

NVIDIA 2Ç FY2027 Bilanço Öncesi Görünüm Notu**Bilanço Açıklaması Öncesi Son Bakış**

- NVIDIA 2Ç FY2027 sonuçlarını bugün ABD piyasalarının kapanışının ardından açıklayacaktır.
- Yönlendirme ciro 91,0 milyar dolar $\pm$ %2, GAAP-dışı brüt marjda %75,0 $\pm$ 50 baz puandır.
- Ciro bandın üst ucuna yakın ya da bir miktar üzerinde, marj bandın orta noktası civarında gerçekleşebilir.
- Asıl geçiş riski bu çeyrekte değil, Rubin/VR200 rampasının fiyatlanacağı 3Ç FY2027 yönlendirmesinde görünür hale gelebilir.
- Çin varsayımı ve müşteri yoğunlaşması sonucu her iki yöne de kaydırabilir.

NVIDIA'nın 2Ç FY2027 yönlendirmesi ciroda 91,0 milyar dolar $\pm$ %2, GAAP ve GAAP-dışı brüt kâr marjında ise sırasıyla %74,9 ve %75,0 $\pm$ 50 baz puan düzeyindedir. Yönlendirmede Çin'den veri merkezi hesaplama geliri varsayılmamaktadır. Bu bant 89,2-92,8 milyar dolara karşılık gelmekte, orta noktası ise çeyreklik %11,5 büyümeye işaret etmektedir. Son üç çeyrekte gerçekleşen çeyreklik büyümelerin ortalaması yaklaşık %20,4 olmuştur. Zemin güçlü bir görünüm göstermektedir: 1Ç'de ciro rekor düzeyde 81,6 milyar dolara ulaşmış (+%85 y/y, +%20 ç/ç), GAAP-dışı brüt marj %75,0 ve GAAP-dışı seyreltilmiş hisse başına kâr 1,87 dolar olarak gerçekleşmiştir.

Yeni raporlama yapısında veri merkezi geliri 75,2 milyar dolar olmuştur. Bu tutarın 37,9 milyar doları Hyperscale (+%12 ç/ç), 37,4 milyar doları ise ACIE (+%31 ç/ç) kaynaklıdır. Marjinal büyümenin ağırlıklı olarak ACIE ayağından gelmesi gelir tabanının çeşitlendiğine işaret edebilir ancak ACIE içindeki yoğunlaşma ayrı raporlanmadığı için bu doğrulanmamaktadır. Bir yıl önce iki doğrudan müşteri toplam gelirin %23 ve %16'sını oluşturduğundan, söz konusu değişim gelir kalitesi açısından anlamlı olabilir.

Tedarik tarafındaki sinyaller, yönlendirmenin dayandığı varsayımların ihtiyatlı kalmış olabileceğini düşündürmektedir. TSMC 2026 yıllık sermaye harcaması bütçesini 52-56 milyar ABD dolarından 60-64 milyar ABD dolarına yükseltmiş (transkript esas alınmıştır), ileri paketleme kapasitesinin ise hızla genişlemesine rağmen yetersiz kalmayı sürdürdüğü aktarılmaktadır. NVIDIA cephesinde toplam tedarik kaynaklı taahhütler 119,0 milyar dolara ulaşmış, şirket önümüzdeki birkaç çeyreğin ötesindeki talebi karşılamak üzere stok ve kapasite güvence altına aldığını belirtmektedir (tanım değiştiği için bu tutar önceki dönemlerin "toplam satın alma taahhütleri" rakamıyla karşılaştırılabilir değildir). Talep tarafında Alphabet, Amazon ve Microsoft'un üçü de 2026 yatırım harcaması beklentisini yukarı revize etmiş ve talebin mevcut kapasiteyi aşmayı sürdürdüğünü belirtmiştir. Amazon, yaklaşık 220 milyar dolarlık harcama düzeyinde dahi 2026 talebinin tamamının karşılanamayacağını aktarmıştır. Bu okuma, çeyrek içinde talep kaynaklı aşağı yönlü bir sürpriz olasılığının düşük kaldığına işaret etmektedir.

Ürün geçişi tarafında zamanlama belirleyicidir. TrendForce, 2026 üst segment GPU sevkiyat payı tahminini Blackwell lehine yukarı, Rubin aleyhine aşağı yönlü revize etmiştir. Rubin çiplerinin 2026'nın üçüncü takvim çeyreği civarında sevk edilmeye başlaması, VR200 raf sistemlerinin ise bu çeyreğin sonuna doğru hızlanması öngörülmektedir. Söz konusu takvim, bugün açıklanacak çeyreğe değil bir sonraki çeyreğe denk düşmektedir. Dolayısıyla raporlanacak dönem olgunlaşmış bir Blackwell/GB300

çeyreği niteliğinde olabilir ve geçiş kaynaklı marj riski esas olarak 3Ç FY2027 yönlendirmesinde görünür hale gelebilir. Buna karşılık maliyet baskısı bu çeyreğe aittir: TSMC 7 nanometre ve altı ileri süreçlerde %5-10 bandında fiyat artışı bildirmiş ve bu artışlar uygulanmaya başlamıştır.

İncelenen bulgular, ciro tarafında sonucun yönlendirme bandının üst ucuna yakın ya da bir miktar üzerinde gerçekleşmesi ihtimalini artırmaktadır. Brüt marjda ise bandın orta noktası civarında bir sonuç ve sınırlı bir aşağı yönlü risk beklenmektedir. Ciro çağrısı, %11,5'lik çeyreklik büyüme varsayımının yaklaşık %20,4'lük yakın dönem ortalamasının belirgin altında kalmasına, son iki çeyrekte gerçekleşen sonuçların yönlendirme bandının üzerinde kapanmış olmasına (iki gözlemde ortalama sapma çıkarılmamıştır) ve arz ile talep sinyallerinin eşzamanlı biçimde genişlemesine dayanmaktadır. Marj çağrısı ise geçiş riskinden değil girdi maliyetinden kaynaklanmaktadır, bandın 100 baz puanlık (± 50 baz puan) toplam genişliği, uygulamaya giren levha fiyat artışları ve yükselen bellek maliyetleri karşısında sınırlı tampon bırakmaktadır. Buna karşılık bu artışların çeyrek maliyetine yansıma zamanlaması belirsizdir ve yönlendirmenin artışları önceden içermiş olması mümkündür. Yönlendirmenin Çin'den sıfır veri merkezi hesaplama geliri varsayması, bandın üzerine taşınması için Çin dışı hacmin tek başına yeterli olmasını gerektirmektedir. Bir yıl önce raporlanan yoğunlaşma yapısının sürmesi halinde tek bir müşterinin sevkiyat zamanlaması sonucu her iki yöne de kaydırabilir.

İzlenecek Noktalar

- 3Ç FY2027 ciro ve marj yönlendirmesinde Rubin/VR200 rampasının maliyet etkisinin nasıl fiyatlandığı izlenecektir, geçiş riskinin görüneceği asıl yer burasıdır.
- GAAP-dışı brüt marjın %75,0 ± 50 baz puanlık bandın neresinde kapandığı ile levha ve bellek fiyat artışlarına ilişkin CFO yorumu takip edilecektir.
- Hyperscale ile ACIE dağılımı, ACIE'nin %31'lik çeyreklik ivmesini koruyup korumadığı ve müşteri yoğunlaşmasının seyri izlenecektir.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.