microsoft her ne kadar mali yılının ikinci yarısı için daha olumlu bir projeksiyon vermiş olsa ve özellikle bulut bilişim tarafında büyümenin o dönemde hızlanacağına değinse de, içerisinde bulunduğumuz çeyrek için projeksiyonların(satış beklentisi \$63,8-\$64,8 milyar vs konsensüs: \$65 milyar) beklenti altında kaldığını görüyoruz. Ancak burada şirketin bir miktar konservatif yaklaşımının etkili olduğunu düşünüyoruz.
- **Azure büyümesinde bir önceki çeyreğe göre yavaşlama...** Microsoft geçtiğimiz çeyrekte genel anlamda iyi bir performans göstermiş olsa da, dikkatlerin en çok yoğunlaştığı yer olan Azure platformu büyümesinde beklentinin altında kalması ve burada yaşanan 2 puanlık düşüş, hissede sert satışlara neden oldu. Ancak şirketin projeksiyonlarında bu senenin sonunda bulut bilişimde büyümenin tekrar hızlanacağı beklentisi bir miktar göz ardı edilmiş durumda ve yatırımcılar rakamlara miyopik yaklaşıma eğilimindedir.

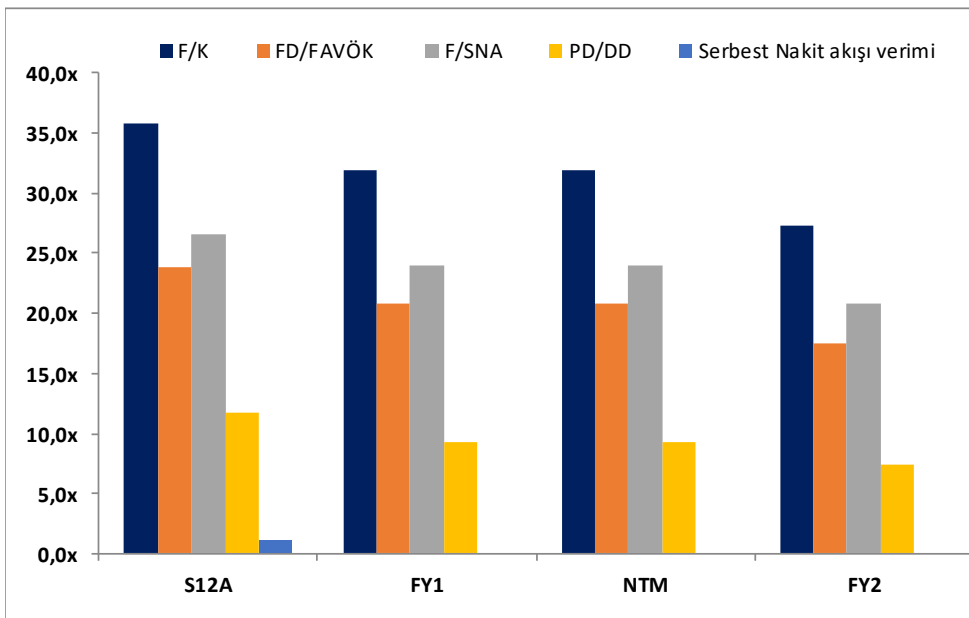
CAPEX/Net kar	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
	44,53%	44,49%	44,51%	49,92%	62,96%

Azure ve cloud servisi	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Büyüme (YoY)	26,00%	29,00%	30,00%	31,00%	29,00%

Net net, Microsoft cazip bir uzun vadeli yatırım olmaya devam ediyor...

Biz Microsoft'un güçlü bir bilanço açıkladığını düşünüyoruz. Şirketin tekrar eden sağlıklı üyelik bazlı gelirleri, yavaşlayan bir ekonomide dahi fiyatlama gücünü koruyabilmesi, defansif karakteri, büyüklüğüne göre güçlü gelir ve kar büyüme hızı, sağlıklı kar marjları, yarattığı güçlü nakit akışı, yapay zeka uygulamalarını gelir ve kar rakamlarına yansıtma potansiyeli ve yazılım tarafında faaliyet gösterdiği alanları domine eden platformları ile yapay zeka destekli katma değerli ürünlerini yaygınlaştırma gücü bizi uzun vadede Microsoft'u beğenmeye devam etmeye iten faktörler.

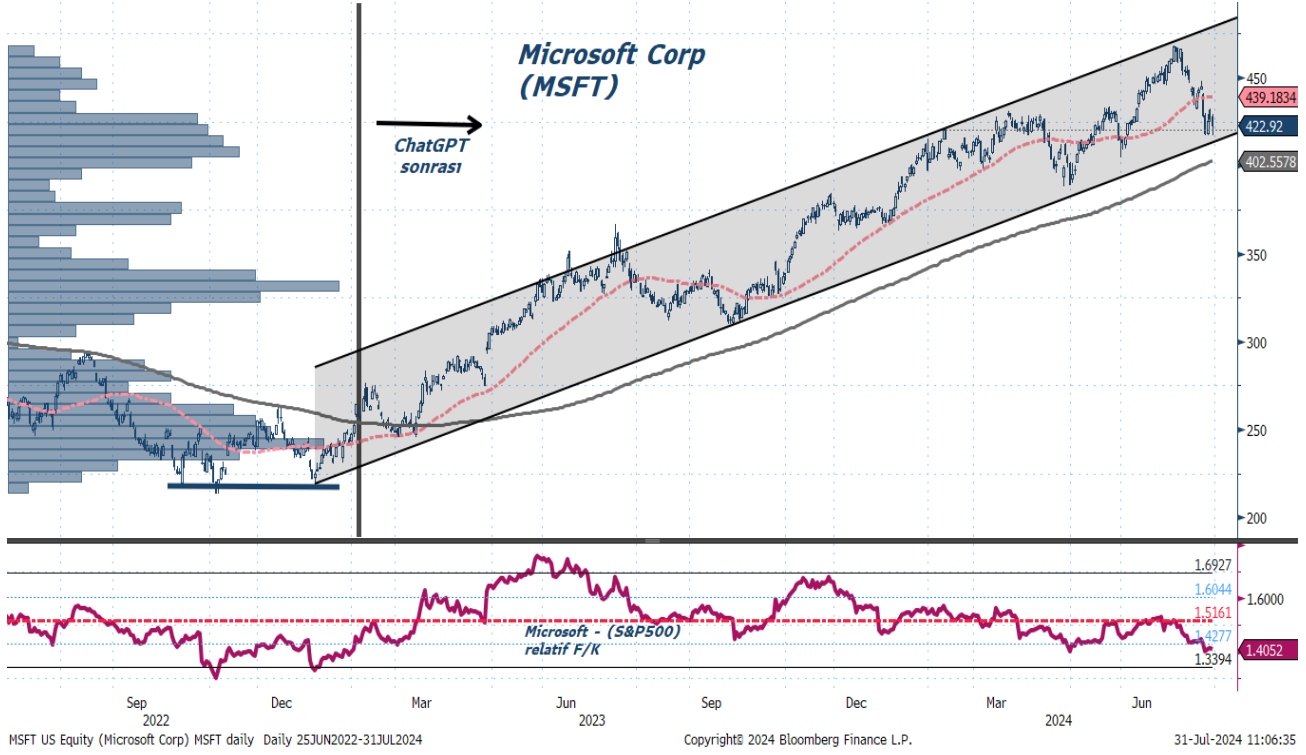
Çarpanlar	S12A	FY1	NTM	FY2	5 sene ort.
F/K	35,8x	31,8x	31,8x	27,3x	33,5x
FD/FAVÖK	23,8x	20,8x	20,8x	17,5x	22,3x
F/SNA	26,5x	23,9x	23,9x	20,8x	25,8x
PD/DD	11,7x	9,3x	9,3x	7,4x	12,7x
F/Satış	12,8x	11,2x	11,2x	9,8x	11,2x



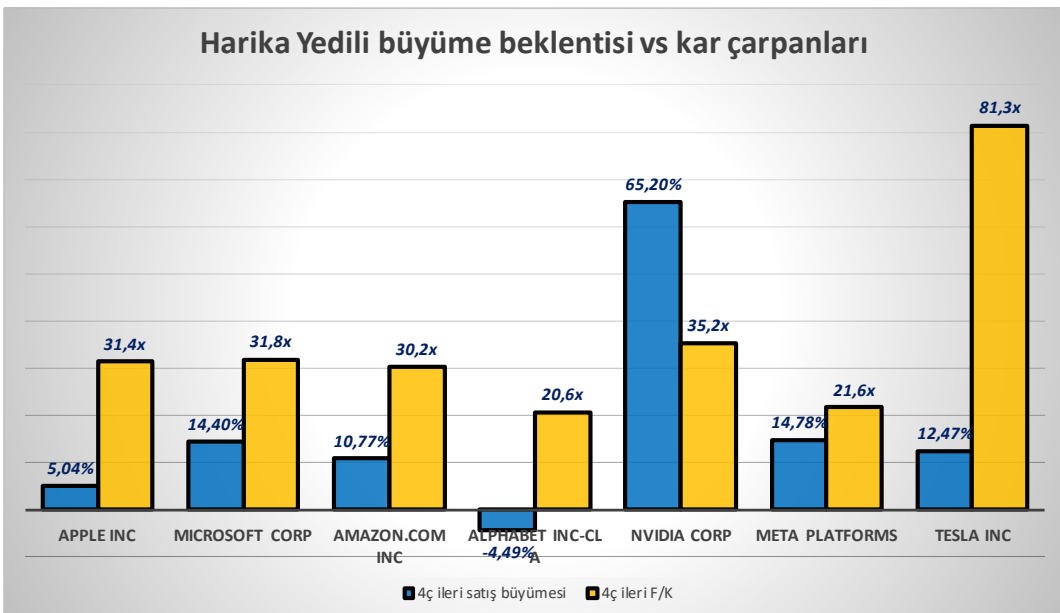
Kaynak: Bloomberg

Hisse pahalı çarpanlarla işlem görse de, yukarıdaki faktörleri göz önüne aldığımızda Microsoft'un primli değerlemeleri hak ettiğini düşünüyoruz. Önümüzdeki dört çeyrek yapay zekanın Copilot gibi iş uygulamalarına ve Azure platformuna olan katkısı ile şirketin satışlarını %15, net karını %20 büyütme devam edebileceğini ve hisse başına net karını \$14,15 seviyesine çekebileceğini düşünüyoruz. **Bu da 4ç ileri kar beklentimize göre 29,1x, konsensüs beklentisine göre de 31,7x ileri F/K çarpanı gibi makul seviyelere karşılık geliyor.**

Son dönemde teknoloji şirketlerinden yaşanan çıkışlarla beraber şirketin S&P 500 relatif F/K çarpanı priminde de daralma dikkat çekerken, bu eğilimin devam etmesi, teknoloji hisselerinden ufak ölçekli hisselerle doğru rotasyonun sürmesi ve yukarıda bahsettiğimiz yatırımcıların miyopik bakış açısının etkisi ile hissede **\$380-\$400 bandına doğru bir geri çekilme yaşanması durumunda biz bu düşüşleri orta vadeli alım fırsatları olarak değerlendireceğiz.** Ancak daha kısa vadeli yatırımcıların hisselerin kritik direnç noktalarını kırması durumunda satış momentumunun artabileceğini ve önümüzdeki iki ay piyasa koşullarının zorlu geçebileceğini göz önüne alarak daha dikkatli davranmalarında ve hissede bir dengelenme gördükten sonra hareket etmelerinde fayda var.



Microsoft rakamları Nvidia için de olumlu ve yapay zekaya yönelik donanım harcamalarının son hızla devam ettiğini gösteriyor. Harika Yedili içerisinde önümüzdeki dönem büyüme beklentilerine ve değerlemelere baktığımızda da, Microsoft ve Nvidia'nın büyüme hızlarına göre daha makul değerlendirme çarpanlarla işlem gördükleri dikkat çekiyor.





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 getirin 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 tecrübeye 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.