

Oracle (ORCL)

1Ç27 Bilanço Analizi

Bulut altyapısındaki hızlanma büyüme yeni bir seviyeye taşıdı

Oracle 1Ç27'de gelirini yıllık bazda %30 artırarak 19,35 milyar dolara yükseltirken net kar 4,76 milyar dolar, hisse başı kar ise 1,56 dolar oldu. Düzeltilmiş net kar 5,84 milyar dolara, düzeltilmiş hisse başı kar da 1,92 dolara ulaştı. Toplam bulut gelirlerinin %62 artışla 11,61 milyar dolara çıkmasıyla bulut faaliyetleri artık toplam cironun %60'ını oluşturuyor. Çeyreğin asıl güçlü noktası ise bulut altyapısı oldu. OCI gelirleri %121 artarak 7,4 milyar dolara ulaşırken bulut uygulamalarındaki büyüme %10 ile daha sınırlı kaldı. Buna karşılık geleneksel yazılım gelirlerinin %3 gerilemesi, müşterilerin şirket içi sistemlerden buluta geçişinin devam ettiğini gösteriyor. Faaliyet karının %57 artarak 6,73 milyar dolara, düzeltilmiş faaliyet karının ise %31 artışla 8,2 milyar dolara yükselmesi, yüksek altyapı yatırımlarına rağmen gelir artışının karlılığa da güçlü biçimde yansımaya ortaya koydu.

1Ç2027	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
ORCL	19,35	1,92
BBG Tahmin	19,13	1,75

Yapay zeka talebi mevcut kapasitenin üzerinde seyrediyor

Oracle'ın bulut altyapısındaki büyümesini yalnızca mevcut veri merkezlerinin daha yoğun kullanılmasına bağlamıyoruz. Şirket ilk çeyrekte 850 MW ilave veri merkezi kapasitesini devreye alırken, önceki çeyrek sonundan bu yana yapay zeka müşterilerine 300 binden fazla GPU teslim etti ve sağlanan kapasiteyi yaklaşık üç katına çıkardı. Buna rağmen yönetim yapay zeka eğitimi ve çıkarım hizmetlerine yönelik talebin halen mevcut arzın üzerinde olduğunu belirtiyor. Bu durum OCI tarafındaki %121'lik büyümenin yalnızca düşük baz etkisinden gelmediğine işaret ediyor. Oracle'ın burada avantajı, veri tabanı ve kurumsal yazılım tarafındaki mevcut müşteri ilişkilerini hızla büyüyen bulut altyapısı işiyle birleştirebilmesi. Şirket artık yalnızca kurumsal yazılım sağlayıcısı değil, büyük yapay zeka modellerinin çalıştırıldığı altyapı tarafında da daha büyük ölçeğe ulaşıyor. İlk çeyrekte alınan 30 milyar doların üzerindeki yeni yapay zeka bulut sözleşmesi de talebin önümüzdeki dönemlere taşındığını destekliyor.

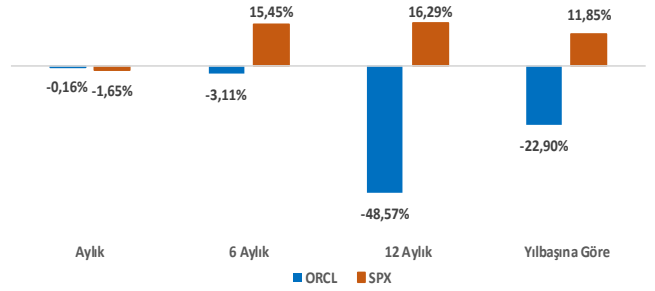
Sözleşmeye bağlanan iş hacmi büyürken yatırım ihtiyacı da sert şekilde yükseliyor

Henüz gelire dönüşmemiş sözleşmelerin toplam değeri 664 milyar dolara ulaşarak geçen yılın aynı dönemine göre 209 milyar dolar arttı. Bu rakam Oracle'ın önümüzdeki yıllara ilişkin gelir görünümünü belirgin biçimde güçlendiriyor ancak sözleşmelerin finansallara dönüşebilmesi için çok yüksek altyapı yatırımı gerekiyor. İlk çeyrekte sermaye harcamaları 28,5 milyar dolara çıkarak geçen yılki 8,5 milyar doların oldukça üzerine yükseldi. Faaliyetlerden sağlanan nakit 23,1 milyar dolara ulaşsa da bunun 11,4 milyar dolarlık bölümü müşterilerden alınan uzun vadeli ön ödemelerden geldi. Yüksek yatırım harcamaları nedeniyle serbest nakit akışı 5,4 milyar dolar negatif gerçekleşti. Şirket ayrıca daha önce açıkladığı finansman programı kapsamında çeyrek içinde 20 milyar dolarlık hisse satışı tamamladı. Oracle'ın bugün karşı karşıya olduğu temel sorun talep eksikliği değil, alınan büyük sözleşmeleri karşılayacak veri merkezi kapasitesini ne kadar hızlı ve finansal yapıyı zorlamadan kurabileceği.

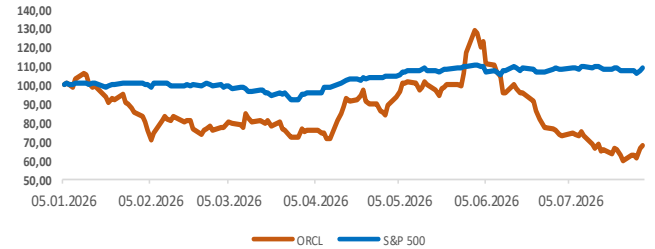
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu					ORCL
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)					150,28
Piyasa Değeri (Bn USD)					454,0
Halka Açıklık Oranı %					61,4
Sektör					Teknoloji
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı					114,5 329,5
Çarpanlar	2025	2026	2027T	2028T	
F/K	36,8x	41,2x	18,5x	13,7x	
PD/DD	22,7x	17,3x	5,6x	3,8x	
FD/FAVÖK	22,0x	24,2x	10,6x	7,3x	

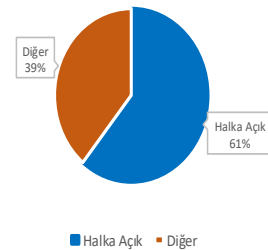
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

İkinci çeyrek beklentisi güçlü büyümenin devam edeceğine işaret ediyor

Yönetim 2Ç27'de toplam gelirin %30-%34, bulut gelirlerinin ise dolar bazında %65-%71 büyümesini bekliyor. Düzeltilmiş hisse başı kar beklentisi 1,85-1,93 dolar aralığında bulunurken, FY27 toplam gelir tahmini en az 90 milyar dolar olarak korundu ve düzeltilmiş hisse başı kar beklentisi 8,10 dolara yükseltildi. Mevcut tahminler Oracle'ın büyüme hızının ilk çeyreğin ardından belirgin biçimde yavaşlamasını beklemediğini ortaya koyuyor. Burada bizim için bundan sonraki ana konu OCI büyümesinin kendisinden çok, bu büyümenin hangi maliyetle sağlandığı olacak. 664 milyar dolarlık sözleşme tutarı güçlü bir gelir tabanı sunarken, sermaye harcamalarının mevcut seviyelerde kalması serbest nakit akışı ve bilanço üzerinde baskı yaratabilir. Önümüzdeki çeyreklerde yeni veri merkezi kapasitesinin devreye alınma hızı, OCI gelirlerinin bu kapasiteyle birlikte ne ölçüde büyüdüğü ve yatırım harcamalarının nakit üretimine oranı Oracle finansallarının ana belirleyicileri olacak.

Analist Görüşü

Oracle'ı değerlendirirken şirketi artık yalnızca veri tabanı ve kurumsal yazılım sağlayıcısı olarak okumayı yeterli bulmuyoruz. 1Ç27 sonuçlarında OCI gelirinin %121 artarak 7,4 milyar dolara ulaşması ve toplam bulut gelirlerinin cironun %60'ına çıkması, şirketin gelir yapısındaki dönüşümün belirgin biçimde hızlandığını gösterdi. Bir önceki çeyrekte %93 büyüyen OCI'ın bu çeyrekte daha da hızlanması, büyümenin yalnızca düşük bazdan kaynaklanmadığını gösteriyor. **Oracle aynı dönemde 850 MW yeni veri merkezi kapasitesini devreye aldı, yapay zeka müşterilerine 300 binden fazla GPU teslim etti ve buna rağmen yönetim talebin mevcut kapasitenin üzerinde kalmaya devam ettiğini belirtiyor.** Bizim açımızdan buradaki en önemli değişim, Oracle'ın yapay zeka altyapısında artık ikincil bir bulut sağlayıcısı olmaktan çıkıp büyük ölçekli projelerin önemli oyuncularından biri haline gelmesi. AMD, Meta, NVIDIA, OpenAI, TikTok ve xAI gibi müşterilerin altyapı yatırımlarında Oracle'ı kullanması da bu konumun birkaç projeye sınırlı olmadığını gösteriyor.

664 milyar dolara ulaşan henüz gelire dönüşmemiş sözleşme büyüklüğünü yatırım tezinin en güçlü taraflarından biri olarak görüyoruz. Bu tutar bir yıl önceye göre 209 milyar dolar artarken yalnızca ilk çeyrekte 30 milyar doların üzerinde yeni yapay zeka bulut sözleşmesi imzalandı. Dolayısıyla Oracle açısından temel soru artık yapay zeka altyapısına talep olup olmayacağından çok, şirketin aldığı siparişleri hangi hızda kapasiteye ve gelire çevirebileceği. Bununla birlikte 664 milyar doların tamamını kısa vadeli gelir gibi değerlendirmiyoruz. Büyük yapay zeka sözleşmeleri uzun yıllara yayılıyor ve gelirlerin gerçekleşmesi yeni veri merkezlerinin zamanında devreye alınmasına bağlı. **Geçen çeyrekte bu sözleşmelerin 75 milyar dolarlık bölümünde GPU maliyetlerinin müşteriler tarafından önceden karşılanmış veya donanımın doğrudan müşteri tarafından sağlanmış olması, Oracle'ın tüm yatırım yükünü kendi bilançosunda taşımaması açısından önemli. Yeni sözleşmelerin de ek finansman ihtiyacı yaratmadığının belirtilmesini olumlu buluyoruz.**

Oracle'ın diğer büyük bulut şirketlerinden ayrışabileceği alanın yalnızca GPU kapasitesi olmadığını düşünüyoruz. Şirket onlarca yıldır büyük kurumların kritik verilerinin önemli bölümünü kendi veri tabanlarında tutuyor. Yapay zeka uygulamalarının kurumsal tarafta yaygınlaşmasıyla birlikte şirketlerin yalnızca işlem gücüne değil, kendi verilerini güvenli biçimde modellere bağlayabilecek altyapıya da ihtiyacı artıyor. Oracle'ın veri tabanı ürünlerini OCI'ın yanında Azure ve AWS gibi farklı bulut ortamlarına taşıması, mevcut kurumsal müşteri tabanını kaybetmeden yapay zeka harcamalarından daha fazla pay almasına imkan veriyor. **Bu nedenle OCI'daki büyümeyi yalnızca OpenAI veya diğer büyük yapay zeka şirketlerinin GPU talebi üzerinden okumuyoruz. Uzun vadede veri tabanı, bulut altyapısı ve kurumsal uygulamaların aynı müşteri içinde birlikte büyümesi Oracle için daha değerli bir gelir yapısı yaratabilir. Buna karşılık bulut uygulamalarındaki %10'luk büyümenin altyapı tarafının oldukça gerisinde kalması, bugün büyümenin halen büyük ölçüde OCI tarafından taşındığını da gösteriyor.**

Olumlu görünümün karşısındaki en önemli konu ise bu büyümenin sermaye ihtiyacı. Oracle ilk çeyrekte 23 milyar dolar faaliyet nakit akışı yaratmasına rağmen yüksek veri merkezi yatırımları nedeniyle serbest nakit akışı yaklaşık 5 milyar dolar negatif gerçekleşti. Şirket aynı dönemde 20 milyar dolarlık yeni hisse satışı gerçekleştirdi. Bu nedenle OCI büyümesinin hızlanmasını tek başına pozitif okumuyoruz. Yeni veri merkezi kapasitesinin ne kadar hızlı dolduğu, yapılan yatırımın ne kadar kısa sürede gelire dönüştüğü ve finansman ihtiyacının yeniden hisse ihracı ya da borçlanma yaratıp yaratmayacağı değerlendirme açısından giderek daha önemli hale geliyor. **Şu aşamada talep tarafında sorun görmüyoruz ve 2Ç27 için %30-%34 toplam gelir, %65-%71 bulut büyümesi beklentisi güçlü ivmenin süreceğine işaret ediyor. Ancak yatırım harcamalarının uzun süre faaliyet nakit akışının üzerinde kalması durumunda büyümenin hissedar açısından yarattığı değer in daha dikkatli değerlendirilmesi gerekir.**

Özetle, Oracle'ı model portföyümüzde %7 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. 1Ç27 sonuçları OCI büyümesinin hızlandığını, sözleşmeye bağlanan iş hacminin çok güçlü kaldığını ve yapay zeka altyapısının Oracle'ın finansal profilini birkaç yıl öncesine göre önemli ölçüde değiştirdiğini gösterdi. Bu nedenle mevcut pozisyonu azaltmayı gerektirecek bir bozulma görmüyoruz. Bununla birlikte Oracle'ı portföyümüzdeki daha temkinli taşıdığımız yapay zeka pozisyonlarından biri olarak değerlendiriyoruz. 664 milyar dolarlık sözleşme büyüklüğü önemli bir gelir potansiyeli sunarken bunun karşılığında negatif serbest nakit akışı, yüksek veri merkezi yatırımları ve yeni hisse ihracı bulunuyor. Ağırlık artırmak için OCI gelirlerindeki güçlü büyümenin sürmesini tek başına yeterli görmüyoruz. Yeni kapasitenin hızla dolduğunu, serbest nakit akışının toparlanmaya başladığını ve finansman ihtiyacının mevcut planın üzerine çıkmadığını görmek istiyoruz.

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.