

Microsoft (MSFT) 3Ç26 Finansal Sonuçları Değerlendirme

Bulut ve yapay zeka tarafındaki ivme, 3Ç26'da büyüme ve karlılığın birlikte güçlenmesini sağladı

Microsoft 3Ç26'da 82,9 milyar dolar gelir, 38,4 milyar dolar faaliyet karı, 31,8 milyar dolar net kar ve 4,27 dolar seyreltilmiş hisse başı kar açıkladı. Gelir yıllık bazda %18, faaliyet karı %20, net kar ve hisse başı kar ise %23 arttı. OpenAI yatırımlarının net kar üzerindeki etkisi geçen yılın aynı dönemindeki 583 milyon dolar seviyesinden bu çeyrekte 14 milyon dolara geriledi. Böylece operasyonel performans daha temiz bir baz üzerinden izlendi. Sonuçlar, Microsoft'un yüksek büyümeyi güçlü karlılıkla birlikte taşıyabildiğini bir kez daha ortaya koydu. Özellikle yapay zeka yatırımlarının hızlandığı bir dönemde marj tarafındaki dayanıklılığın korunması, bilanço kalitesini destekleyen başlıklardan biri oldu.

	3Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
MSFT		89,9	4,27
BBG Tahmin		81,5	4,05

Intelligent Cloud tarafındaki ivme korunurken, görünürlük de belirgin biçimde güçlendi

Çeyreğin ana taşıyıcısı yine bulut tarafı oldu. Intelligent Cloud gelirleri 34,7 milyar dolara yükseldi ve yıllık bazda %30 arttı. Azure ve diğer bulut hizmetleri büyümesi %40 olarak gerçekleşti. Microsoft Cloud geliri 54,5 milyar dolara ulaştı. Ticari kalan performans yükümlülüğünün %99 artışla 627 milyar dolara çıkması, yalnızca mevcut talebin değil ileri dönem gelir tabanının da güçlendiğini gösterdi. Yapay zeka iş kolunun yıllıklandırılmış gelirinin 37 milyar doları aşması, bu alanın artık bilançoda doğrudan etkili bir büyüme kalemi haline geldiğini ortaya koymaktadır. Azure tarafındaki güçlü ivme ve sözleşme görünürlüğündeki genişleme birlikte değerlendirildiğinde, Microsoft'un önümüzdeki dönem büyüme zemininin daha da kuvvetlendiği görülmektedir.

Productivity and Business Processes tarafı, büyümenin uygulama katmanında da güçlü kaldığını gösterdi

Productivity and Business Processes segmenti 35,0 milyar dolar gelir üretti ve yıllık bazda %17 büyüdü. Segment faaliyet karı 21,0 milyar dolara yükseldi. Alt kırılımlarda Microsoft 365 Commercial bulut geliri %19, Microsoft 365 Consumer bulut geliri %33, LinkedIn geliri %12 ve Dynamics 365 geliri %22 arttı. Bu tablo, Microsoft'un büyümeyi yalnızca altyapı tarafında değil, verimlilik yazılımları ve iş uygulamaları üzerinden de güçlü biçimde taşıdığını gösteriyor. Özellikle Microsoft 365 ve Dynamics 365 tarafındaki görünüm, yapay zeka destekli kullanımın uygulama katmanında da gelir üretmeye başladığını teyit ediyor. Segment tarafındaki bu yapı, şirketin büyüme kalitesini desteklerken ürün derinliğinin ve müşteri başına gelir potansiyelinin de güçlendiğine işaret ediyor.

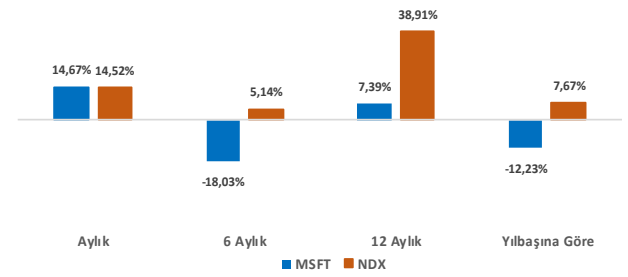
More Personal Computing zayıf kaldı, ancak grup geneli üzerinde belirleyici bir baskı yaratmadı

More Personal Computing gelirleri 13,2 milyar dolar ile yıllık bazda %1 geriledi. Windows OEM and Devices gelirleri %2, Xbox content and services gelirleri ise %5 düştü. Buna karşılık trafik edinme maliyeti hariç arama reklam geliri %12 arttı. Segment faaliyet karı 3,7 milyar dolar ile geçen yılın hafif üzerinde gerçekleşti. Kişisel bilgisayar ve oyun tarafındaki zayıf görünüm sürse de, bu alanın toplam gelir ve kar içindeki ağırlığı dikkate alındığında şirketin ana yatırım tezini bozacak bir baskı oluşmuyor. Microsoft'ta temel fiyatlamaya halen Intelligent Cloud, Azure ve kurumsal yazılım tarafındaki ivme üzerinden şekilleniyor; bu segmentteki yavaşlama ise grup genelindeki güçlü görünümü gölgelemiyor.

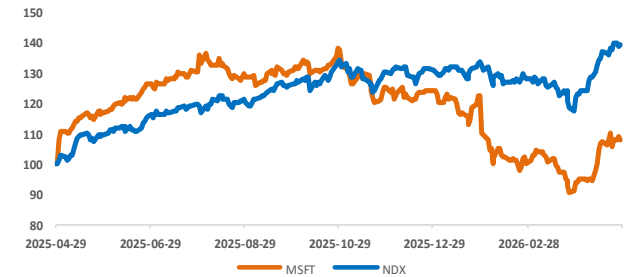
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu	MSFT			
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)	424,4			
Piyasa Değeri (Tn USD)	3,1			
Halka Açıklık Oranı %	99			
Sektör	Teknoloji			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı	356,28	555,45		
Çarpanlar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	37,8x	36,4x	25,2x	22,1x
PD/DD	12,4x	10,8x	7,1x	5,6x
FD/FAVÖK	24,7x	22,1x	15,7x	13,4x

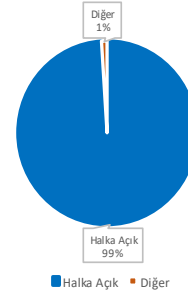
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Analist Görüşü

2Ç26 (Mali) sonuçlarını değerlendirirken Microsoft tarafında ana hikayenin bozulmadığını, bilanço sonrası fiyatlamının daha çok beklenti çıtasının geldiği seviye üzerinden şekillendiğini vurgulamıştık. 3Ç26 sonuçları bu görüşü destekledi. Şirket 82,9 milyar dolar gelir, 38,4 milyar dolar faaliyet karı, 31,8 milyar dolar net kar ve 4,27 dolar seyreltilmiş hisse başı kar açıkladı. Gelirde %18, faaliyet karında %20, net kar ve hisse başı karda ise %23 artış görüldü. Yani bir önceki çeyrekte tartışılan başlık büyümenin sürdürülebilirliği değil, büyümenin hangi hızda ve hangi marj kompozisyonuyla devam edeceğiydi. 3Ç26 bilançosu burada olumsuz bir kırılmaya işaret etmiyor. Tersine, yüksek beklenti tabanına rağmen operasyonel gücün korunduğunu ve bulut ile yapay zeka talebinin finansallara güçlü biçimde yansımaya sürdürdüğünü gösteriyor. Üstelik geçen yıl aynı çeyrekte net karı 583 milyon dolar baskılayan OpenAI etkisinin bu dönemde 14 milyon dolara gerilemesi, karlılık görünümünü daha temiz bir zeminde okumamıza imkan veriyor.

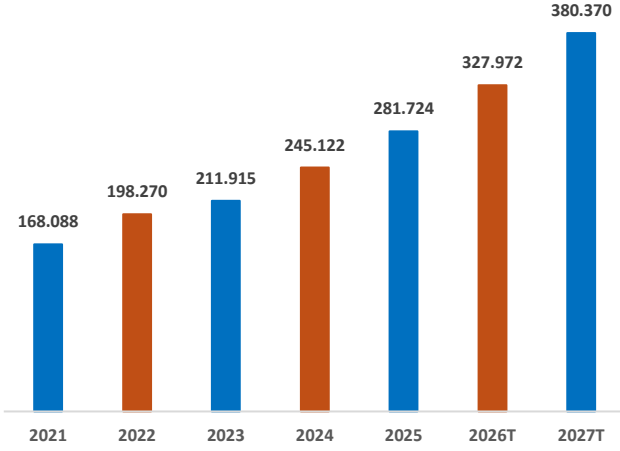
Bir önceki metinde yapay zeka gelirlerinin artık yalnızca hacim artışı değil, fiyatlama gücü ve sözleşme derinliği üzerinden de katkı sağlamaya başladığını vurgulamıştık. 3Ç26 sonuçları bu başlığın daha da güçlendiğini gösteriyor. Intelligent Cloud gelirleri 34,7 milyar dolara yükselirken segment büyümesi %30 oldu. Azure ve diğer bulut hizmetleri büyümesi %40 seviyesinde kaldı. Daha önemlisi, ticari kalan performans yükümlülüğü %99 artışla 627 milyar dolara çıktı. Bu veri yalnızca mevcut talebin kuvvetli olduğunu değil, ileri dönem gelir görünürlüğünün de belirgin biçimde güçlendiğini ortaya koyuyor. Satya Nadella'nın açıkladığı 37 milyar doların üzerindeki yapay zeka gelir koşu hızı da artık bu alanın şirket için destekleyici bir tema olmaktan çıktığını, finansalların yönünü belirleyen ana kalemlerden biri haline geldiğini teyit ediyor. Dolayısıyla 2Ç26'da beklentilerin yeniden kalibre edildiğini söylediğimiz yapı, 3Ç26'da daha görünür bir gelir ve sözleşme derinliğiyle destek bulmuş durumda.

Önceki çeyrekte dikkat çektiğimiz bir diğer konu, yatırım döngüsünün nakit akışında geçici oynaklık yaratmasına rağmen faaliyet karlılığında bozulma üretmemesiydi. Bu başlık da korunuyor. Microsoft bu çeyrekte 46,7 milyar dolar faaliyetlerden sağlanan nakit akışı yarattı. Buna karşılık maddi duran varlık yatırımları 30,9 milyar dolara yükseldi; geçen yılın aynı döneminde bu rakam 16,7 milyar dolardı. Şirket veri merkezi ve yapay zeka kapasitesine çok daha agresif yatırım yapıyor. Buna rağmen 10,2 milyar dolarlık hissedar dağıtımını gerçekleştirebilmesi bilanço esnekliğinin sürdüğünü gösteriyor. Biz bu tabloyu kısa vadeli nakit baskısı üzerinden değil, yatırım döngüsünün finansallara kontrollü biçimde yansıtılması olarak okuyoruz. Yapay zeka iş yüklerinin ticarileşme süreci hızlandıkça, bugün yüksek görünen sermaye harcamalarının orta vadede gelir ve marj üretimine daha net katkı vermesini bekliyoruz. Bu nedenle 2026 ve 2027 görünümünde kâr ve nakit üretim kapasitesinin yeniden güçleneceği yönündeki görüşümüzde değişiklik yok.

Büyümenin yalnızca Azure tarafında yoğunlaşmaması da Microsoft açısından ayrı bir güç unsuru olmaya devam ediyor. Productivity and Business Processes segmenti 35,0 milyar dolar gelir ve 21,0 milyar dolar faaliyet karı üretti. Microsoft 365 Commercial bulut geliri %19, Microsoft 365 Consumer bulut geliri %33, LinkedIn %12 ve Dynamics 365 %22 büyüdü. Bu görünüm, yapay zeka ve bulut temasının yalnızca altyapı tarafında değil, uygulama katmanında da gelir ve kar üretmeye başladığını gösteriyor. More Personal Computing tarafı ise %1'lik gelir daralmasına rağmen grup genelini aşağı çeken bir risk unsuru olmaktan uzak. Windows OEM and Devices ve Xbox tarafındaki zayıf seyir sürse de, segment faaliyet karı 3,7 milyar dolar ile korunmuş durumda. Buradaki resim net. Microsoft'un ana yatırım tezi artık çok daha belirgin biçimde bulut, yapay zeka ve kurumsal yazılım üçgeni üzerinden ilerliyor; diğer segmentler ise bu yapıyı bozmak yerine dengeleyen bir rol oynuyor.

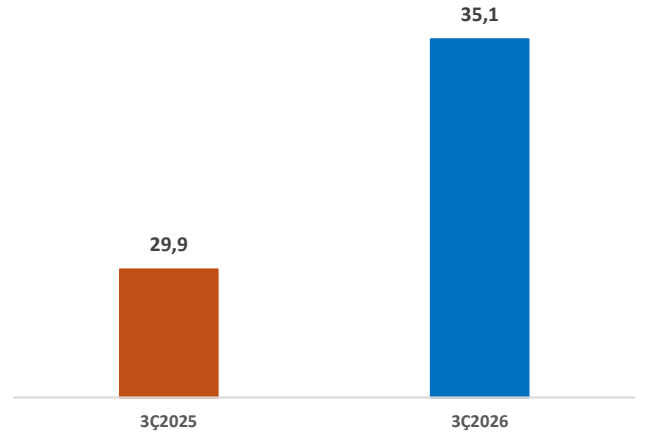
Özetle, 2Ç26'da beklentilerin yeniden kalibre edildiğini söylediğimiz sürecin 3Ç26'da daha güçlü bir operasyonel zemine oturduğunu düşünüyoruz. Azure büyümesinin yüksek seviyede kalması, yapay zeka gelirlerinin ölçek kazanması, ticari kalan performans yükümlülüğündeki çok güçlü artış ve yüksek sermaye harcamasına rağmen korunan nakit kalitesi, yılın geri kalanına ilişkin olumlu görüşümüzü destekliyor. Microsoft zayıf beklentiyle fiyatlanan bir şirket değil, bunu kabul ediyoruz. Ancak 3Ç26 bilançosu da mevcut primli çarpanların arkasındaki operasyonel zeminin halen sağlam olduğunu gösteriyor. Bu nedenle Microsoft'u model portföyümüzde %10 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. Son geri çekilmeleri ana hikayeyi bozan değil, değerlendirme tarafında denge yaratan dönemler olarak okumayı sürdürüyoruz. Azure büyümesinin korunması, yapay zeka gelirlerinin toplam kompozisyon içindeki payının artması ve uygulama katmanında gelir derinliğinin devam etmesi halinde, 2026–2027 döneminde yeniden değerlendirme potansiyelinin açık kaldığını düşünüyoruz.

MSFT Yıllık Geliri (Mn USD)



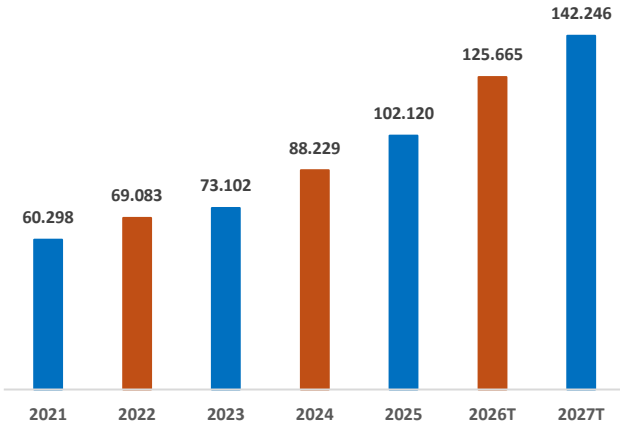
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Productivity & Business Segment Geliri (Bn USD)



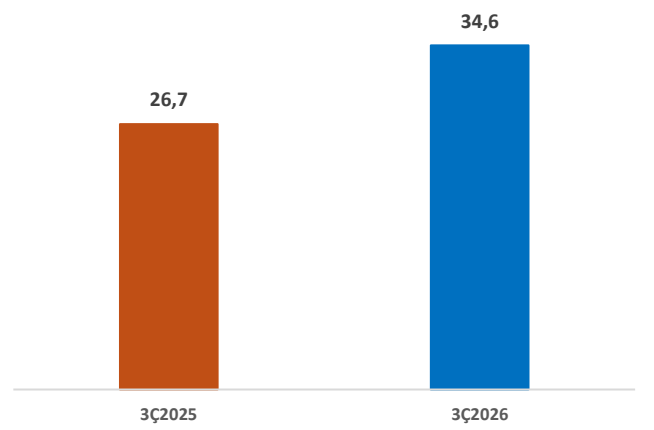
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

TMUS Yıllık Net Kar (Mn USD)



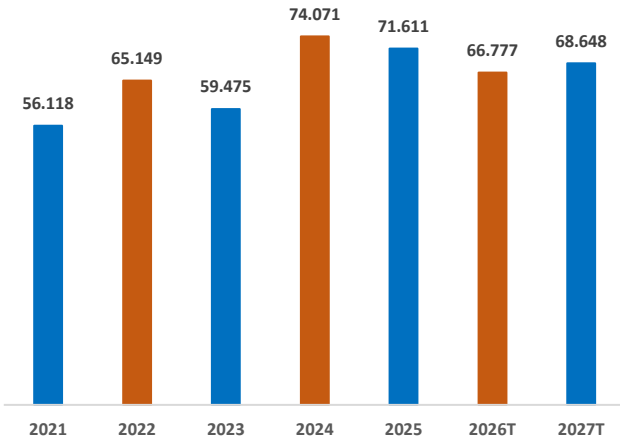
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Cloud Segment Geliri (Bn USD)



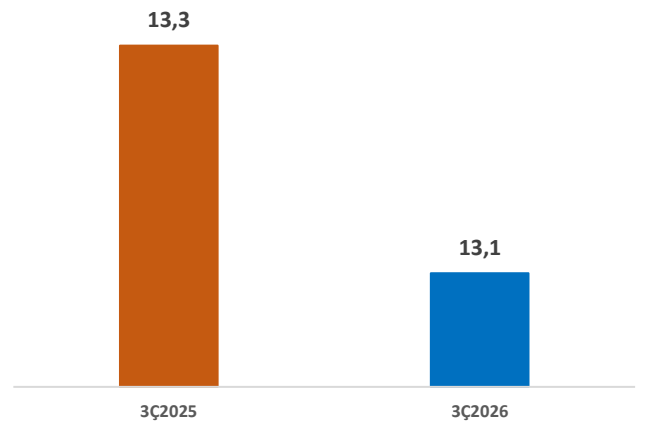
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

MSFT Yıllık Serbest Nakit Akışı (Mn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

More Personal Computing 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

Araştırma Uzmanı
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 paylaşamaz.