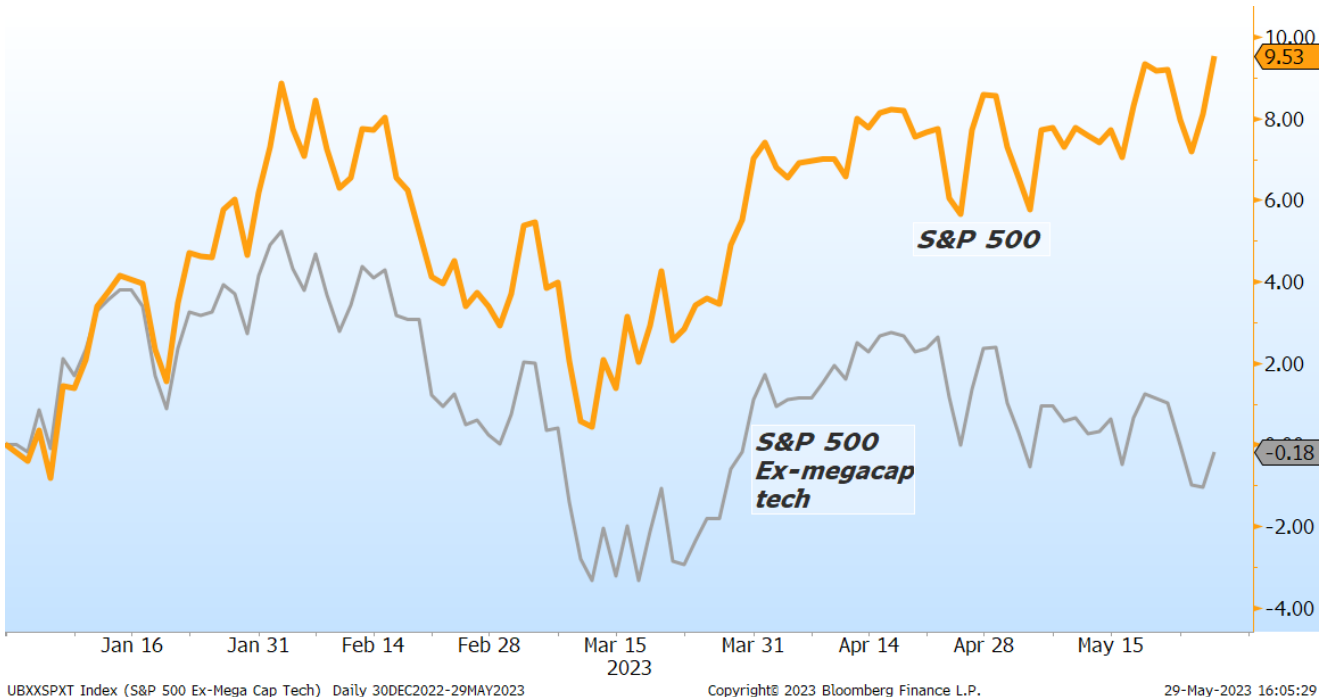


Yapay zeka heyecanı endeksleri güçlü performansının arkasındaki ana neden...

2023 senesinde hisse endekslerinin güçlü kalmasına yardımcı olan faktörleri geçtiğimiz haftalarda; enflasyondaki durulma ile beraber FED'den faiz indirim beklentisi, ekonominin ve şirket karlarının beklentilerden güçlü kalması ve en önemlisi de yapay zeka temasının teknoloji hisseleri üzerinde yarattığı heyecan olarak sıralamıştık.

Son dönemde FED Başkanlarının şahin mesajlarına, enflasyonda düşüş hızının yavaşlamasına ve resesyona beklentilerinin devam etmesine rağmen, hisse senetlerinin yükseliş eğilimini koruduklarını görüyoruz. Bunun da en önemli nedeni; uzun vadede yapay zeka ile gelen verimlilikteki artışın ekonomik büyümeyi ivmelendireceği, kısa vadede ise dev teknoloji şirketlerinin yapay zeka ile kaydedecekleri ek büyüme beklentileri idi.

Yapay zeka alanına en çok kaynak ayıran, bu konudaki gelişmeleri ürün ve platformlarına en çok ve çabuk uygulayan ve dolayısıyla da bu alandaki gelişmelere hassasiyeti en yüksek olan şirketlerin genellikle Microsoft, Google, Meta, Nvidia gibi dev teknoloji şirketleri olması dolayısıyla, spekülasyon büyüme beklentileri ilk olarak bu şirketlerde fiyatlandı. Yapay zeka ile nasıl ve ne ölçüde gelir büyümesi yaratılacağı konusunda bir netlik olmasa da, yatırımcılar bu alandaki gelişmeleri 2000'li senelerde internetin yarattığı etkiye benzeterek, spekülasyon bir heyecana kapıldılar ve bu şirketlerin kar çarpanları hızla genişledi. Dev teknoloji şirketlerinin endekslerdeki ağırlıklarının çok yüksek olması da, bu hisse grubunun güçlü performansının S&P 500 ve Nasdaq gibi endekslere ciddi şekilde yansımaya neden oldu. Nitekim sene başından bu yana performanslara baktığımızda, S&P 500 endeksi %9,53 yükselirken, **endeks içerisindeki dev teknoloji şirketlerini çıkardığımızda kalan 493 şirketin getirisinin eksiye olduğunu görüyoruz.**



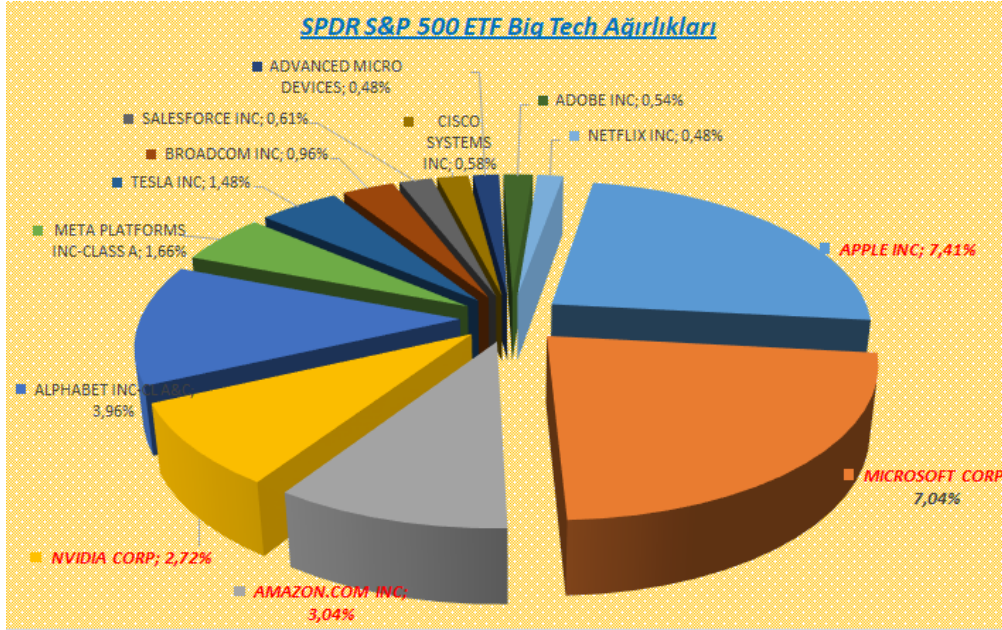
UBXSPXT Index (S&P 500 Ex-Mega Cap Tech) Daily 30DEC2022-29MAY2023

Copyright© 2023 Bloomberg Finance L.P.

29-May-2023 16:05:29

Teknoloji şirketlerinin endekslerdeki payı genişlemeye devam ediyor...

Endekslerin az sayıda teknoloji hissesi ile yükselmesi kırılganlıkları arttırırken, aşağıda görüldüğü gibi **S&P 500 ETF'indeki en büyük 13 teknoloji şirketi, endeksin yaklaşık %31'ini** oluşturuyor. Sene başından bu yana teknolojide yaşanan yükseliş hareketi endekse destek olurken, **bu hareketin spekülative bir karakterinin de olduğu** ve endekslerin altındaki güvenlik ağının çok da sağlam olmadığı unutulmamalı.



Yüksek faizler spekülative beklentiler konusunda dikkatli olmayı gerektiriyor... Özellikle finansal koşulların FED tarafından oldukça sıkı tutulduğu ve faizlerin yüksek seviyelere hızlı bir şekilde tırmandığı bir ortamda, yatırımcıların piyasalarda oluşabilecek ani dislokasyonlara karşı dikkatli olmaları gerekiyor. Burada gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin faizlere çok hassas olması, yüksek faizlerin spekülative beklentiler üzerinde ciddi bir yerçekimi etkisi yapması ve son dönemde teknoloji şirketlerinin değerlemelerindeki şişkinlik, yapay zeka alanındaki gelişmelerin yarattığı heyecanı bir miktar törpüleyen ve bazı yatırımcıları dışarıda tutan dinamiklerdi.

Yapay zeka, yeni donanım ihtiyacı doğuruyor...

Geçtiğimiz hafta gelen Nvidia bilançosu, ilk defa bu alandaki gelişmelerin bir şirketin finansallarına ciddi ve somut bir katkı yapmaya başladığına işaret etti ve uzak gelecekte olduğunu düşündüğümüz yapay zekanın gelirlere etkisinin bazı şirketler için çok daha yakında, hatta 2023 senesi içerisinde gelebileceğini gösterdi.

Yapay zekanın bulut bilişim platformlarında kullanılmaya başlaması ile beraber; **derin öğrenme, veri analitiği, gelişmiş algoritmalar ve yüksek performanslı hesaplamalar gibi fonksiyonları** gerçekleştirebilecek ve kaldırabilecek kapasitede sistemlerin kurulması ihtiyacı, veri merkezlerinin donanımlarını upgrade etme gereksinimini ortaya çıkarmış durumda. Burada özellikle çok sayıda hesaplamayı gerçekleştirebilen grafik işleme birimleri (GPU'lar) ve bu ürünleri üreten çip şirketleri son dönemde ön plana geldiler.

Çip hisseleri...

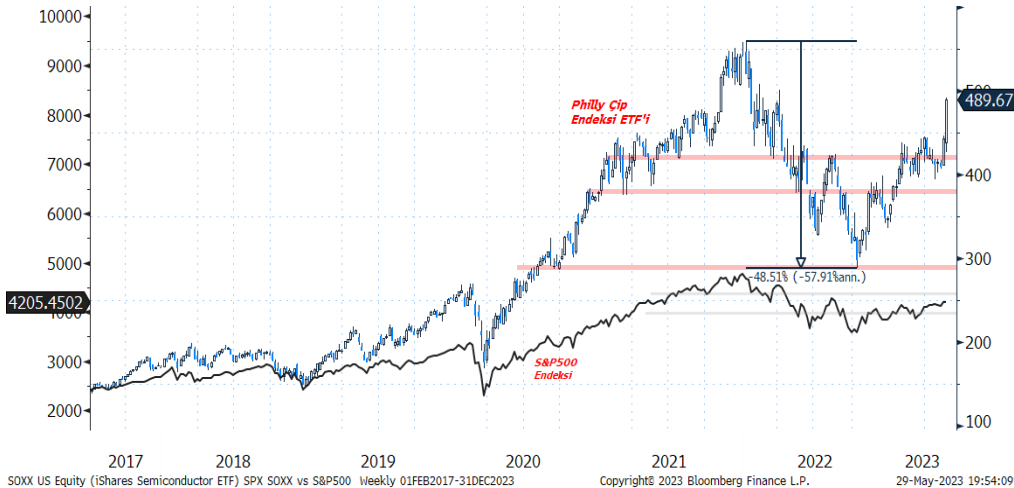
Biz Ocak ayı sonunda yayınlanan raporumuzda, çip hisselerinin giderek cazip hale geldiğine, resesyondan sonra fiyatlamalardan en çok fayda görecek hisse grubu olduğuna ve sektörde yüksek katma değerli ürünler üreten şirketlerin tercih edilmesi gerektiğine değinmiş, **Nvidia, AMD, Marvell ve Qualcomm'a dikkat çekmiştik:**

“Çip hisseleri cazip... Geçtiğimiz haftalarda ekonomideki canlanmadan ilk etapta fayda görebilecek hisse grubu olarak çip hisselerine değinmiş ve resesyondan çıkışın fiyatlanmasının ilk burada yapılabileceğine değinmiştik. Döngüsel ve ekonomideki gelişmelere çok hassas bir alan olduğu için resesyona girişi önceden fiyatlayan çip şirketleri, durgunluğun hafif olması durumunda Ekim ayında görülmüş olan seviyeler bir dip olarak da kalabilir.”

“Bu alan içerisinde sene başındaki hisse raporumuzda da belirttiğimiz gibi, Intel gibi üretime yoğunlaşan(foundry) şirketlerden çok, yenilikçi ürünler tasarlayarak, geleceği domine edebilecek alanlarda çözümler geliştiren ve yüksek katma değerli ürünler üreten/ürettiren şirketleri cazip buluyoruz.”

“Nvidia bu şirketler arasında en önde yer alırken, Qualcomm, Marvel Tech, AMD gibi çip hisseleri de beğendiğimiz diğer hisseler arasında. Marvell Tech bu şirketler arasında biraz geri planda kalan ancak gerek değerlemeleri, büyüme potansiyeli ve gerekse de teknik yapısı anlamında kısa vadede ilgimizi çeken geride kalmış bir hisse. Burada şirketin son verdiği projeksiyonlarda konservatif davranmasının da hissenin geride kalmasında etkisi var. İçerisinde bulunduğumuz çeyrek için Çin'deki yavaşlama ve veri merkezlerinde storage ve networking ekipmanlarında talebinde gerileme olacağını öngören şirket beklentileri ciddi şekilde aşağıya çekmiş, 5G tarafı için daha iyimser mesaj vermişti. Ancak biz veri merkezleri gelirlerinin beklentilerden daha güçlü performans gösterebileceğini, Çin tarafındaki açılmanın gelirlere olumlu yansıtacağını ve hissenin biraz fazla geride kaldığını düşünüyoruz. Dolayısıyla Nvidia ve Qualcomm gibi beğendiğimiz hisselerin yanı sıra, çip sektöründe yukarı yönlü hareketlerde değerlendirilebilecek ve \$45 direncinin kırılması durumunda da yukarı hareketini ivmelendirebilecek bir hisse de Marvell Technology.”

Çip sektöründe envanter seviyelerinin normalleşmeye başlaması ve talepte yaşanan toparlanma hisselerine destek olurken, esas olarak yapay zeka uygulamaları için donanım ihtiyacı sektöre önemli bir itici güç sağladı ve sene başından bu yana S&P 500 %9,53 yükselirken, Philly çip endeksi %40, **Nvidia %166,50, Marvell Tech %76,86, AMD %96,12** yükselerek relatif çok güçlü performans gösterdiler. Qualcomm ise %0,37 artışla geride kaldı ve yatırımcılar çip hisseleri içerisinde yapay zeka ve veri merkezleri odaklı hisseleri tercih ettiler.



Nvidia bilançosu yatırımcılarda heyecan yarattı...

Geçtiğimiz hafta gelen Nvidia bilançosu, endekslerin ve teknoloji hisselerinin yönünü değiştiren bir faktör olarak şekillendi. Haftaya olumsuz başlayan hisse senedi endekslerinin, kritik desteklere dayandığı bir noktada Nvidia'nın yapay zeka gelirlerindeki artış projeksiyonu teknoloji hisselerine ciddi bir itici güç sağladı. Her ne kadar Nvidia en önde gelen çip şirketlerinden bir tanesi olsa da, normal şartlarda önceki senelerde bilançosuyla piyasanın yönünü değiştiren bir şirket değildi. Ancak bu sene teknoloji hisselerinin ana büyüme dinamiğinin ve yatırımcıların ilgisinin yapay zeka uygulamalarında olması dolayısıyla şirketin bu alana yönelik yaptığı somut ve olumlu beklentiler heyecan yarattı.

Nvidia, gelecekte dominant olabilecek bir çok teknolojinin kesişiminde kendisini konumlandırdı...

Nvidia uzun bir süredir orta/uzun vadede en beğendiğimiz ve büyüme profilini çok cazip bulduğumuz şirketler arasında yer alıyor. Şirketin çipleri yüksek işlem kapasitesi gerektiren; otonom sürüş, yapay zeka uygulamaları, metaverse, oyunlar, robotik, süper bilgisayarlar, nesnelerin interneti, gelişmiş algoritmalar, büyük veri analitiği gibi bir çok alanda kullanılırken, bunların içerisinde en erken gelişim göstererek olgunlaşabilecek ve gelir büyümesine katkıda bulunacak alan yapay zeka olacak gibi duruyor. Bu beklentilerin yarattığı heyecanla da Nvidia, bu sene S&P 500 endeksinin en çok kazandıran hissesi oldu. Birinci çeyrek bilanço rakamları ile beraber şirketin önümüzdeki dönem için sunduğu projeksiyonlar da hisselerin bu güçlü performansını haklı çıkarttı.



Yapay zeka uygulamalarının bulut bilişim platformalarında kullanılmaya başlanması ile veri merkezlerinde başlayan yeniden yatırım döngüsü, çip şirketleri için önemli. Nvidia'nın da en önemli gelir kaynaklarından bir tanesi de veri merkezleri ve son çeyrekte şirketin gelirlerinin yaklaşık %60'ı veri merkezleri/bulut bilişimden geldi.

Nvidia'nın birinci çeyrek bilançosu beklentilerin biraz üzerinde gelirken, aslında halen talepteki toparlanmanın istenen seviyeye ulaşmaması ile hasılat ve faaliyet karında bir önceki seneye göre çift haneli düşüşler vardı. Birinci çeyrekte satışları bir önceki seneye göre %13 daralan şirketin net karında da %20'ye yakın düşüş gerçekleşti.

Envanter birikimi bizi de rahatsız eden bir dinamikti...

Aslında 2022 senesi, Nvidia için pek iyi bir sene değildi. Şirketlerin IT bütçelerini kısacakları, bulut harcamalarını azaltacakları kaygıları, ekonomideki yavaşlama ile düşen talep ve tedarik zincirinde artan envanter(aşağıda gösteriliyor), satış büyümesinin eksiye geçmesi ve artan faiz ortamının teknoloji sektörü hisselerine olumsuz yansımaları gibi faktörler hissede sert düşüşlere neden olmuştu. Bir çok çip şirketinde olduğu gibi Nvidia'nın da gelirleri ekonomik döngüye oldukça hassas ve resesyon kaygılarının tırmandığı dönemlerde hisse, olumsuz performans gösterebiliyor. Son dönemde olduğu gibi resesyon beklentilerinin ötelenmesi ve yumuşak iniş senaryolarının ön plana gelmesi ise, hisseye destek olan dinamikler. Ancak esas olarak yapay zekaya yönelik beklentiler, hissede hareketleri tetikleyen ana faktör oldu ve yatırımcılara diğer kaygıları unutturdu.

	31.10.2021	30.01.2022	1.05.2022	31.07.2022	30.10.2022	29.01.2023	30.04.2023
Stok devir hızı	4,6	4,3	4,0	3,9	3,6	3,0	2,9
Stok gün sayısı	80,0	85,4	91,4	92,9	101,0	121,6	125,2

Nvidia'dan ikinci çeyrek satış büyümesi projeksiyonu şok yarattı...

Şirket ikinci çeyrek projeksiyonlarında yatırımcıları şaşırtarak, bu büyüklükteki şirketlerde görmediğimiz şekilde, beklentilerin çok üzerinde bir gelir büyümesi beklentisi paylaştı. Bu da yatırımcıların kör noktalarına aldıkları ve öngörüp fiyatlayamadıkları önemli bir dinamiğin ortaya çıktığını gösterdi. Şirketin cirosu senelik bazda gerilemiş olsa da, bir önceki çeyreğe göre toparlandı ve %19 arttı. Bu iyiye gidişin hızlanarak devam edeceği mesajı, önümüzdeki çeyrekte cironun \$7,1 milyarlık beklentinin çok üzerinde \$11 milyar (± 2) olarak gerçekleşeceği projeksiyonu ve bir çeyrekteki ani %55'e yakın satış büyümesi beklentisinin arkasındaki dinamiğin yapay zeka uygulamaları olması, yatırımcıları memnun etti.

NVIDIA CORP	Q1 2023			Q2 2023		Q1 2022	
	Gerçekleşen	Beklenti	%	Beklenti	%	Gerçekleşen	%
Hasılat (milyon USD)	\$7.192,00	\$6.515,11	10,39%	\$11.023,79	53,28%	\$8.288,00	-13,22%
Brüt Kar Marjı %	66,80%	66,59%	0,32%	69,94%	4,70%	65,52%	1,95%
FAVOK (milyon USD)	\$3.436,00	\$2.931,44	17,21%	\$5.831,86	69,73%	\$2.246,00	52,98%
Esas Faaliyet Karı (düz - milyon USD)	\$3.052,00	\$2.567,80	18,86%	\$5.688,52	86,39%	\$3.955,00	-22,83%
Net Kar (GAAP - milyon USD)	\$2.043,00	\$1.477,64	38,26%	\$4.043,95	97,94%	\$1.618,00	26,27%
Net Kar (düz - milyon USD)	\$2.713,00	\$2.269,74	19,53%	\$5.076,24	87,11%	\$3.443,00	-21,20%
HBK (düz.)	\$1,09	\$0,92	18,55%	\$2,01	84,50%	\$1,36	-19,85%
HBK (GAAP)	\$0,82	\$0,61	34,74%	\$1,65	101,17%	\$0,64	28,13%

Kaynak: Bloomberg

Şirketin Projeksiyonları	Q1 2023	Q2 2024
Hasılat (milyar USD)	\$6.500,00	\$11.000,00
Brüt Kar Marjı %	66,50%	70,00%

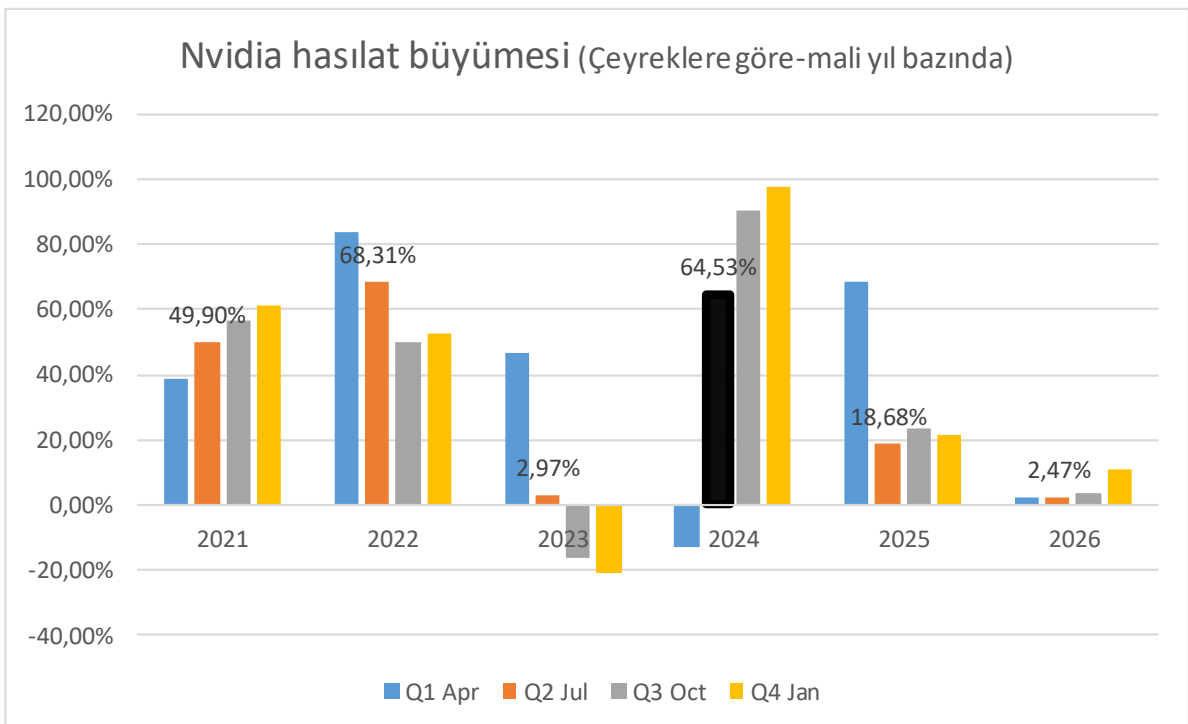
Bu çeyreğin önemli kısmının tamamlanmış olması dolayısıyla projeksiyonların gerçekleşeceğini varsaydığımız zaman, önceki senenin aynı dönemine göre **%64 civarında bir ciro büyümesi, buna karşılık faaliyet giderlerinde oldukça sınırlı sadece %12'lik bir artış**, net karda ise neredeyse 10 kata yakın bir yükseliş ve 2,700bp genişleyen bir brüt kar marjı öngörülmüş oluyor. Böylelikle önceden yapılan ARGE yatırımlarının getirisi ciddi bir kar patlaması ile alırken şirket faaliyet kaldırıcını da efektif bir şekilde kullanıyor.

Nvidia bir sonraki \$1 trilyonluk şirket olma yolunda...

Bu çok olumlu beklentilerin özellikle yatırımcıların büyük ümitlerle sarıldıkları yapay zeka teması etrafında gerçekleşmesi de, bilanço sonrasında beklentilerin hızla satın alınmasına ve hisselerin %30 civarında yükselmesine neden oldu. Böylelikle bilanço sonrasında **Nvidia piyasa değerine bir günde \$184 milyar ekledi** ve bir sonraki \$1 trilyon piyasa değerine sahip şirket olmaya çok yaklaştı. Bir günlük piyasa değeri değişimi rekorunu \$191 milyar ile Apple ve Amazon elde tutuyorlar.

Peki bu büyüme sürdürülebilir mi?

Aşağıda gösterildiği gibi şirket son 3 çeyrekte yaşadığı senelik bazdaki ciro küçülmesini önümüzdeki çeyrekte aşacak ve sonrasında senenin devamında(şirketin 2024 mali yılı) sağlıklı büyümenin sürmesi bekleniyor. Her ne kadar 2026 senesinde büyümenin ciddi şekilde hız kaybedeceği düşünülse de, bu yeni teknolojinin henüz nereye evrileceğini kestirmek güç ve buradaki tahminlerin ciddi yanılma payları olacaktır. Ancak **yatırımcıların spekülasyon beklentilerin çok yoğun olduğu bir alanda, kredibilitesi çok yüksek bir şirketten gelen öngörülebilirliğe yüksek kıymet atfetmeleri doğal** ve son dönemde gördüğümüz gibi şirketin değerlendirme çarpanları, yaratacağı büyüme beklentilerine göre dahi çok yüksek seviyelere tırmanmış ve çok optimist beklentiler hissede fiyatlanmış durumda.



Nvidia'nın gelir kaynakları...

Şirketin kurucusu ve CEO'su Jensen Huang, bilgisayar dünyasının iki tane büyük değişimden geçtiğini ve bunların **yapay zeka ve hızlandırılmış bilgi işlem** olduğunu belirtti. Bu dönüşümün global bazda veri merkezlerinde **\$1 trilyonluk bir altyapı yenilemesi** demek olduğuna değinen Huang, aslında Nvidia'nın bu transformasyonun orta noktasında yer alması dolayısıyla şirketin önümüzdeki senelerdeki önemli büyüme potansiyeline dikkat çekti. H100, Grace CPU, Grace Hopper Superchip, NVLink, Quantum 400 InfiniBand ve BlueField-3 DPU gibi ürünlerle veri merkezleri pazarında çok geniş bir ayak izine sahip olan Nvidia'nın, ani artan talebi karşılamak için üretim kapasitesini arttırdığına da değinildi.

Veri merkezleri, Nvidia'nın yakın gelecekteki en önemli büyüme dinamosu olmaya devam edecek gibi görünüyor. Şirketin gelirleri her ne kadar son çeyrekte gerilemiş olsa da, veri merkezi gelirleri \$4,28 milyar ile rekor seviyeye tırmandı ve senelik %14, bir önceki çeyreğe göre de %18 büyüme kaydetti. Nvidia Google, Amazon, Microsoft ve Oracle gibi devlerle veri merkezlerine yönelik ürün tedariki konusunda anlaşmalar yaparken, Medtronic ile yapay zeka odaklı bir tıbbi cihaz platformu oluşturmak, ServiceNow ile üretici yapay zeka yardımıyla şirketlerin iş akışlarını daha verimli hale getirmek üzere çalışıyor.

Oyun gelirleri Nvidia'nın şu anki en büyük ikinci gelir kalemi ve bu alanda senelik %38 ciro düşüşüne karşılık aylık bazda bir toparlanma ve %22'lik bir artış var. Bu alan tüketim harcamalarına en hassas hareket eden döngüsel bir alan. Nvidia'nın son dönemde odağını biraz daha farklı alanlara çevirmiş olması ve gaming tarafındaki yeni ürünlerinin oldukça pahalı fiyatları kullanıcılar tarafından tepki çekmiş durumda. Bu eleştirilere CEO Huang, artık Moore Yasası'nın eskisi gibi işlemediğini ve maliyet artışlarının istenen fiyat/performansı sağlayamayabileceği yorumlarını yaparken, önümüzdeki dönemde giderek bu alan gelirler içerisinde daha az yer tutabilir. Nitekim şirketin **grafik alanındaki operasyonel kar marjı(%32,6), network ve işlemci alanının(67,4) yaklaşık yarısı.**

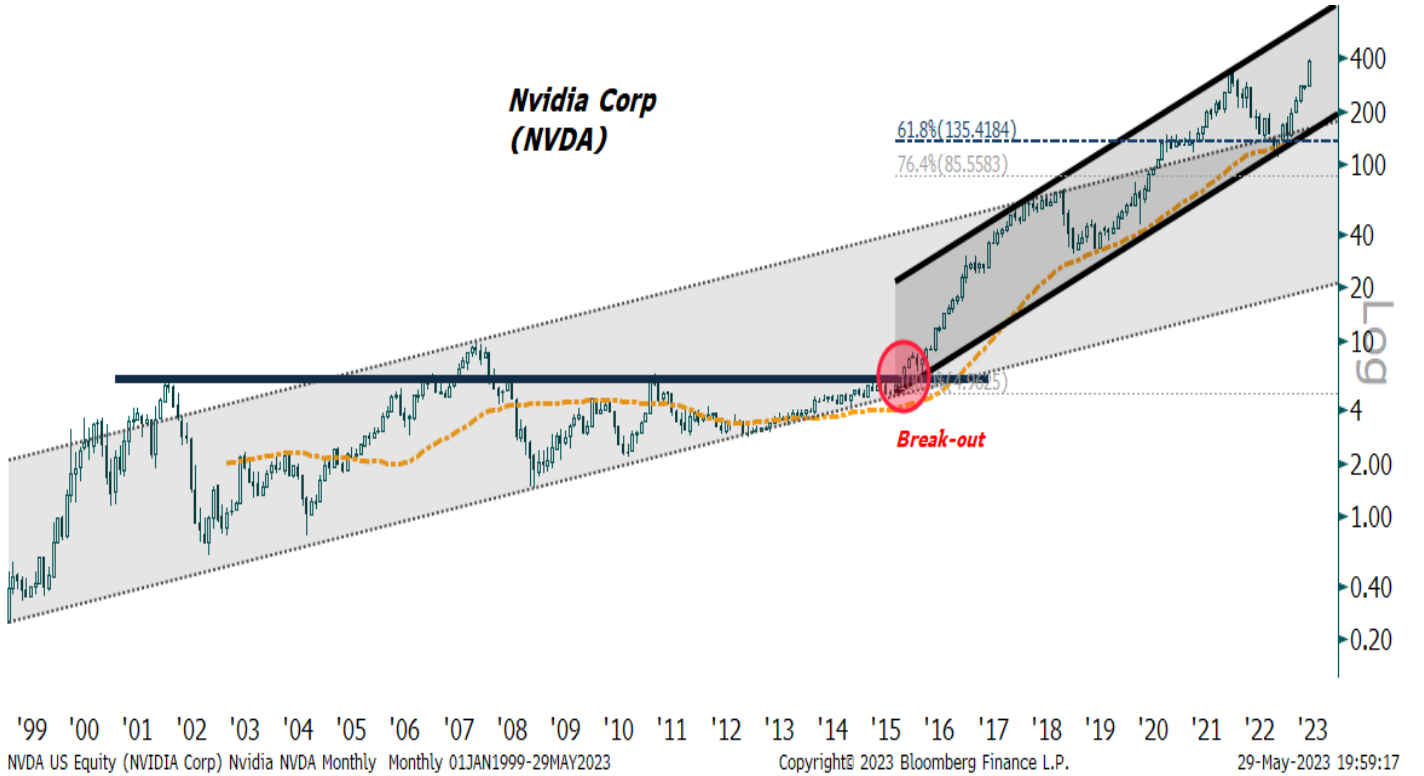
Otomotiv ve şirketin kişisel görselleştirme olarak tanımladığı aslında metaverse odaklı ürünlerin bulunduğu her iki alan da toplam satışların yaklaşık %4'erlik kısımlarını oluşturdukları için henüz önemli bir katkıları bulunmuyor. Ancak özellikle **otomotiv tarafındaki senelik bazda %114 büyüme** dikkat çekici ve önümüzdeki dönem için otonom sürüş alanında gelişmelerin hızlanması, Nvidia'ya burada da önemli bir büyüme alanı açabilir. Nvidia'yı cazip kılan çok önemli bir faktör, son pazarda yaşanan gelişmelerin ivmelenmesinin şirketin karına çok hızlı yansiyabilmesi ki, bunu bu çeyrekte yapay zeka tarafında gördük.

Her şirketin bir yapay zeka fabrikası mı olacak... Huang geçtiğimiz günlerde Taiwan'daki konuşmasında şirketin yapay zekada yakaladığı avantajı ve dominant pozisyonu genişletmeye ve paraya çevirmeye devam edeceğini gösterdi. Şirketin piyasaya süreceği robotik dizayn, reklam servisi, yeni bir yapay zeka destekli super bilgisayar platformu(DGX GH200) gibi bir çok yeni ürüne değinildi. Burada oldukça ilgi çeken bir konu da, gelecekte kodlamanın yapay zeka ile kolaylaşması ile her büyük şirketin bir tane yapay zeka fabrikası olacağı ve Nvidia'nın platformlarının yardımıyla şirketlerin kendi kodlamalarını ve yapay zeka ürünlerini yaratacağını öngörüyüdü.

Nvidia hala uzun vadede çok gelecek vaad eden bir şirket, ancak oldukça pahalı...

Yukarıda bahsettiğimiz gibi Nvidia'nın büyüme yaratacağı alanlar sadece yapay zeka ile sınırlı değil ve biz **orta/uzun vadede Nvidia'yı en çok beğendiğimiz hisseler arasında tutmaya devam ediyoruz**. Dolayısıyla şirkete inanan uzun vadeli yatırımcıların hisseyi tutmaya devam etmeleri mantıklı olacaktır. Nitekim **uzun vadeli grafikler de \$600 gibi seviyelere doğru** hissede yükselişin devam edebileceğini düşündürüyor.

Ancak daha kısa vade odaklı yatırımcılar için bu seviyelerde hissede alım yapmak önemli riskleri de beraberinde getiriyor. Her ne kadar Nvidia arkasına çok önemli bir spekülasyon rüzgarı almış olsa da, kısa vadeli oyuncuların piyasa koşullarının nasıl şekilleneceği göz önüne almaları gerekiyor. Yumuşak iniş senaryosuna inanan, FED'in yakın vadede faizleri aşağıya çekeceğini düşünen yatırımcılar için Nvidia yapay zeka rüzgarının sağladığı momentumla beraber yeni yüksek seviyelere tırmanabilir. Ancak hissede son dönemde yaşanan yükselişle değerlemelerin ciddi şekilde şişmiş olması ve faizlerin yüksek, finansal koşulların sıkı kaldığı bir ortamı göz önüne aldığımızda **yeni pozisyonlar için \$350 seviyelerine bir geri dönüş beklemek** ve yapay zeka momentumunu daha farklı hisselerde değerlendirmek daha mantıklı olabilir.

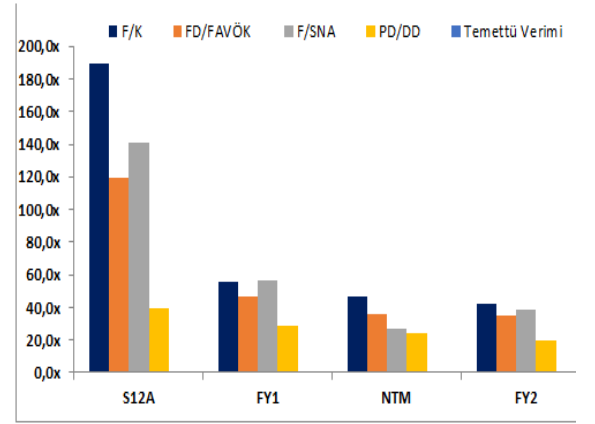


Nvidia, yapay zeka konusunda somut gelir üretme projeksiyonu veren ilk dev teknoloji şirketi olması dolayısıyla hisseye çok ciddi bir ilgi var ve şirket gerek endekslere, gerek benzerlerine ve gerekse de mega-cap teknoloji şirketlerine göre çok pahalı değerlemelerle işlem görüyor. Şirketin büyüme profilini göz önüne aldığımızda **Nvidia'nın 2022-2027 seneleri arasında satışlarını senelik ortalama %20 üzerinde arttıracığı** ve bunun da net kara yukarıda bahsettiğimiz operasyonel kaldırıcının etkisi ile olumlu yansıyarak şirketin net karını %30 civarında büyüteceği fiyatlanıyor.

Nvidia'nın önümüzdeki 5 sene satışlarında ortalama bileşik %20, net karında %30 büyüme yaratacağı fiyatlaması, şirketin ayak izini genişlettiği alanlardaki dominant pozisyonunu göz önüne aldığımızda çok da ulaşılmaz değil ve bazı görüşlere göre konservatif bile olabilir. Ancak bu noktada **gelecekte yaratılacak net kara ve nakit akımına atfedilen değer, sıkı finansal koşullar göz önüne alındığında oldukça pahalı** ve büyüme odaklı değer yatırımcılarını ürkütebilecek seviyelerde (189x S12A Fiyat/Kazanç, 37x S12A Fiyat/Satış). Daha agresif büyüme odaklı yatırımcılar ise, şirketin 31/01/2024'de bitecek mali yıl sonu üreteceği kar beklentisine göre 55,5x ileri F/K ve 46x ileri FD/FAVÖK çarpanlarını daha makul karşılama eğilimindedir. Burada tabii ki, yapay zeka gibi yepyeni bir alanının nereye evrileceğini fiyatlama çabasının yarattığı belirsizlik, yatırımcılar arasında ciddi bir ayrışmaya neden oluyor.

Değerleme Çarpanları	S12A	FY1	NTM	FY2
F/K	189,1x	55,5x	46,7x	42,1x
FD/FAVÖK	119,4x	46,5x	35,5x	35,3x
F/SNA	141,2x	56,8x	26,6x	38,4x
PD/DD	39,3x	28,6x	24,5x	19,7x
Temettü Verimi	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
F/Satış	37,2x	24,2x	20,7x	18,8x
Serbest Nakit akışı verimi	0,53%	1,55%	1,83%	2,04%
Özsermaye getirisi	28,75%	52,92%	44,04%	46,60%
Yeniden yatırım oranı	17,29%	53,30%	53,46%	47,97%
CAPEX/Amortisman	1,98%	0,90%	0,92%	1,04%
R&D/Satış	29,87%	21,20%	20,31%	19,79%

Kaynak: Bloomberg



Net net baktığımızda; biz uzun vade odaklı yatırımcıların Nvidia'nın büyüme potansiyelinin devam ettiğini göz önüne alarak pozisyonlarını tutmalarının, kısa vadeli trade odaklı yatırımcıların ise yapay zeka heyecanını daha makul çarpanlarla değerlendirilen diğer hisselerde değerlendirmelerinin ve Nvidia'da yukarıda bahsettiğimiz seviyelere bir geri çekilme beklentilerinin daha makul olacağını düşünüyoruz.

Yapay zekaya yatırım konusunda dikkatli olunmalı....

Yeni ve yıkıcı bir teknolojinin evrimi sırasında kazananı/sektörü domine edecek şirketi bulmak çok güç...

Bunu denemek yerine, bu şirketlere hizmet verenlere yatırım yapmanın daha makul bir strateji olabileceğini unutmamak gerekiyor. Buna yakın bir örnek olarak 1850'lerde California'da yaşanan altına hücum çılgınlığı verilebilir. O dönemde altın aramak için bölgeye hücum edenlerin önemli kısmı sermayelerini kaybederlerken, bu aşırıktan karlı çıkanlar genellikle altın arayanlara alet, edevat ve giysi satanlar olmuştu. Bu benzerlik aslında **"AI Gold Rush"** deyimi ile yapay zeka için de son dönemde sıklıkla kullanılmaya başlandı.

Burada da yapay zeka uygulamalarını paraya çevirmeye çalışacak bir çok irili ufaklı donanım ve yazılım şirketi göreceğiz. Bunlardan hangilerinin uzun vadede kazandıracağını görebilmek oldukça güç ve **bir çok ufak/orta ölçekli şirket muhtemelen büyük bir heyecan ve hikaye ile ortaya çıkıp, sermaye piyasalarından fonlama olarak (her ne kadar finansal koşullar iki sene önce olduğu gibi rahat olmasa da) bir kaç sene içerisinde kaybolacaklardır.**

Makul bir yatırımcı için bu kadar belirsizliğin içerisinde kazanan şirketleri bulma yolunda, bilinmeyen bilimeyenleri tahmin etmeye çalışarak ufak şirketlerle spekülasyon yapmak ve yatırımlarını on katına çıkarmak gibi beklentilerde olmak yerine, daha öngörülebilir bir büyüme patikası sunan ve bu alanlara uzun süredir büyük yatırımlar yapan şirketlere yönelmek daha mantıklı olacaktır.

Nitekim altına hücumun da kazananları, ya bu alanda önceden tecrübe sahibi olan büyük sermaye sahipleri veya buraya hücum eden geniş kitlelere yardımcı ürünler satan şirketler olmuştur.

- Burada yapay zekanın gelişimine en büyük yatırımları yapan dev şirketler arasında Google'ı beğendiğimize önceki raporlarda ([Google](#)) değinmiştik. **Google giriş bariyerleri çok yüksek bir alanda önemli bir ilerleme kaydetmesinin yanı sıra, bu alandaki gelişmeleri koruma duvarı zaten çok yüksek olan kendi ürün ve servislerini ve gelir kaynaklarını daha da geliştirmek için kullanıyor.** Dolayısıyla büyüyen bir yapay zeka pastasından Google'ın önemli bir pay almaya devam edeceğini öngörebiliriz ve şirket halen büyük teknoloji hisseleri arasında makul çarpanlarla işlem görüyor.
- **Yapay zekaya yönelik donanım tarafında son dönemde Nvidia ile artan ilgi, yazılım tarafında da devam edecektir.** Önümüzdeki dönemde **Google, Meta ve Microsoft** gibi şirketlerin yanı sıra; **Salesforce.com, Workday, ServiceNow, Adobe** gibi şirketlerin de bu rüzgardan faydalandıklarını görebiliriz.
- Yapay zeka aktivitesinin hızlanmasından fayda gören tedarikçilere yatırım yapmanın mantıklı bir strateji olduğuna değinmiştik. Altyapı konusunda bu şirketleri destekleyen en önemli donanım, **Nvidia, Marvell, AMD** gibi şirketlerin dizayn ettiği ve çoğunlukla **Taiwan Semiconductor Manufacturing** gibi şirketlere ürettirdikleri gelişmiş GPU'lar. Bunun yanı sıra da veri merkezlerinde altyapı harcamalarının hızlanacağını öngörüsüle Arista Networks gibi donanım şirketlerinde de cazip yatırım fırsatları ortaya çıkmış olabilir. Ancak bu şirketleri değerlendirirken yatırımcıların ne kadar ileri yönelik büyümenin hisselerde fiyatlandığını göz önüne almaları ve büyüme profiline göre değerlemeleri çok talepkar olmayan şirketlere yönelmeleri bu piyasa koşullarında önemli olacaktır.

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 tecrübeye 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, iştiraklerini 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.