

Dell Technologies (DELL)

2Ç27 Bilanço Analizi

Rekor büyümeye karlılıktaki belirgin iyileşme eşlik etti

Dell 2Ç27'de gelirini yıllık bazda %58 artırarak 46,97 milyar dolara yükseltirken net kar 4,13 milyar dolar, hisse başı kar ise 6,34 dolar oldu. Düzeltilmiş net kar 4,59 milyar dolara, düzeltilmiş hisse başı kar da 7,04 dolara ulaştı. Faaliyet karının %204 artışla 5,39 milyar dolara yükselmesi, güçlü satış büyümesinin karlılığa da yansıdığını gösterdi. Yapay zeka sunucuları yüksek satış hacmi sağlasa da bu ürünlerin marjı depolama ve diğer altyapı ürünlerine kıyasla daha düşük. Buna rağmen düzeltilmiş brüt kar %78 artarken düzeltilmiş faaliyet marjı %7,7'den %12,6'ya yükseldi. Depolama tarafında daha yüksek marjlı Dell ürünlerinin satış içindeki payının artması, klasik sunuculardaki güçlü performans ve giderlerin gelirden daha yavaş büyümesi bu iyileşmede etkili oldu. Faaliyet giderlerinin gelir içindeki payı da %11'den %8,5'e geriledi.

2Ç2027	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
DELL	46,96	7,04
BBG Tahmin	44,50	4,92

Yapay zeka sunucularındaki sipariş birikimi büyümenin devamına güçlü zemin hazırlıyor

Yapay zeka sunucu gelirleri yıllık bazda %100 artarak 16,4 milyar dolara ulaşırken yalnızca ikinci çeyrekte alınan yeni siparişlerin tutarı 60,9 milyar dolar oldu. Son 12 ayda alınan toplam sipariş 131,7 milyar dolara, henüz teslim edilmemiş siparişlerin değeri ise 95 milyar dolara yükseldi. Bu büyüklük, önümüzdeki birkaç çeyrekte satışların önemli bölümünün şimdiden siparişe bağlandığını gösteriyor. Yapay zeka sunucusu kullanan müşteri sayısının 6.500'ü aşması ve son üç çeyrekte yaklaşık 3.300 yeni müşterinin eklenmesi de talebin birkaç büyük veri merkezi işletmecisiyle sınırlı kalmadığını ortaya koydu. Kurumsal müşterilerin payının artmasını ayrıca olumlu buluyoruz. Bu müşteriler sunucunun yanında depolama, ağ altyapısı ve hizmet ürünlerini de daha fazla kullanıyor. Böylece Dell'in aynı müşteri içinde farklı ürün gruplarını birlikte büyütme imkanı artıyor.

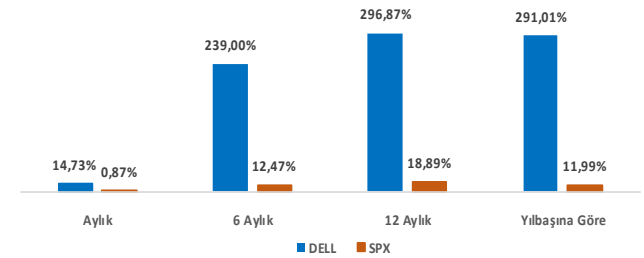
Yapay zeka yatırımları klasik sunucu ve depolama talebini de güçlendiriyor

Sonuçlarda öne çıkan diğer nokta, büyümenin yalnızca yapay zeka sunucularından gelmemesi oldu. Klasik sunucu ve ağ ürünlerinin geliri %122 artarak 10,5 milyar dolara, depolama gelirleri ise %26 artışla 4,9 milyar dolara ulaştı. Dell son iki çeyrekte klasik sunucu pazarında 10 puanın üzerinde pay kazanırken müşteri tabanında halen 14. nesil veya daha eski yaklaşık 1,2 milyon sistem bulunuyor. Bu durum önümüzdeki yıllar için ayrı bir yenileme ihtiyacı yaratıyor. Yapay zeka uygulamalarının yaygınlaşması da klasik sunucu talebini ortadan kaldırmıyor. Veri hazırlama, uygulama yönetimi, güvenlik ve diğer kurumsal işlemler için mevcut veri merkezi altyapısının büyütülmesi gerekiyor. Aynı şekilde üretilen veri miktarındaki artış depolama ihtiyacını da yükseltiyor. Bu nedenle yapay zeka yatırımlarının etkisini yalnızca yapay zeka sunucu gelirlerinde aramıyoruz. Klasik sunucu ve depolamadaki güçlü büyüme de aynı yatırım döngüsünden besleniyor.

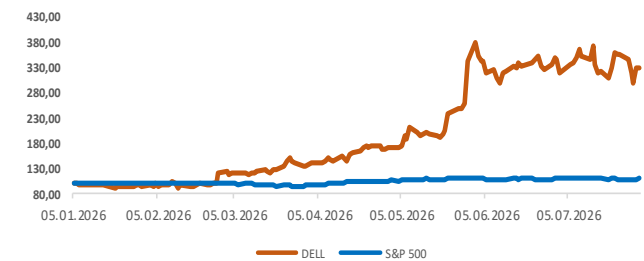
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu					DELL
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)					492,2
Piyasa Değeri (Bn USD)					318,0
Halka Açıklık Oranı %					91,5
Sektör					Teknoloji
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı					110,22 514
Çarpanlar	2025	2026	2027T	2028T	
FK	16,2x	12,1x	19,0x	16,9x	
PD/DD	*	*	121,3x	31,3x	
FD/FAVÖK	9,7x	8,4x	14,3x	12,7x	

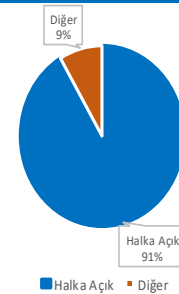
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin

Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Güçlü sipariş görünümü yıl sonu beklentilerini belirgin şekilde yukarı taşıdı

Dell güçlü ikinci çeyrek sonuçlarının ardından 2027 gelir beklentisinin orta noktasını 167 milyar dolardan 192 milyar dolara yükseltti. Yıl genelinde yapay zeka sunucu gelirinin önceki 60 milyar dolarlık tahmin yerine 74 milyar dolara ulaşması beklenirken, klasik sunucularda %100'ün üzerinde, depolama ve müşteri çözümleri tarafında ise çift haneli büyüme öngörülüyor. Üçüncü çeyrek için yaklaşık 49 milyar dolar toplam gelir, 19 milyar dolar yapay zeka sunucu geliri ve 6,50 dolar düzeltilmiş hisse başı kar tahmin ediliyor. Yönetimin yüksek yapay zeka sunucu hacmine rağmen ikinci yarı brüt kar marjı beklentisini yukarı çekmesi de önemli. İlk altı ayda 6,3 milyar dolar faaliyet nakit akışı yaratılırken aynı tutarın hissedarlara geri verilmesi güçlü nakit üretimini destekliyor. 95 milyar dolarlık sipariş birikimi kısa vadede talep tarafındaki soru işaretlerini büyük ölçüde azaltıyor.

Analist Görüşü

Dell'i model portföyümüze dahil ettiğimiz 6 Ocak'tan bu yana hisse fiyatı 123,93 dolardan 2 Eylül kapanışında 492,20 dolara yükseldi ve fiyat bazında yaklaşık %297 getiri sağladı. Son bilanço sonrasında yaşanan %15,8'lik yükseliş de bu güçlü performansa eklendi. Bu noktadan sonra Dell'i yılın başındaki gibi düşük beklentiler ve yapay zeka sunucularındaki potansiyel üzerinden değerlendirmek yeterli değil. Hissenin yaklaşık dört katına çıktığı mevcut seviyelerde yatırım tezinin devamı için güçlü siparişlerin düzenli şekilde gelire dönüşmesi, karlılığın korunması ve yapay zeka yatırımlarının Dell'in diğer ürün gruplarına da daha fazla iş yaratması gerekiyor. 2Ç27 sonuçlarının bu açıdan beklentilerimizin üzerinde olduğunu düşünüyoruz. 47 milyar dolara yaklaşan gelir, %204 artan faaliyet karı ve yıl sonu gelir tahmininin yalnızca üç ay içinde 167 milyar dolardan 192 milyar dolara çıkarılması, hisse performansının yalnızca değerlendirme artışından değil, şirketin kazanç kapasitesindeki çok güçlü yukarı yönlü revizyondan da beslendiğini gösteriyor.

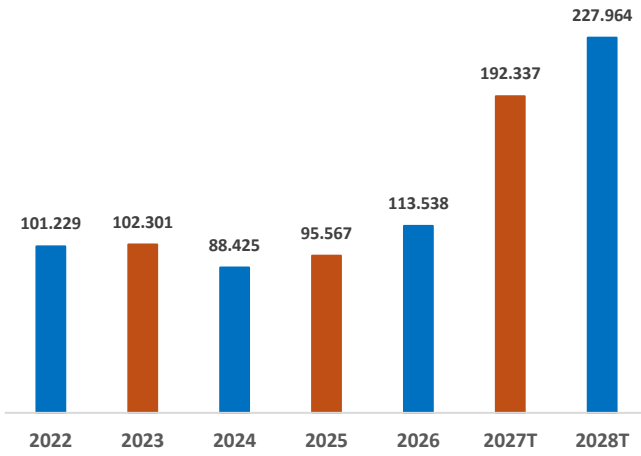
Dell'in yapay zeka yatırım döngüsündeki konumunu da yalnızca Nvidia işlemcilerini kullanan sunucular satan bir şirket olarak görmüyoruz. Büyük ölçekli bir yapay zeka veri merkezi kurulduğunda sunucunun yanında ağ altyapısı, depolama, güç ve soğutma sistemleri, kurulum ve sonrasında bakım hizmetleri gerekiyor. Dell'in geniş ürün portföyü ve küresel tedarik kapasitesi bu yatırımların daha büyük bölümünden pay alabilmesini sağlıyor. İkinci çeyrekte 60,9 milyar dolarlık yeni yapay zeka sunucu siparişi alınması ve teslim edilmeyi bekleyen siparişlerin 95 milyar dolara ulaşması bunun en güçlü göstergesi. Daha önemlisi, yönetim potansiyel müşteri taleplerinin mevcut sipariş birikiminin birkaç katı büyüklüğünde olduğunu ve müşteri sayısının 6.500'ü aştığını belirtiyor. Talebin büyük veri merkezi işletmecilerinden kurumsal şirketlere doğru genişlemesi halinde Dell açısından ikinci bir aşama başlayabilir. **Kurumsal müşteriler yalnızca hızlandırıcılarla dolu sunucular değil, bu sistemlerin çevresindeki depolama, ağ ve hizmet ürünlerini de satın alıyor. Biz önümüzdeki dönemde marjların iyileşmesi açısından en fazla bu müşteri değişiminin katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz.**

Bir diğer önemli değişim, yapay zeka yatırımlarının Dell'in yıllardır faaliyet gösterdiği klasik veri merkezi ürünlerine de yeni talep yaratmaya başlaması. Klasik sunucu ve ağ gelirlerinin %122, depolamanın %26 büyümesi bu açıdan en az yapay zeka sunucu rakamları kadar önemli. Yapay zeka kullanımı arttıkça şirketlerin mevcut veri merkezlerini küçültmesini değil, tam tersine işlem, veri saklama ve ağ kapasitesini birlikte artırmasını görüyoruz. **Dell ayrıca eski sunucu parkının yenilenmesinden de faydalaniyor. Bu nedenle şirketin bugünkü büyümesini yalnızca 74 milyar dolara yükseltilecek yıllık yapay zeka sunucu geliri beklentisine bağlamıyoruz. Yapay zeka harcamalarının klasik sunuculara ve özellikle daha yüksek karlılığa sahip depolama ürünlerine de satış yaratması, Dell'in birkaç yıl önceki düşük büyümeli donanım şirketi profilinden uzaklaşmasını sağlıyor. ISG faaliyet marjının bir yılda %8,8'den %15'e yükselmesi de bu dönüşümün finansal karşılığının oluşmaya başladığını gösteriyor.**

Bununla birlikte hissenin 6 Ocak'tan bu yana gösterdiği yaklaşık %297'lik performans sonrasında risk-getiri dengesini yılın başındaki kadar rahat görmüyoruz. Yapay zeka sunucuları çok yüksek gelir yaratmasına rağmen yapısal olarak depolama gibi ürünlerden daha düşük marjlı ve Dell'in önemli müşterilerinin büyük veri merkezi işletmecileri olması siparişlerin dönemler arasında dalgalanmasına neden olabilir. Bugün 95 milyar dolarlık sipariş birikimi kısa vadeli talep riskini önemli ölçüde azaltıyor, fakat piyasa artık sadece sipariş büyümesini değil bu siparişlerin hangi marjla teslim edildiğini de fiyatlayacaktır. Ayrıca yapay zeka altyapısında sermaye harcamalarının birkaç yıl boyunca bugünkü hızda devam edeceğine ilişkin beklentinin değerlemelerde önemli ölçüde yer aldığını düşünüyoruz. **Bu nedenle bundan sonraki pozitif sürprizin yalnızca daha fazla sunucu satışından değil, depolama ve hizmet gelirlerinin hızlanması ve yüksek satış hacminin serbest nakit akışına daha güçlü yansımından gelmesini bekliyoruz. Dell'in yaklaşık 18 kat ileriye dönük kazançla işlem görmesi de hissenin artık geçmişteki donanım şirketi çarpanlarından farklı bir seviyede değerlendirildiğini gösteriyor.**

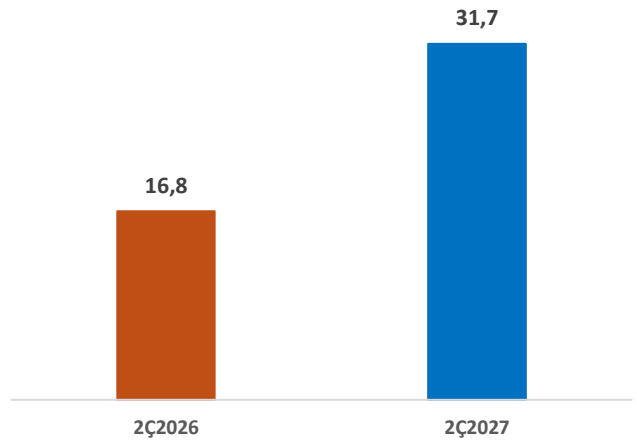
Özetle, Dell'i model portföyümüzde %6 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. 6 Ocak'tan bu yana elde edilen yaklaşık %297'lik getiriye rağmen 2Ç27 sonuçları pozisyonu azaltmayı gerektirecek bir bozulma göstermedi. Tam tersine 95 milyar dolarlık sipariş birikimi, 74 milyar dolara yükseltilecek yıllık yapay zeka sunucu gelir beklentisi ve klasik sunucu ile depolama tarafındaki güçlü büyüme, yılın başında kurduğumuz yatırım tezinin finansal olarak beklediğimizden daha hızlı gerçekleştiğini gösteriyor. Ancak bu performansın ardından yeni pozisyonlarda daha seçici olmayı tercih ediyoruz. Mevcut pozisyonları korurken sert yükselişleri ağırlık artırmak için kullanmıyoruz. Yeni ekleme için hissede bir geri çekilme oluşmasını veya yüksek sipariş hacminin önümüzdeki çeyreklerde güçlü marj ve nakit akışıyla birlikte gelire dönüştüğünü görmeyi daha sağlıklı buluyoruz.

DELL Yıllık Geliri (Mn USD)



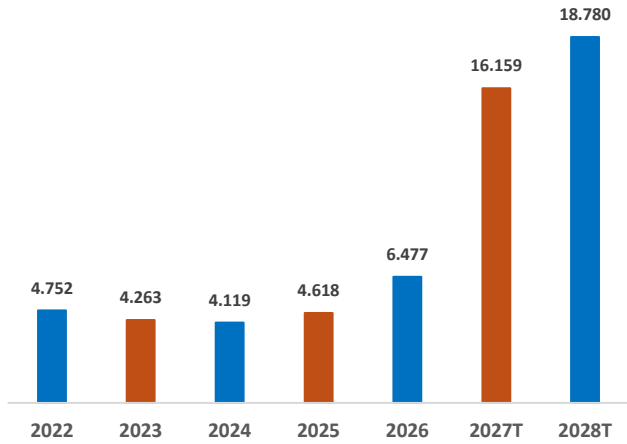
Kaynak: Borgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Infrastructure Solutions Segment Geliri (Bn USD)



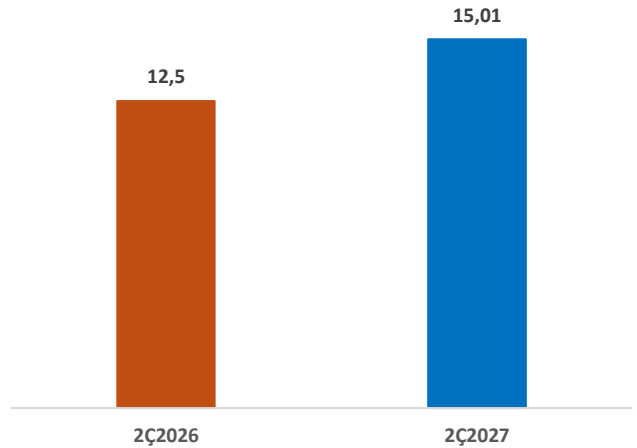
Kaynak: Borgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

DELL Yıllık Net Kar (Mn USD)



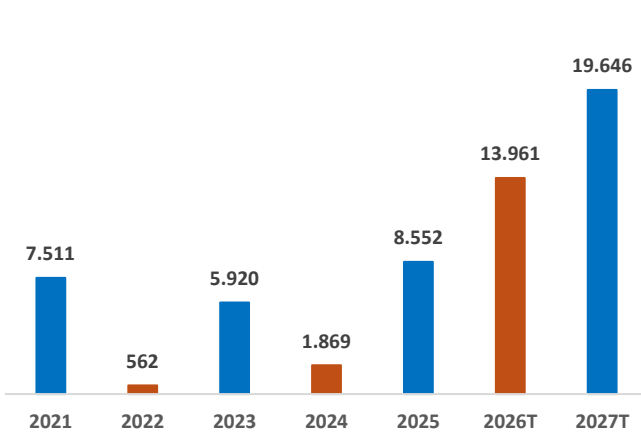
Kaynak: Borgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Client Solutions Group Segment Geliri (Mn USD)



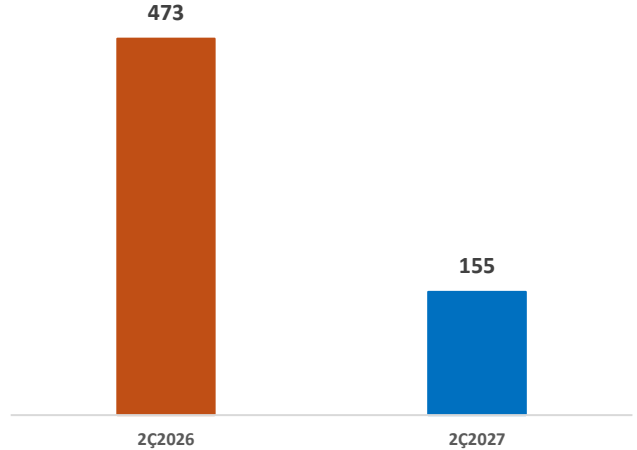
Kaynak: Borgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

DELL Yıllık Serbest Nakit Akışı (Bn USD)



Kaynak: Borgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Other Segment Geliri (Mn USD)



Kaynak: Borgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Yönetici
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Deęerler A.ř.
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 Deęerler A.ř. ("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 nc kişiler ile paylaşılamaz.