

Amazon.com (AMZN)

2Ç26 Bilanço Analizi

Gelir büyümesine güçlü faaliyet kârı artışı eşlik etti

Amazon 2Ç26'da 200,6 milyar dolar gelir, 27,5 milyar dolar faaliyet kârı ve 62,6 milyar dolar net kâr açıkladı. Hisse başı kâr 5,75 dolar, faaliyet dışı etkilerin ayrıştırıldığı düzeltilmiş net kâr ise 21,5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Gelir yıllık bazda %20 artarken faaliyet kârı %43 yükseldi ve faaliyet marjı %11,4'ten %13,7'ye çıktı. Net kârın faaliyet performansından çok daha güçlü görünmesinde, ağırlıklı olarak Anthropic yatırımdan kaynaklanan 53,4 milyar dolarlık vergi öncesi değer artışı belirleyici oldu. Bu nedenle şirketin dönem içindeki kazanç gücünü değerlendirirken 62,6 milyar dolarlık net kârdan çok düzeltilmiş net kâr, faaliyet kârı ve segment marjları daha anlamlı bir görünüm sunuyor. Kâr artışının yalnızca AWS'den gelmemesi de sonuçların kalitesini destekledi. Kuzey Amerika, uluslararası faaliyetler ve AWS'nin tamamında faaliyet kârı yükselirken, gelir kompozisyonu daha yüksek marjlı bulut ve reklam hizmetleri lehine gelişmeye devam etti. Gelir artışının farklı faaliyet alanlarına yayılması, Amazon'un hem tüketici harcamalarındaki canlılıktan hem de kurumsal teknoloji bütçelerindeki büyümeden aynı anda faydalanabildiğini ortaya koydu.

2Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
AMZN	200,60	4,81
BBG Tahmin	196,40	1,82

AWS'deki hızlanma yapay zekâ yatırımlarının karşılığını güçlendirdi

AWS gelirleri %37 artışla 42,2 milyar dolara ulaşarak son 18 çeyreğin en yüksek büyümesini kaydetti. Faaliyet kârı %64 yükselerek 16,6 milyar dolara, faaliyet marjı ise %32,9'dan %39,4'e çıktı. AWS toplam gelirlerin yaklaşık beşte birini üretmesine rağmen grup faaliyet kârının %60'ından fazlasını sağladı. Bu yapı, bulut büyümesindeki hızlanmanın Amazon'un toplam kârlılığı üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu gösteriyor. Şirketin yapay zeka hizmetleri ile kendi işlemcilerinden oluşan faaliyetlerinin yıllık gelir büyüklüğünün ayrı ayrı 25 milyar doları aşması, altyapı yatırımlarının ticari ölçeğe ulaştığını ortaya koydu. Anthropic ve OpenAI'nin Trainium için verdiği uzun vadeli kapasite taahhütleri ile Bedrock kullanımındaki artış, AWS'nin yapay zeka büyümesinden işlemci, model eğitimi ve uygulama geliştirme katmanlarında birlikte faydalandığını gösteriyor. Amazon'un kendi işlemcilerini kullanması, üçüncü taraf çiplere bağımlılığı azaltırken müşterilere daha düşük maliyetli seçenekler sunmasına da imkan veriyor. Devreye alınan kapasitenin kısa sürede kullanılması, yüksek yatırım harcamalarının gelir ve faaliyet kârına dönüşmeye başladığını destekleyen en önemli veri olarak öne çıktı.

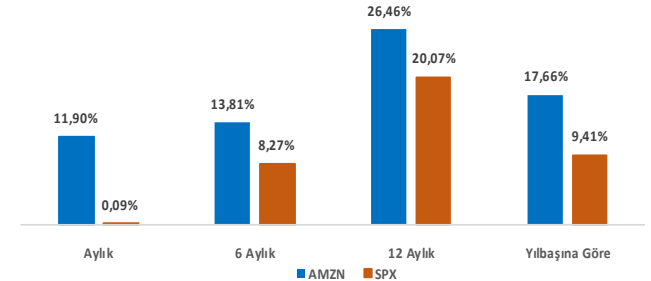
Perakende, üçüncü taraf satıcılar ve reklam gelirleri birlikte büyüdü

Kuzey Amerika gelirleri %16 artışla 116,2 milyar dolara, faaliyet kârı ise 9,1 milyar dolara yükseldi. Uluslararası faaliyetlerde gelir %15 büyüyerek 42,2 milyar dolara ulaşırken faaliyet kârı 1,7 milyar dolar oldu. Online mağaza gelirlerinin %15 ve üçüncü taraf satıcı hizmetlerinin %16 artması, hem doğrudan satışlarda hem de Amazon'un pazaryeri ve lojistik altyapısını kullanan satıcılarda güçlü hacmin korunduğunu gösterdi. Daha hızlı teslimat ve günlük tüketim ürünlerindeki büyüme sipariş sıklığını desteklerken, artan dağıtım maliyetleri perakende marjlarındaki genişlemeyi sınırladı. Günlük tüketim ürünlerinin toplam satışlar içindeki payının yükselmesi, daha düşük sepet tutarına rağmen müşteri ziyaret sıklığını artırarak Amazon'un perakende ekosistemine daha düzenli trafik sağlıyor. Reklam gelirleri ise %26 artışla 19,8 milyar dolara ulaşarak perakende faaliyetlerinin kârlılığına güçlü katkı verdi. Amazon'un müşterilerin satın alma niyetine ilişkin sahip olduğu veri ve Prime Video'nun genişleyen reklam alanı, bu faaliyetin ürün aramalarının ötesine taşınmasını sağlıyor. Reklam tarafındaki büyüme, düşük sermaye ihtiyacı nedeniyle perakende hacmindeki artışın şirket kârına daha güçlü yansımaya da katkıda bulunuyor.

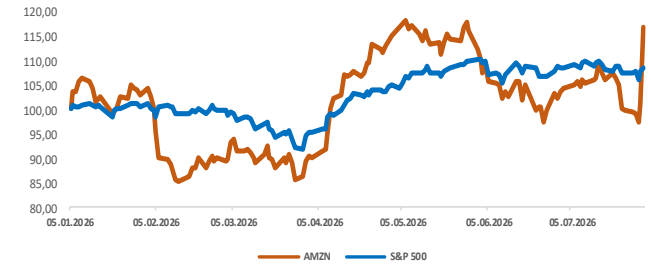
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu					AMZN
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)					272,5
Piyasa Değeri (Tn USD)					2,9
Halka Açıklık Oranı %					91,7
Sektör					Teknoloji
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı	196				278,56
Çarpanlar	2024	2025	2026	2027T	
FK	39,0x	33,2x	26,5x	22,3x	
PD/DD	8,1x	6,0x	5,1x	4,0x	
FD/FAVÖK	17,8x	15,8x	13,7x	10,5x	

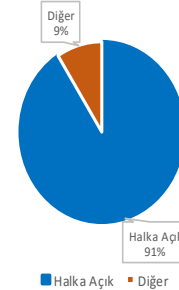
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin

Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Yüksek yatırımlar serbest nakit akışını baskıladı

Son 12 aylık faaliyetlerden sağlanan nakit %33 artışla 161,4 milyar dolara yükselirken maddi duran varlık yatırımlarının 169,0 milyar dolara ulaşması, serbest nakit akışını 7,6 milyar dolar negatife taşıdı. Yalnızca ikinci çeyrekte faaliyetlerden 45,4 milyar dolar nakit sağlanmasına karşılık 54,2 milyar dolarlık yatırım yapıldı. Nakit akışındaki bozulma temel faaliyetlerden değil, büyük ölçüde AWS ve yapay zekâ kapasitesi için hızla yükselen veri merkezi harcamalarından kaynaklandı. AWS gelirleri ile faaliyet kârındaki belirgin artış, yatırımların talep oluşmadan yapılan kapasite harcamaları olmadığını gösterse de yatırım temposunun operasyonel nakit üretimini aşması kısa vadede izlenecek ana risk olmaya devam ediyor. Yönetim üçüncü çeyrekte 197-202 milyar dolar gelir ve 22,5-26,5 milyar dolar faaliyet kârı bekliyor. Prime Day'in dönemler arasındaki kayması çıkarıldığında temel gelir büyümesinde belirgin bir yavaşlama öngörülmüyor. Amazon açısından önümüzdeki dönemin ana dengesi, AWS kapasitesini talebi karşılayacak hızda artırırken serbest nakit akışındaki baskıyı kontrol altında tutabilmek olacak. AWS'deki büyümenin korunması ve yatırım harcamalarının zaman içinde faaliyet nakit akışının altına gerilemesi, mevcut güçlü operasyonel görünümün bilanço tarafında daha sağlıklı bir yapıya dönüşmesini sağlayabilir.

Analist Görüşü

1Ç26 değerlendirmemizde Amazon'daki değer yaratımının artık e-ticaret hacminden çok AWS, reklam ve üçüncü taraf satıcı hizmetleri gibi daha yüksek marjlı faaliyetler üzerinden şekillendiğini belirtmiştik. İkinci çeyrek sonuçları bu dönüşümün hem hızlandığını hem de şirket geneline daha dengeli yayıldığını ortaya koydu. Gelirin %20 artışla 200,6 milyar dolara ulaşmasına karşılık faaliyet kârının %43 yükselerek 27,5 milyar dolara çıkmasını önemli buluyoruz. Net kâr Anthropic yatırımındaki değer artışı nedeniyle temel faaliyetlerden daha güçlü görünse de, bu etki dışarıda bırakıldığında dahi Amazon'un gelir artışını daha yüksek kâra çevirebildiği bir dönem görüyoruz. AWS'nin yanında Kuzey Amerika ve uluslararası faaliyetlerin de kâr üretimini artırması, Amazon'un artık tek bir segmentin performansına bağlı kalmadan büyüebildiğini gösteriyor. Bizim açımızdan ikinci çeyreğin ana mesajı yalnızca büyümenin hızlanması değil, bu büyümenin daha yüksek marjlı faaliyetlere doğru ilerlemesi ve perakende tarafındaki verimlilik kazanımlarıyla birlikte şirketin genel kâr yapısını güçlendirmesi oldu.

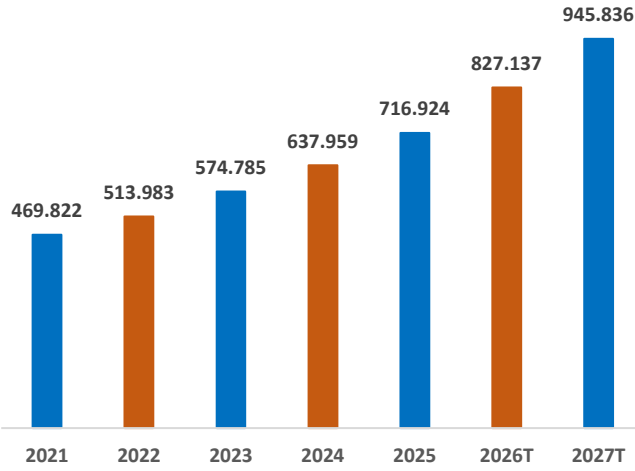
AWS tarafında 1Ç26'da izlediğimiz kapasite artışı ile gelir büyümesi arasındaki bağ ikinci çeyrekte çok daha görünür hale geldi. Segment gelirlerinin %37 artışla 42,2 milyar dolara ulaşması, son 18 çeyreğin en güçlü büyümesine işaret ederken faaliyet kârının %64 artarak 16,6 milyar dolara çıkması, yeni kapasitenin yalnızca hacim değil yüksek kârlılık da ürettiğini ortaya koydu. Amazon'un yapay zeka hizmetleri ile kendi çip faaliyetlerinin yıllık gelir büyüklüğünün ayrı ayrı 25 milyar doları aşması, şirketin bu alanda artık hazırlık aşamasında olmadığını gösteriyor. Trainium üzerinden sağlanan işlem gücü, Bedrock aracılığıyla sunulan model seçenekleri ve AWS'nin mevcut bulut altyapısı Amazon'a yapay zeka harcamalarının birden fazla katmanından gelir elde etme imkanı veriyor. Anthropic ve OpenAI'dan gelen uzun vadeli kapasite talepleri de şirketin yalnızca kurumsal müşterilere hizmet veren klasik bir bulut sağlayıcısı olmadığını, büyük model geliştiricilerinin altyapı tercihleri içinde de güçlü bir konuma ulaştığını ortaya koyuyor. Bu nedenle yüksek veri merkezi yatırımlarını yalnızca maliyet artışı olarak değil, halihazırda gelir ve faaliyet kârı üreten bir kapasite genişlemesi olarak okumaya devam ediyoruz.

Reklam faaliyetleri ise Amazon'un yüksek sermaye gerektiren AWS büyümesini daha hafif bir maliyet yapısıyla dengeleyen ikinci ana kâr alanı olmayı sürdürüyor. Reklam gelirlerinin %26 büyümesi, Amazon'un alışverişe en yakın kullanıcı verisini gelir üretimine çevirmedeki avantajını koruduğunu gösteriyor. Burada yalnızca ürün aramalarının yanında gösterilen reklamlardan söz etmiyoruz. Prime Video ve diğer yayın alanlarının genişlemesi, Amazon'un reklam verenlere hem doğrudan satışa yakın tüketicilere hem de daha geniş marka kampanyalarına erişim sağlayabilmesine imkan veriyor. Reklamın perakende faaliyetleriyle kurduğu ilişki de çift yönlü çalışıyor. Daha fazla ürün ve satıcı platformdaki reklam talebini artırırken, daha etkin reklam araçları satıcıların Amazon ekosisteminde daha fazla harcama yapmasını destekliyor. AWS'nin yüksek yatırım ihtiyacına karşı reklam gelirlerinin daha sınırlı sermaye kullanımıyla büyümesi, Amazon'un toplam kârlılığının yalnızca bulut faaliyetlerine bağlı kalmasını engelliyor. Şirketin değerlendirme yapısını klasik perakende şirketlerinden ayıran temel unsurlardan biri de bu iki faaliyet alanının birlikte büyümesi olmaya devam ediyor.

Perakende tarafında ise büyümenin yalnızca fiyat artışlarından değil, sipariş sıklığı ve ağ kullanımındaki iyileşmeden geldiğini düşünüyoruz. Prime üyelerine aynı gün veya ertesi gün teslim edilen ürün sayısının yılın ilk yarısında %40'ın üzerinde artması ve günlük tüketim ürünlerinin diğer kategorilerden daha hızlı büyümesi, Amazon'un müşterilerin dönemsel büyük alışverişlerinden günlük ihtiyaçlarına doğru daha fazla pay aldığını gösteriyor. Günlük tüketim ürünlerinde sepet tutarı daha düşük olsa da sipariş sıklığının artması lojistik ağındaki sabit maliyetlerin daha fazla teslimata yayılmasına ve müşteri bağlılığının güçlenmesine imkan veriyor. Kuzey Amerika faaliyet kârının 9,1 milyar dolara, uluslararası faaliyet kârının ise 1,7 milyar dolara ulaşmasını bu nedenle yalnızca satış hacminin sonucu olarak değerlendirmiyoruz. Bölgeselleştirilmiş dağıtım ağı, daha hızlı teslimat ve üçüncü taraf satıcı hizmetlerindeki büyüme perakende faaliyetlerini geçmişe kıyasla daha kontrollü ve daha kârlı bir yapıya taşıyor. Dağıtım maliyetlerindeki artış kısa vadede marj genişlemesini sınırlasa da perakende tarafının artık şirket değerlemesini aşağı çeken düşük kaliteli bir faaliyet alanı olmadığı yönündeki görüşümüzü koruyoruz.

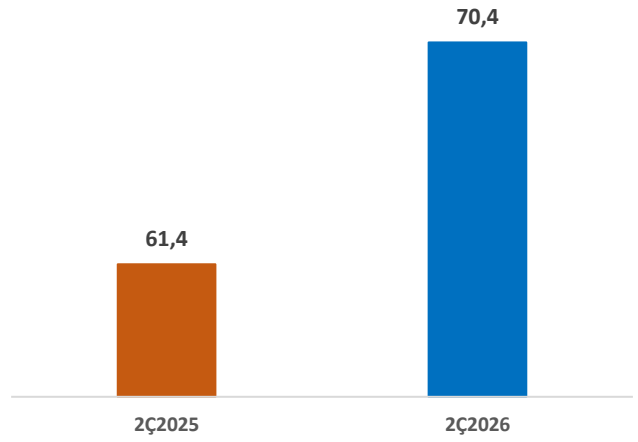
Özetle, Amazon'un ikinci çeyrek sonuçlarının model portföyümüzdeki yatırım görüşümüzü güçlendirdiğini düşünüyoruz. AWS büyümesinin %37'ye hızlanması, yapay zeka ve çip faaliyetlerinin ayrı ayrı 25 milyar doların üzerinde yıllık gelir büyüklüğüne ulaşması, reklam tarafındaki %26'lık artış ve perakende segmentlerinin birlikte kâr üretmesi, şirketin yüksek kaliteli büyüme alanlarının genişlediğini gösteriyor. Buna karşılık son 12 aylık serbest nakit akışının 7,6 milyar dolar negatife dönmesini göz ardı etmiyoruz. Buradaki bozulma faaliyetlerden sağlanan nakdin zayıflamasından değil, yapay zeka kapasitesi için yapılan yatırımların 169 milyar dolara ulaşmasından kaynaklanıyor. AWS'deki hızlanma yatırımların ekonomik karşılık ürettiğini desteklese de, sermaye harcamalarının uzun süre operasyonel nakit akışının üzerinde kalması değerlendirme açısından daha fazla sorgulanabilir. Bu nedenle Amazon'u model portföyümüzde %10 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. Mevcut aşamada pozisyonu korumayı doğru buluyor, ağırlık artırmak için AWS büyümesinin yüksek seviyesini sürdürmesinin yanında serbest nakit akışında yeniden toparlanma işaretleri görmemiz gerektiğini düşünüyoruz.

AMZN Yıllık Geliri (Mn USD)



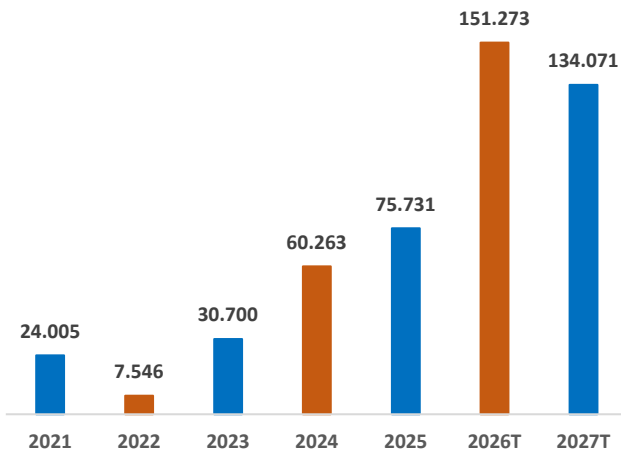
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Online Stores Segment Geliri (Bn USD)



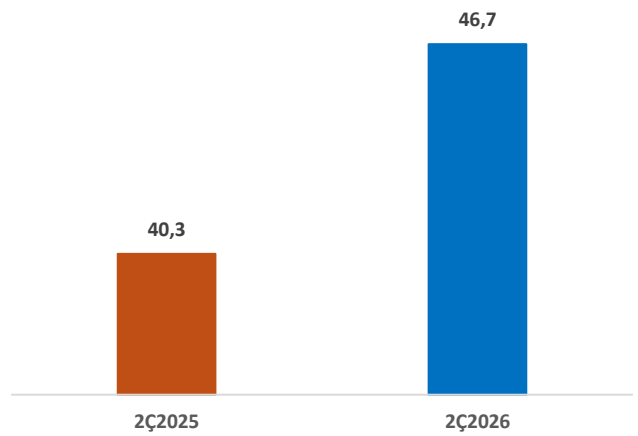
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

AMZN Yıllık Net Kar (Mn USD)



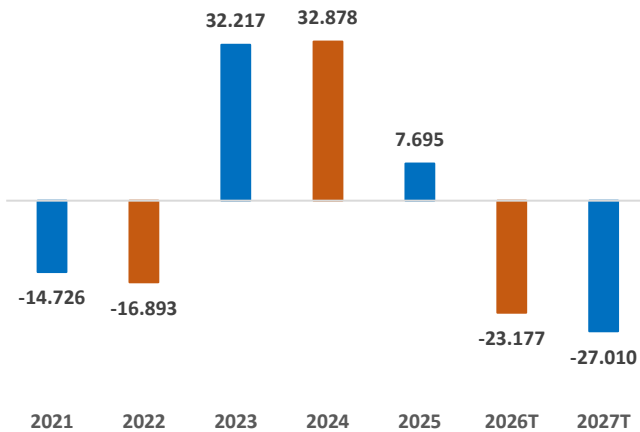
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Thirty-Party Segment Geliri (Bn USD)



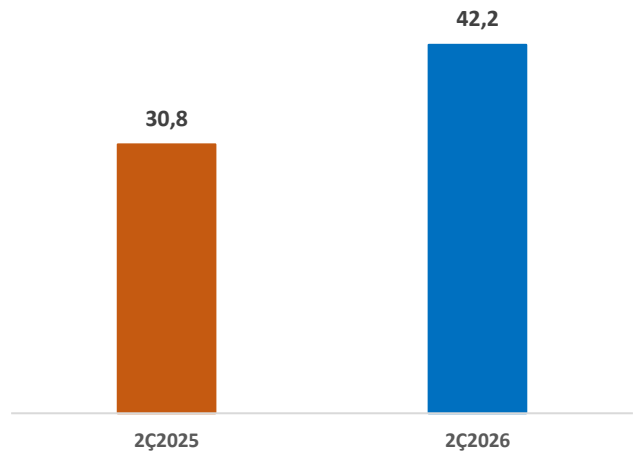
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

AMZN Yıllık Serbest Nakit Akışı (Mn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

AWS Segment Geliri (Bn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Uğur Orhon, CMT

Araştırma Müdürü / Stratejist
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
ugur.orhon@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Yusuf Küsin

Yönetici
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklar- daki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.