

Microsoft (MSFT)

4Ç26 Bilanço Analizi

Bulut ve yapay zeka büyümesi sonuçların ana taşıyıcısı oldu

Microsoft 4Ç26'da 90,0 milyar dolar gelir, 40,6 milyar dolar faaliyet kârı ve 35,8 milyar dolar net kâr açıkladı. Hisse başı kâr 4,81 dolar olurken düzeltilmiş net kâr 38,7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Gelir ve faaliyet kârı yıllık bazda %18 arttı. Microsoft Cloud gelirleri ise %27 büyüyerek 59,3 milyar dolara ulaştı. Çeyreğin ana özelliği, yapay zekâ yatırımlarının yalnızca gelecekte gelir yaratması beklenen bir harcama alanı olmaktan çıkıp Azure, Microsoft 365 ve GitHub üzerinden büyümeye doğrudan katkı sağlaması oldu. Azure'daki yüksek talep altyapı kapasitesi devreye alındıkça gelire dönüşürken Copilot ürünleri mevcut yazılım müşterilerinden elde edilen geliri artırdı. Şirketin yıllık gelirinin 331 milyar doları, Microsoft Cloud gelirlerinin 214 milyar doları ve Azure gelirlerinin ilk kez 100 milyar doları aşması, büyümenin geniş bir müşteri ve ürün tabanına yayıldığını ortaya koydu.

4Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
MSFT	90.07	4,81
BBG Tahmin	87.63	4,24

Azure'da yeni kapasite hızla gelire dönüşürken sözleşme tabanı genişledi

Intelligent Cloud gelirleri %32 artışla 39,3 milyar dolara yükselirken Azure ve diğer bulut hizmetlerindeki büyüme %43 seviyesinde gerçekleşti. Sonuçların beklentileri aşmasında mevcut işlemci altyapısından daha yüksek verim alınması ve yeni veri merkezi kapasitesinin planlanandan daha erken devreye sokulması etkili oldu. Microsoft'un çeyrek içinde beş kıtada 31 yeni veri merkezi açması ve yeni grafik işlemcilerin teslim alınmasından kullanıma hazır hale gelmesine kadar geçen süreyi yaklaşık yarıya indirmesi, arz tarafındaki kısıtların azaltılmasını sağladı. Buna rağmen müşteri talebi halen kullanılabilir kapasitenin üzerinde seyrediyor. Yeni kaynakların devreye alındığı dönemde hızla kullanılmaya başlanması, yüksek yatırım harcamalarının karşılıksız kalmadığını ve ek kapasitenin kısa sürede gelir üretmeye başladığını gösteriyor. Ticari sözleşme yükümlülüklerinin %84 artışla 678 milyar dolara ulaşması da gelecek dönem gelirleri açısından güçlü bir taban oluşturdu. OpenAI sözleşmeleri hariç tutulduğunda sözleşme yükümlülüklerinin %25 büyümesi, Azure talebinin yalnızca büyük yapay zekâ şirketlerinden kaynaklanmadığını ve farklı sektörlerle yayıldığını ortaya koydu.

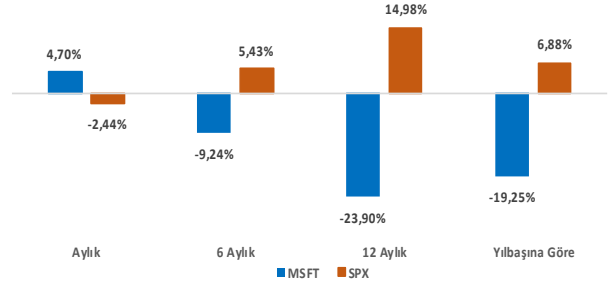
Copilot kullanımı yazılım gelirlerini desteklerken kişisel bilgisayar faaliyetleri zayıf kaldı

Üretkenlik ve İş Süreçleri segmentinin gelirleri %14 artışla 37,8 milyar dolara ulaştı. Microsoft 365 ticari bulut gelirleri, geçen yılki dönemsel gelir kaydı etkisine göre düzeltildiğinde %16 büyürken ücretli Microsoft 365 Copilot kullanıcı sayısı 30 milyonu aştı. Çeyreklik net kullanıcı artışının bir önceki dönemin iki katından fazla olması ve Copilot, E5 ile yeni E7 paketlerinin kullanımı başına geliri yükseltmesi, yapay zekanın Microsoft'un mevcut müşteri tabanı içinde yeni bir fiyatlandırma alanı yarattığını gösterdi. Şirket artık yalnızca kullanıcı başına lisans geliri elde etmiyor. Kullanıma bağlı ücretlendirme modelinin Microsoft 365, Dynamics ve GitHub ürünlerine eklenmesi, müşteri kullanımı arttıkça gelir potansiyelini de genişletiyor. Buna karşılık Kişisel Bilgi İşlem segmentinin gelirleri %4 gerileyerek 12,9 milyar dolara düştü. Windows ve cihaz gelirlerindeki %7'lik gerileme ile Xbox içerik ve hizmet gelirlerindeki %10'luk düşüş, bulut ve kurumsal yazılım faaliyetlerindeki güçlü büyümenin tüketici tarafına aynı ölçüde yayılmadığını gösterdi.

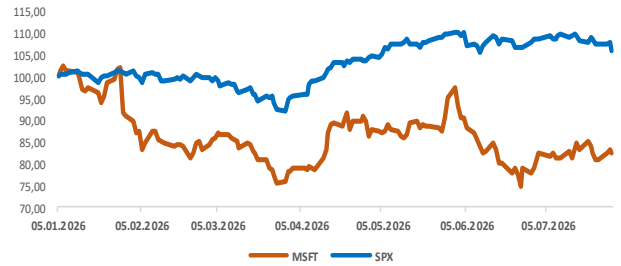
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu				MSFT
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)				390,5
Piyasa Değeri (Tn USD)				2,8
Halka Açıklık Oranı %				99,9
Sektör				Teknoloji
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı	349,2			555,4
Çarpanlar	2025	2026	2027T	2028T
FK	36,4x	19,5x	19,9x	16,9x
PD/DD	10,7x	6,2x	5,1x	4,2x
FD/FAVÖK	22,1x	14,2x	12,0x	9,8x

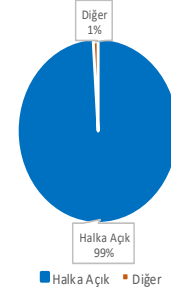
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Yüksek yatırım harcamalarına rağmen faaliyet kârlılığı korundu

Şirket genelinde brüt kâr marjı %67, Microsoft Cloud brüt kâr marjı ise %65 seviyesinde gerçekleşti. Azure'un gelirler içindeki payının yükselmesi, yapay zeka altyapısının büyütülmesi ve Copilot ürünlerindeki kullanım artışı brüt marjları aşağı çekerken, veri merkezlerinde ve yazılım altyapısında sağlanan verimlilik kazanımları baskının faaliyet kârına daha güçlü yansımaları engelledi. Faaliyet giderleri araştırma ve geliştirme, işlem kapasitesi, veri ve yapay zeka alanındaki insan kaynağı yatırımları nedeniyle %10 artmasına rağmen faaliyet marjı %45 ile geçen yılın hafif üzerinde kaldı. Çeyreklik yatırım harcamaları 41 milyar dolara ulaşırken, harcamaların yaklaşık üçte ikisi işlemciler ve grafik işlemciler gibi daha kısa kullanım ömrüne sahip varlıklardan oluştu

Analist Görüşü

3Ç26 değerlendirmemizde Microsoft tarafında tartışılması gereken başlığın yapay zeka talebinin varlığı değil, şirketin bu talebi ne hızla gelire çevirebildiği ve yüksek yatırım harcamalarına rağmen karlılığı ne ölçüde koruyabildiği olduğunu belirtmiştik. 4Ç26 sonuçları bu görüşümüzü daha güçlü hale getirdi. Gelirin %18 artışla 90,0 milyar dolara, faaliyet kârının 40,6 milyar dolara ulaşmasının yanında Azure büyümesinin %43'e hızlanması, talebin halen güçlü olduğunu ve devreye alınan yeni kapasitenin kısa sürede kullanılmaya başladığını gösteriyor. Yönetimin yeni mali yılın ilk çeyreğinde Azure büyümesinin yaklaşık %45'e çıkmasını beklemesi de yılın son çeyreğindeki hızlanmanın yalnızca dönemsel bir etkiden kaynaklanmadığına işaret ediyor. Bizim açımızdan burada ana değişim, önceki çeyreklerde büyümeyi sınırlayan kapasite eksikliğinin kademeli olarak giderilmesi ve yapılan altyapı yatırımlarının gelire dönüşme süresinin kısalması. Talebin halen mevcut kapasitenin üzerinde seyretmesi nedeniyle Microsoft'un kısa vadeli sorunu müşteri bulmak değil, yeterli işlem gücünü doğru zamanda devreye alabilmek olmaya devam ediyor.

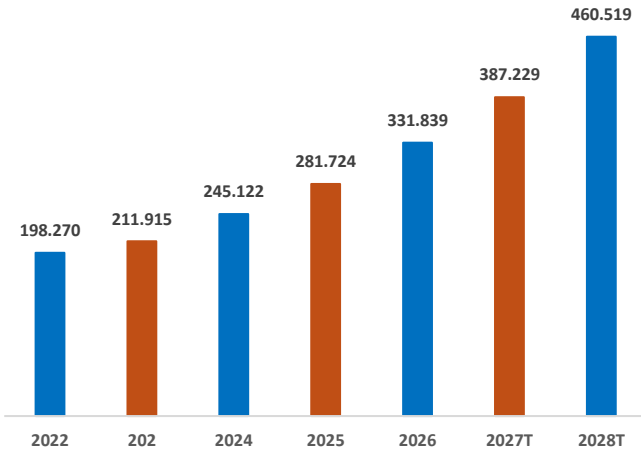
Ticari sözleşme yükümlülüklerinin %84 artışla 678 milyar dolara ulaşması, Microsoft'un önündeki gelir tabanını önceki çeyreğe göre daha da genişletti. Bununla birlikte söz konusu büyümenin önemli bölümünde OpenAI ile yapılan büyük ölçekli sözleşmelerin etkisi bulunduğu için manşet rakamı tek başına değerlendirmiyoruz. OpenAI etkisi dışında bırakıldığında sözleşme yükümlülüklerinin %25 büyümeye devam etmesini ve çeyreklik artışın tamamının öncü yapay zeka modeli geliştiren şirketler dışındaki müşterilerden gelmesini daha değerli buluyoruz. Bu ayırım, Azure talebinin yalnızca birkaç büyük yapay zeka şirketine bağlı olmadığını ve farklı sektörlerdeki kurumların veri, model çalıştırma ve uygulama geliştirme ihtiyaçlarıyla desteklendiğini ortaya koyuyor. Sözleşme yükümlülüklerinin yaklaşık %30'unun önümüzdeki 12 ay içinde gelire dönüşecek olması nedeniyle 678 milyar doların tamamını kısa vadeli büyüme olarak okumak doğru olmaz. Ancak 2,3 yıllık ortalama sözleşme süresi, Microsoft'a altyapı yatırımlarını planlama ve kapasiteyi uzun vadeli müşteri taahhütlerine göre artırma imkanı sağlıyor.

Yapay zeka yatırımlarının uygulama tarafındaki karşılığı da 4Ç26'da daha görünür hale geldi. Microsoft 365 Copilot'un ücretli kullanıcı sayısı 30 milyonu aşarken çeyreklik net kullanıcı artışı bir önceki dönemin iki katından fazla oldu. Elli binin üzerinde Copilot lisansına sahip müşteri sayısının yıllık bazda yedi kattan fazla artması ve büyük kurumların ürünü çalışanlarının daha geniş bölümüne yaymaya başlaması, Copilot'un sınırlı ekiplerle yürütülen denemelerden şirket geneline yayılan kullanıma geçtiğini gösteriyor. Burada bizim için kritik konu yalnızca lisans sayısının artması değil, Microsoft'un kullanıcı başına sabit ücret modelinin yanına tüketime bağlı fiyatlamayı eklemesi. GitHub Copilot gelirlerinin çeyreklik bazda %60'ın üzerinde hızlanması ve Microsoft 365 tarafında kullanım bazlı ürünlerin devreye alınması, yapay zeka kullanım yoğunluğu arttıkça müşteri başına gelirin de yükselebileceği daha geniş bir yapı oluşturuyor. Önceki çeyrekte vurguladığımız altyapı ve uygulama katmanının birlikte büyümesi tezi artık daha somut. Azure işlem kapasitesini sağlarken Microsoft 365, GitHub, Dynamics ve güvenlik ürünleri aynı yapay zekâ harcamasından farklı gelir kanalları yaratabiliyor.

Yüksek yatırım harcamalarının finansallara etkisi ise olumlu görüşümüzün yanında yakından izlemeye devam ettiğimiz temel risk. Microsoft dördüncü çeyrekte 41 milyar dolar yatırım harcaması yaparken bunun yaklaşık üçte ikisi işlemci ve grafik işlemci gibi kullanım ömrü daha kısa varlıklardan oluştu. Faaliyetlerden sağlanan nakit %30 artışla 55,4 milyar dolara yükselmesine rağmen serbest nakit akışı 19,6 milyar dolar seviyesinde kaldı. Şirket genelinde brüt marjın %67'ye, Microsoft Cloud brüt marjının %65'e gerilemesi de Azure'un gelirler içindeki payının artması ve yapay zeka kullanım maliyetlerinin yükselmesiyle birlikte büyümenin daha fazla sermaye gerektirdiğini gösteriyor. Buna karşılık faaliyet marjının %45 seviyesinde korunması, mevcut aşamada altyapı harcamalarının genel karlılık yapısını bozmadığını ortaya koyuyor. Yeni mali yılın ilk çeyreğinde yatırım harcamalarının 50 milyar doların üzerine çıkacak olması ve yönetimin gelecek yıl boyunca yatırımların artmaya devam edeceğini açıklaması, nakit akışı üzerindeki baskının kısa sürede ortadan kalkmayacağını gösteriyor. Biz yüksek yatırım harcamasını tek başına olumsuz değerlendirmiyoruz. Devreye alınan kapasitenin hızla kullanılması ve Azure büyümesinin yeniden hızlanması harcamaların ekonomik karşılık ürettiğini gösteriyor. Ancak bundan sonraki aşamada yalnızca gelir büyümesine değil, ek kapasitenin bulut brüt marjı ve serbest nakit akışı üzerindeki etkisine de daha fazla ağırlık vereceğiz.

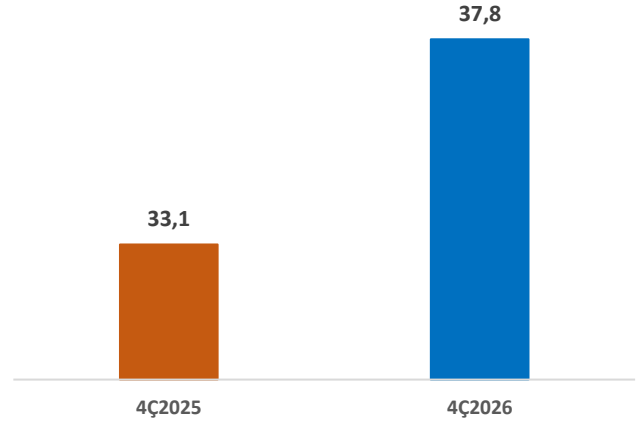
Özetle, 3Ç26'da yüksek beklenti seviyesine rağmen Microsoft'un operasyonel gücünü koruduğunu belirtmiştik. 4Ç26 bilançosu bu görüşü ileri taşıyarak hem Azure büyümesinde hızlanma hem de Copilot ürünlerinin ticarileşmesinde belirgin ilerleme ortaya koydu. Azure'da talebin kapasitenin üzerinde kalması, OpenAI dışındaki ticari sözleşmelerin %25 büyümesi ve yapay zeka gelirlerinin lisans modelinin yanında kullanıma bağlı ücretlendirmeye başlaması, 2027 mali yılına ilişkin büyüme görünümünü destekliyor. Diğer tarafta 41 milyar dolara ulaşan çeyreklik yatırım harcamaları, gerileyen bulut brüt marjı ve tüketici faaliyetlerindeki zayıflık nedeniyle sonuçları tamamen risksiz bir tablo olarak okumuyoruz. Mevcut finansallar pozisyon azaltmayı gerektiren bir bozulma göstermediği gibi, Microsoft'un yapay zeka yatırımlarından gelir üretme gücünün önceki çeyreğe göre arttığını düşünüyoruz. Bu nedenle Microsoft'u model portföyümüzde %10 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. Mevcut değerleme seviyesinde ağırlık artırmak için yüksek yatırım harcamalarının serbest nakit akışına etkisinin sınırlanmaya başladığını ve bulut marjlarındaki gerilemenin dengelendiğini görmek istiyoruz. Buna karşılık piyasa dalgalanmalarıyla oluşabilecek geri çekilmeleri, ana yatırım tezindeki bir bozulmadan çok değerlendirme baskısının hafiflediği alanlar olarak değerlendirmeyi sürdürüyoruz.

MSFT Yıllık Geliri (Mn USD)



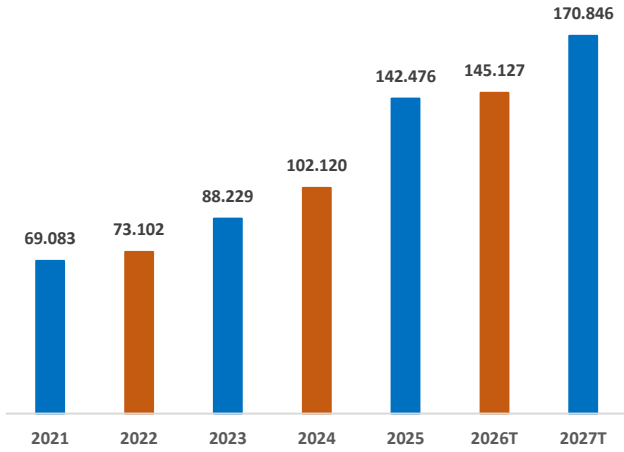
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Productivity & Business Segment Geliri (Bn USD)



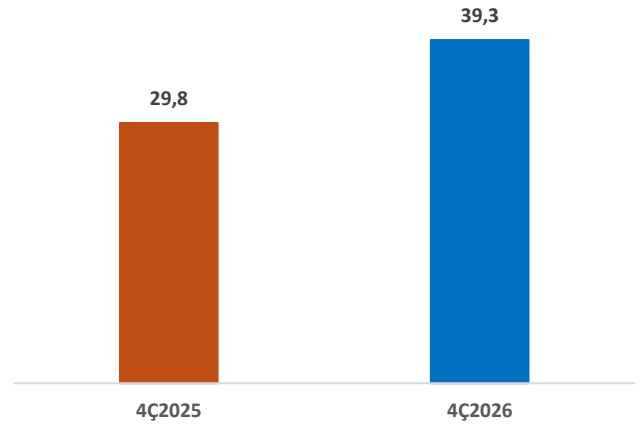
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

MSFT Yıllık Net Kar (Mn USD)



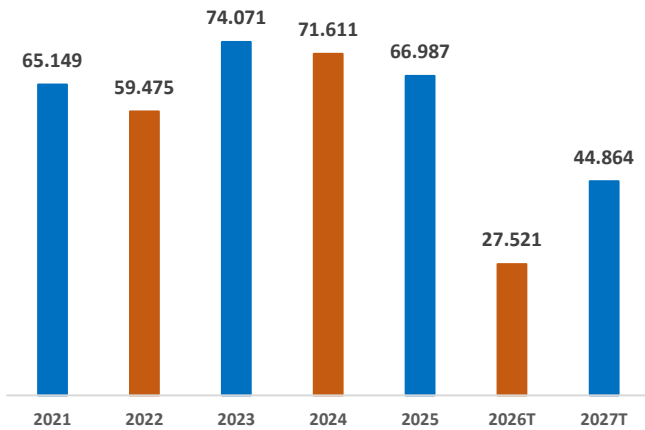
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Intelligent Segment Geliri (Bn USD)



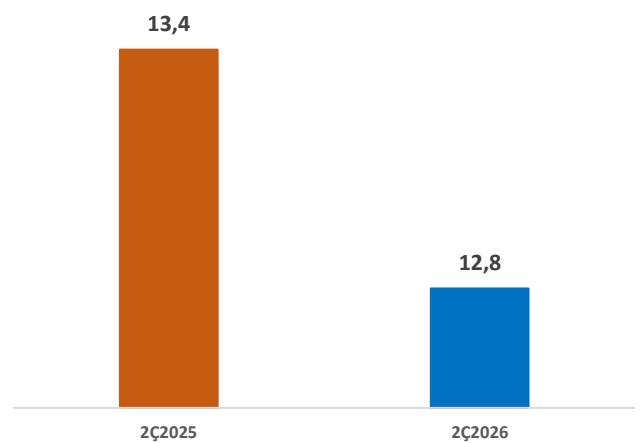
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

MSFT Yıllık Serbest Nakit Akışı (Mn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

More Personnel 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

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, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.