

Microsoft Corp (MSFT):**Beklenti üzerinde güçlü bilanço ve oldukça sağlıklı büyüme...**

Microsoft son çeyrekte gelirlerini %18 büyüterek, beklenti üzerinde satış (\$62,02 milyar vs \$61,14 milyar) ve beklenti üzerinde kar rakamı açıkladı(\$21,87 milyar vs \$20,78 milyar). Şirketin **hisse başına net karı da %33 artışla** \$2,93 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin harcamalar konusunda da temkinli davranması ile ürün maliyetleri ve diğer giderlerdeki artış, gelir büyümesinin altında kaldı ve **brüt ve net kar marjlarında sırasıyla 2bp ve 13bp genişleme** yaşandı. Önümüzdeki çeyrek için beklentilerin biraz altında \$60-\$61 milyarlık satış beklentisi paylaşan Microsoft, bu çeyrekte \$9,1 milyar(+%86 yoy) serbest nakit yarattı ve yatırımcılara \$5,6 milyar temettü, \$2,8 milyar hisse geri alımları vasıtasıyla, toplam \$8,4 milyar nakit geri döndürmüştü.

Şirket finansal koşulların sıkı kaldığı, ekonominin hız kaybettiği ve yatırımcıların IT harcamalarının yavaşlayabileceğine yönelik endişelerinin arttığı bir dönemde, bir çok iş kolunda beklentilerin üzerinde ve oldukça tatminkar büyüme sergiledi. Şirketin CEO'su Satya Nadella bu çeyrekte de yapay zekanın bütün ürün ve platformlarında etkin bir şekilde kullanıldığına ve gelirlere olumlu katkı yaptığına dikkat çekerken, yapay zeka uygulamaları büyümeyi destekleyen önemli bir dinamo haline gelmiş durumda.

Milyon USD	3 Aylık Dönem Sonu 31 Aralık			9 Aylık Dönem Sonu 31 Aralık		
	2023	2022	%	2023	2022	%
Gelirler						
Ürün	18.941	16.517	14,68%	34.476	32.258	6,88%
Servis ve Diğer	43.079	36.230	18,90%	84.061	70.611	19,05%
Toplam Gelirler	62.020	52.747	17,58%	118.537	102.869	15,23%
Satışların Maliyeti						
Ürün	5.964	5.690	4,82%	9.495	9.992	-4,97%
Servis ve Diğer	13.659	11.798	15,77%	26.430	22.948	15,17%
Toplam	19.623	17.488	12,21%	35.925	32.940	9,06%
Brüt Kar	42.397	35.259	20,24%	82.612	69.929	18,14%
R&D	7.142	6.844	4,35%	13.801	13.472	2,44%
Satış ve Pazarlama Giderleri	6.246	5.679	9,98%	11.433	10.805	5,81%
Genel Yönetim Giderleri	1.977	2.337	-15,40%	3.451	3.735	-7,60%
Faaliyet Karı	27.032	20.399	32,52%	53.927	41.917	28,65%
Diğer	-506	-60	743,33%	-117	-6	1850,00%
Vergi öncesi kar	26.526	20.339	30,42%	53.810	41.911	28,39%
Vergi provizyonU	4.656	3.914	18,96%	9.649	7.930	21,68%
Net Kar	21.870	16.425	33,15%	44.161	33.981	29,96%
Pay Başına Kar/Zarar						
Basit	2,94	2,20	33,64%	5,94	4,56	30,26%
Sulandırılmış	2,93	2,20	33,18%	5,92	4,54	30,40%
Brüt Marj	68,36%	66,85%	1,51%	69,69%	67,98%	1,71%
Operasyonel Marj	43,59%	38,67%	4,91%	45,49%	40,75%	4,75%
Net Kar Marjı	35,26%	31,14%	4,12%	37,26%	33,03%	4,22%
Kaynak: Şirket verileri						
Dolaşımdaki hisse sayısı(ağırlıklı ortalama):						
Basit	7.432,00	7.451,00	-0,25%	7.431	7.454	-0,31%
Sulandırılmış	7.468,00	7.473,00	-0,07%	7.465	7.479	-0,19%

Yapay zekanın olumlu etkisi devam ediyor...

Microsoft, Open AI ile yaptığı işbirliği ile beraber, dev teknoloji şirketleri arasında yapay zeka uygulamalarını bütün platformlarına en hızlı şekilde yayarak, gelire dönüştürme konusunda oldukça agresif bir tutum izledi ve bunun rakamlarına olumlu yansımaları görüyor. Yapay zekanın Windows, Office gibi yazılımlara sağladığı katma değer yanı sıra, Bing gibi piyasa payı açısından Google'ın oldukça gerisinde kalmış olan arama motoruna da tekrar hayat vermeye başladığını görüyoruz.

Bulut bilişim şirketin büyüme dinamosu olmaya devam ediyor...

İlk bakışta büyümenin oyun segmentinden geldiği görülse de, burada son çeyrekte Activision Blizzard alımının tamamlanması ile beraber Activision rakamlarının da dahil edilmesi dolayısıyla önceki dönemle kıyası yanıltıcı olacaktır. Şirketin ana büyüme dinamosu bulut bilişim gelirleri olurken, burada **Azure platformundaki %30 büyüme bize göre oldukça tatminkardı** ve önceki çeyrekteki %29 büyümenin ve %28'lik beklentinin de üzerinde gerçekleşti. Burada **yapay zeka uygulamalarının yoğunluklu olarak bulut bilişim ürünlerinde kullanılması ve yaratılan katma değer**in müşteri harcamalarına ve büyümeye yansımaları çok olumlu bir faktör. Nitelikim şirketin CFO'su da, yapay zekanın Azure'un büyümesine 6 puan katkıda bulunduğuna değinmişti.

MICROSOFT (MSFT)	Ürün bazında büyüme
Microsoft Cloud	24%
Office Ticari ürünler ve cloud servisi	15%
Office 365 Ticari	17%
Office tüketici ürünleri ve cloud servisi	5%
LinkedIn	9%
Dynamics ürünleri ve cloud servisi	21%
Dynamics 365	27%
Server ürünleri ve cloud servisi	22%
Azure ve diğer cloud servisleri	30%
Windows	9%
Windows OEM	11%
Windows ticari ürünler ve cloud servisi	9%
Cihazlar	-9%
Xbox içerik ve servisler	61%
Arama motoru ve reklam (trafik kazanım maliyeti hariç)	8%

Oyun segmentindeki büyüme Activision rakamları nedeniyle...

İlk bakışta büyümenin oyun segmentinden geldiği görülse de, burada son çeyrekte Activision Blizzard alımının tamamlanması ile beraber Activision rakamlarının da dahil edilmesi dolayısıyla önceki dönemle kıyası yanıltıcı olacaktır. Buradaki **%61 büyümenin 55 puanının Activision alımı dolayısıyla gerçekleştiğini göz önüne aldığımızda, Xbox tarafında sınırlı ve çok tatminkar olmayan bir büyüme** ortaya çıkıyor. Oyunlar tarafında pandemi dönemi ile patlayan büyüme, metaverse'ün yaygınlaşacağı beklentileri ile de oldukça spekülatif bir hal almış, ancak sonrasında "evde kal" temasının bitmesi ile burada hızlı bir normalleşme takip etmiştik. Son dönemde tüketim harcamalarının daha çok zorunlu tüketime kayması ile beraber de oyun tarafında büyüme sınırlı kalmıştı. Burada Microsoft Activision alımı ile beraber oyun gelirlerini artırma ve Xbox tarafında bir sinerji yaratmayı amaçlarken, biz bu alımı uzun vadede mantıklı buluyoruz ve Microsoft'un makul bir değerlendirme ile Activision'ı bünyesine kattığını düşünüyoruz.

Ticari ürünler güçlü, yapay zeka iş uygulamalarına entegre ediliyor...

İş uygulamaları tarafında son dönemde devam eden güçlü performansın sürdüğünü ve yapay zekanın buraya da önemli bir destek sağladığını takip ediyoruz. Microsoft 365 Copilot uygulamasını (aylık +\$30) son dönemde hayata geçirirken, OpenAI işbirliğini **büyük müşteriler için Office, Teams gibi bir çok uygulamaya, yapay zekayı entegre ederek**, buradan yaratacağı gelirleri artırma hedefinde. Aşağıdaki gelir ve kar kırılımına baktığımızda ticari ürünlerin şirketin faaliyet karına oldukça önemli %40'lık bir katkı yaptığını görüyoruz.

Microsoft'un bu alanda **yapay zeka desteği ile yaratacağı katma değer, rekabet üstünlüğünü büyük ölçüde arttırarak**, gelecekte tekrar eden, tahmin edilebilir, yüksek miktarda üyelik geliri yaratmasına yol açacaktır ki bunun ilk olumlu sinyallerini rakamlarda alıyoruz. Dolayısıyla biz bulut bilişimin yanı sıra, yapay zekanın iş uygulamalarına olan etkisini ve özellikle de büyük müşterilerin yanı sıra, ufak ve orta ölçekli işletmelerin bu uygulamalara ekstra ödeme yapmak konusunda ne kadar istekli olacaklarını yakından takip edeceğiz. LinkedIn tarafında geçtiğimiz çeyrekte %9 büyüme kaydedilirken, bu tarafta yapay zeka etkisi daha sınırlı ve ekonomik döngüye, işe alımların hızlanmasına hassas hareket eden, kısa vadede önemli bir büyüme beklemediğimiz bir alan. Nitekim Microsoft LinkedIn ve Activision tarafında işten çıkartmalara ve maliyet kesintilerine devam ediyor.

Gelir Kırılımı	Q4-23	Q4-22	%	Toplam gelirdeki pay
İş Uygulamaları	\$19.249	\$17.002	13,22%	32,23%
Akıllı Bulut	\$25.880	\$21.508	20,33%	40,78%
Kişisel Bilgi İşlem	\$16.891	\$14.237	18,64%	26,99%
Toplam	\$62.020	\$52.747	17,58%	

Faaliyet Karı Kırılımı	Q4-23	Q4-22	%	Toplam faaliyet karındaki pay
İş Uygulamaları	\$10.284	\$8.175	25,80%	40,08%
Akıllı Bulut	\$12.461	\$8.904	39,95%	43,65%
Kişisel Bilgi İşlem	\$4.287	\$3.320	29,13%	16,28%
Toplam	\$27.032	\$20.399	32,52%	

Kişisel bilgi işlem tarafında toparlanma var...

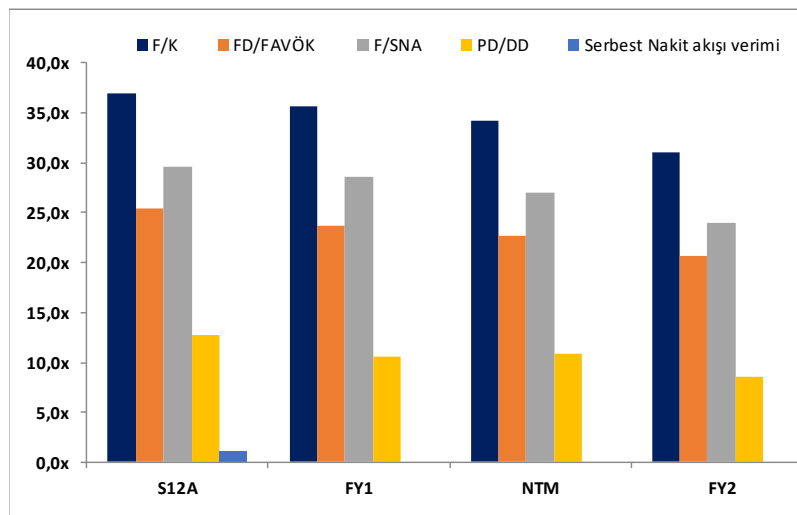
Microsoft'un gelir ve kar rakamlarında en az payı olan ve geçtiğimiz çeyreklerde şirketin büyümesini aşağıya çeken kişisel bilgi işlem tarafında bu çeyrekte bir miktar toparlanma görüyoruz. PC satışlarında son çeyreklerde gördüğümüz zayıflamanın bir miktar stabil olmaya başlaması, Windows OEM gelirlerinde geçtiğimiz çeyrek yaşanan sert %28 düşüş sonrasında artı büyümeye geçilmesi, olumlu noktaları. Ancak Office gelirlerini kıyasladığımızda ticari taraftaki %15 büyümeye karşılık, kişisel taraftaki %5 büyüme, tüketim harcamalarının zayıf kalmaya devam ettiğini gösterdi. Burada Xbox gelirlerinin bu segmente dahil olması ve yukarıda bahsettiğimiz Activision etkisi de göz önüne alınması gereken ve önceki çeyrekle tam kıyası zorlaştıran bir faktör.

Office	Q4-22	Q2-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
Ticari ürünler büyüme (YoY)	7,00%	13,00%	12,00%	15,00%	15,00%
Tüketici ürünleri büyüme (YoY)	-2,00%	1,00%	3,00%	3,00%	5,00%

Net net oldukça güçlü ve gelecek büyüme patikasına dair umut veren bir bilanço...

Biz Microsoft'un açıkladığı bilanço rakamlarını; sağlıklı büyüme profili, genişleyen marjlar, yapay zekanın platformlara katkısı ve bulut tarafında hızlanan büyüme ışığında oldukça olumlu ve tatminkar bulduk. Ancak hissenin son bir ayda %8,6, 2023 başından bu yana ise %70'e yakın yükselişi sonrasında bir miktar kar realizasyonu normal karşılanmalı. Burada değerlendirme çarpanlarının da hızla artması ve hissenin 2024 sonu kar beklentilerine göre 35x ileri F/K, 23x ileri FD/FAVÖK çarpanları ile dolgun değerlemelerle işlem görmesi nedeniyle oldukça optimist beklentilerin fiyatların içinde olduğu unutulmamalı. Her ne kadar **Microsoft platformları etrafındaki geniş koruma kalkani, rekabet üstünlüğü ve öngörülebilir büyüme patikası ile sektör içerisinde primli değerlemeleri hak etse de, finansal koşulların sıkı kalmaya devam ettiği bir ortamda son 5 ve 10 senelik ortalamalara göre de pahalı çarpanlarla işlem görmesi hissede kırılabilirlik yaratabilir.**

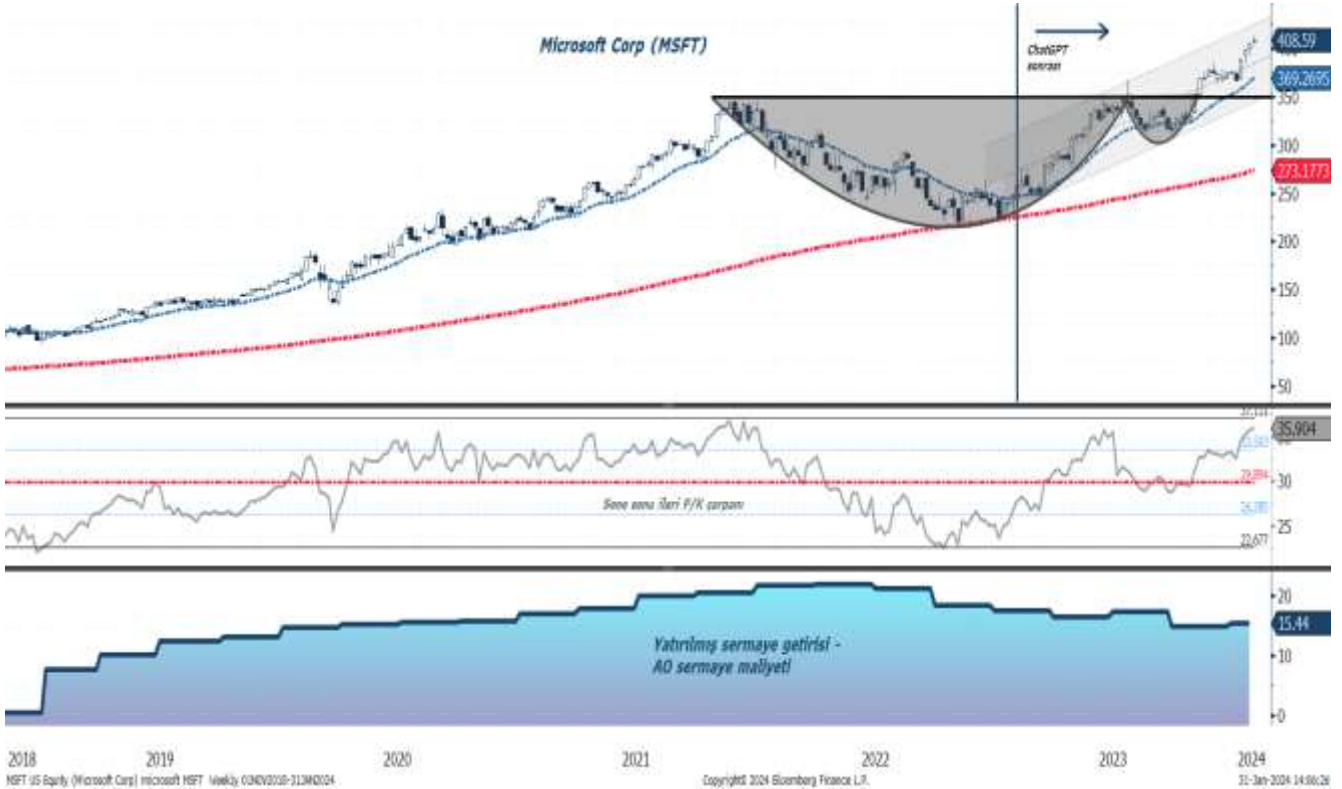
Çarpanlar	S12A	FY1	NTM	FY2	5 sene ort.
F/K	37,0x	35,6x	34,1x	31,0x	32,9x
FD/FAVÖK	25,4x	23,7x	22,7x	20,6x	21,4x
F/SNA	29,6x	28,6x	26,9x	23,9x	24,9x
PD/DD	12,7x	10,6x	10,9x	8,6x	12,4x
F/Satış	13,3x	12,5x	11,7x	10,9x	10,7x



Kaynak: Bloomberg

Biz Microsoft'u uzun vadede en beğendiğimiz teknoloji hisseleri arasında tutmaya devam ediyoruz ve şirketin çeşitlendirilmiş gelir kaynakları, defansif karakteri ve software odaklı üyelik bazlı gelirleri sayesinde, ekonominin ve IT harcamalarının yavaşladığı dönemde de, sağlıklı büyüme kaydetme kabiliyetini olumlu buluyoruz. Aynı zamanda şirketin yapay zeka uygulamalarını bütün ürünlerine yayma çabası ve bu alanı gelire dönüştürme gayreti de, yatırımcıları büyüme potansiyeli anlamında cezbetmeye devam edecek önemli bir faktör olacaktır. Önümüzdeki dört çeyreğe baktığımız zaman biz şirketin hisse başına net karını 2023 sonuna kıyasla %15 büyütürsek \$12,70 seviyesine(BBG konsensüs:\$11,97) çıkarabileceğini ve hissenin mevcut çarpanlarla **sene sonunda \$440** seviyesine yükselebileceğini düşünüyoruz.

Ancak daha kısa vadeye baktığımızda, bizim faizlerin piyasa beklentisinden daha uzun süre yüksek kalacağı ve ekonomiye yönelik optimist beklentilerin bir miktar törpüleneceği beklentimizi göz önüne aldığımızda, önümüzdeki aylarda volatilitenin artması, risk iştahının daralması ile beraber şirketin ileri F/K çarpanının 30x seviyelerine yani 5 senelik ortalamalara yakınsadığını ve hissenin \$380 seviyelerine geri çekildiğini görebiliriz. Burada şirketin bir sonraki çeyrek projeksiyonlarının yüksek beklentilerin bir miktar altında kalması, bulut tarafında yapay zeka etkisi çıkarıldığında büyümenin sınırlı kalması ve copilot hizmeti hakkında detaylı bilgi verilmemesi kar satışları için neden olarak kullanılabilir, ancak bilanço içerisindeki bir çok olumlu faktörün yanında bize göre göz ardı edilebilecek bazı gelişmeler. Dolayısıyla bu noktada uzun vadeli yatırımcılara Microsoft'u portföylerinde tutmaya devam etmelerini, daha taktiksel yaklaşan kısa vade odaklı yatırımcıların ise, pozisyon almak için \$350-\$380 gibi bir bant aralığına geri çekilmeyi beklemelerinin mantıklı olacağını düşünüyoruz.



UYARI 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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.