

**Nvidia'dan mükemmele yakın bir bilanço geldi...**

Bilanço sezonunun en çok merak edilen ve S&P 500 endeksinin üçüncü çeyrekte kar büyümesine en büyük etkiyi yapacak olan Nvidia'nın bilançosu dün geldi ve şirket beklentilerin oldukça üzerinde çok güçlü rakamlar açıkladı. Toplam **satışlar bir önceki senenin aynı dönemine göre %206** bir önceki çeyreğe göre ise %34 artarken, \$16,02 milyarlık beklentinin oldukça üzerinde \$18,12 milyar seviyesinde gerçekleşti. **Hisse başına net kar bir önceki seneye göre yaklaşık 6 katına çıkarken**, çeyrek bazında ise %49 büyüme vardı. Düzeltilmiş hisse başına kar rakamı da \$4,02 ile \$3,36'lık beklentinin oldukça üzerindeydi.

Böylelikle şirket, yüksek katma değerli ürünlerin satışındaki artış ve ölçek ekonomisinin etkisi ile **brüt marjını %53 seviyesinden %74'lere**, net kar marjını da %11 seviyelerinden %51'e yükseltti. Burada bir önceki çeyreğe göre de brüt marjdaki 400bp genişleme dikkat çekiciydi. Projeksiyonlara baktığımızda da senenin son çeyreği için şirket \$20 milyar satış beklentisi paylaşıırken (%231 büyümeye tekabül ediyor), bu rakam da \$18 milyar etrafında kümelenen beklentilerin oldukça üzerindeydi. Kısacası Nvidia, bir "beat and raise" yani açık ara beklentilerin üzerine çıktığı ve kar ve satış projeksiyonlarını daha da yukarıya taşıdığı, kusur bulması güç bir bilanço açıkladı.

NVIDIA Corp Finansallar	Gerçekleşen			S12A	Beklentiler
	30.10.2022	30.07.2023	29.10.2023	29.10.2023	29.01.2024
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>5.931,0</b>	<b>13.507,0</b>	<b>18.120,0</b>	<b>44.870,0</b>	<b>19.143,7</b>
Büyüme YoY	(16,5%)	101,5%	205,5%	57,1%	216,4%
Büyüme QoQ	(11,5%)	87,8%	34,2%		5,6%
<b>Brüt Kar</b>	<b>3.177,0</b>	<b>9.462,0</b>	<b>13.400,0</b>	<b>31.343,0</b>	<b>14.139,4</b>
Büyüme YoY	-31,40%	224,60%	321,78%	89,70%	268,89%
<b>FAVÖK</b>	<b>1.056,0</b>	<b>7.232,0</b>	<b>10.789,0</b>	<b>22.341,0</b>	<b>12.012,6</b>
Büyüme YoY	(65,0%)	682,7%	921,7%	921,7%	591,6%
<b>Esas Faaliyet Karı (FVÖK)</b>	<b>601,0</b>	<b>6.800,0</b>	<b>10.417,0</b>	<b>20.614,0</b>	<b>11.894,9</b>
Büyüme YoY	-77,50%	1262,73%	1633,28%	247,15%	846,29%
<b>Net Kar (GAAP)</b>	<b>680,0</b>	<b>6.188,0</b>	<b>9.243,0</b>	<b>18.888,0</b>	<b>9.572,6</b>
Net Kar Düz.	1.456,0	6.740,0	10.020,0	21.647,0	
<b>Hisse başı net kar (GAAP)</b>	<b>0,27</b>	<b>2,48</b>	<b>3,71</b>	<b>7,6</b>	<b>3,8</b>
<b>Hisse başı düzeltilmiş net kar</b>	<b>0,58</b>	<b>2,70</b>	<b>4,02</b>	<b>8,69</b>	<b>4,18</b>
Büyüme YoY	(72,2%)	853,8%	1.274,1%	222,6%	570,2%
Büyüme QoQ	13,7%	147,7%	48,9%		
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>53,6%</b>	<b>70,1%</b>	<b>74,0%</b>	<b>69,9%</b>	<b>73,9%</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>17,8%</b>	<b>53,5%</b>	<b>59,5%</b>	<b>49,8%</b>	<b>62,7%</b>
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>10,1%</b>	<b>50,3%</b>	<b>57,5%</b>	<b>45,9%</b>	<b>62,1%</b>
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>11,5%</b>	<b>45,8%</b>	<b>51,0%</b>	<b>42,1%</b>	<b>50,0%</b>

Kaynak: Bloomberg

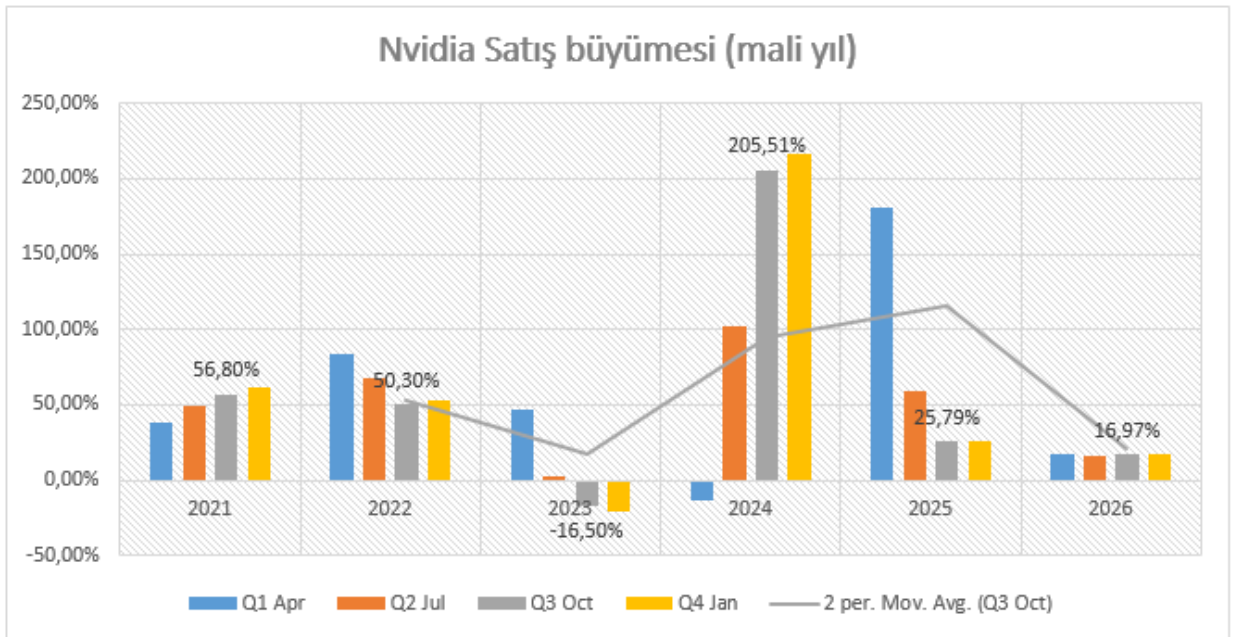
### Veri merkezleri ve cloud operatörleri şirketin büyüme dinamosu...

Veri merkezleri gelirleri yine şirketin büyüme dinamosu olmaya devam ederken, bu alanda şirket \$14,51 milyar ciro (%279 büyüme) ile \$12,97 milyar beklentinin çok üzerinde bir rakam açıkladı. Buradaki gelirlerin yaklaşık yarısının Amazon, Microsoft, Google gibi dev bulut bilişim servis sağlayıcılarından gelmesi, şirket için uzun vadede bir **gelir konsantrasyonu riski yaratmış** olsa da, bu noktada rekabet baskısının sınırlı olması yatırımcıların bu riski göz ardı ederek büyümeye odaklanmalarına neden oluyor.

### Sağlıklı kar marjları ve büyüme ivmesi, şirketin rekabet üstünlüğünün göstergesi...

Nvidia'nın kar marjlarının açılmaya devam etmesi, şirketin sektör içerisindeki dominant konumunun, **fiyatlama gücünün ve rekabet üstünlüğünün açık bir göstergesi idi**. Şirket son derece rekabetçi ve dinamik bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen, sağlıklı marjlarla çok yüksek büyüme kaydediyor. Her ne kadar AMD, Marvell gibi çip üreticileri yüksek işlem kapasitesine sahip GPU'lar üreterek Nvidia'ya rakip olmaya çalışsalar da, Nvidia yapay zeka hızlandırıcıları olarak tanımlayabileceğimiz alanda %80 üzerinde olduğu tahmin edilen piyasa payını koruyor ve büyük talep bulan H100'den sonra yeni çıkarttığı GH200 gibi çiplerle de bu payı koruma altında tutmaya devam edeceğini gösteriyor. Nvidia, bir sonraki çeyrek için brüt marj projeksiyonunu %74,5 olarak açıklarken, marjlarını korumaya hatta açmaya devam edeceğinin de işaretini verdi.

**Nvidia sektör içerisinde liderliğini sürdürse de, sektörün ne kadar genişlemeye devam edeceği** ve şirketin büyüme performansın ne kadar sürdürülebilir olduğu, yatırımcıların odaklandıkları en önemli kaygı nedeni haline gelmiş durumda. Nitekim bize göre hissenin bilanço sonrasındaki zayıf performansının ana sebebi de, şirket özelindeki performans değil, yapay zekaya yönelik belirsizlik ve endişelerdi.



Mali yıl	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Satış büyümesi	52,73%	61,40%	0,22%	109,78%	52,87%	18,65%

### Hissenin bilanço sonrası zayıf performansının nedeni...

Mükemmele yakın bir bilanço sonrasında Nvidia hissesinin kapanış sonrasındaki seansta ilk etapta %6'ya yakın gerilemesi, sonrasında yataya yakın hafif ekside kapanması yatırımcılarda kafa karışıklığına neden olurken, önümüzdeki çeyreğe yönelik büyüme beklentisinin aslında daha yüksek olduğuna ve büyüme konusunda yatırımcıların tatmin olmadığına dair yorumlar görüyoruz.

Ancak bize göre bilanço rakamlarına yatırımcıların olumsuz tepkisinin arkasında, **yapay zeka alanına büyük yatırımlar yaparak Nvidia'nın çiplerini adeta kapışarak alan bir çok şirketin bu alandan satış ve kar büyümesi yaratmakta zorlanmaları ve bu yatırımları nasıl kara dönüştürecekleri konusunda net bir patika ortaya koyamamaları idi. Bu da Nvidia'nın büyümesinin orta vadede sürdürülebilir olmayabileceği kaygılarını** doğururken, şirketin Çin piyasasında büyüme potansiyelinin politik adımlarla daraltılması, bu endişeleri alevlendirdi. Nvidia Çin piyasasına özel farklı çipler tasarlasa da, bu konu şirkete maliyet anlamında ekstra bir yük getirecektir ve R&D ve tedarik zinciri tarafında maliyetleri arttırarak ileriki dönemlerde marjlar üzerinde baskıya neden olacaktır. Ancak 4.çeyrekte zaten Çin satışlarında ciddi bir düşüş beklenmesi ve diğer alanların burayı kompanse edecek olması, kısa vadede bu etkinin sınırlı fiyatlanmasına yol açacaktır.

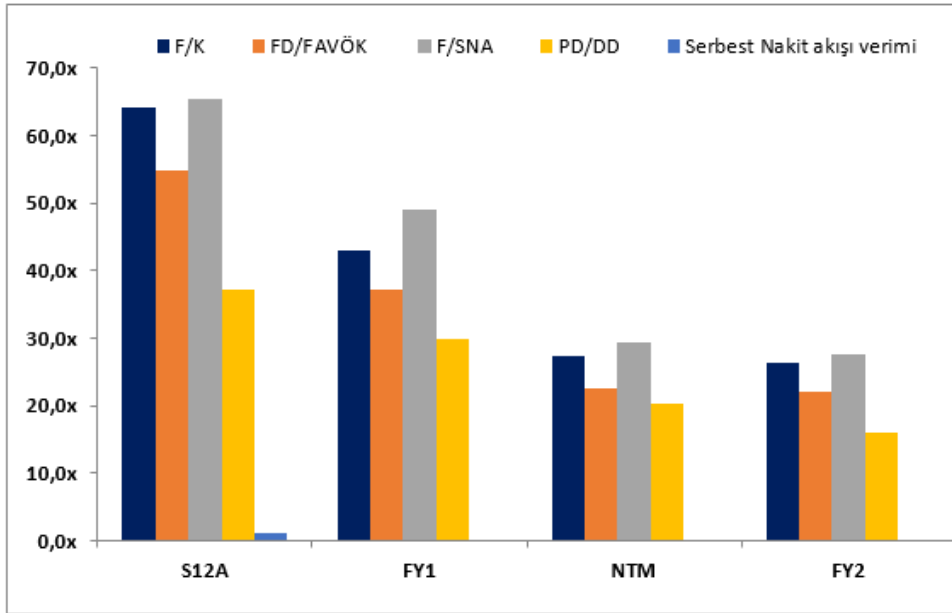
Burada bilanço öncesinde beklentilerin çok yüksek olması ve hissenin 2024 senesindeki çok güçlü performansı da bilançoya tepkinin sınırlı olmasına neden olarak gösterildi. Nvidia sene başından bu yana %242 yükselerek, S&P 500 endeksinden %222, SOX çip endeksinden %195 daha iyi bir getiri sağlamış durumda. Ancak hissenin yükselişinin arkasındaki nedenlere baktığımızda, burada hikaye bazlı spekülasyon beklentilerden çok şirketin gerçekleştirdiği kar ve satış büyümesinin rakamlara ve gelecek beklentilerine yansımının ön plana geldiğini görüyoruz. Dolayısıyla **Nvidia'nın yükselişinin arkasındaki spekülasyon faktörleri sınırlı ve hisse neredeyse sene başında işlem gördüğü 2024 sonu kar beklentilerine göre ileri F/K çarpanı ile aynı seviyelerde işlem görüyor.**



### Değerlemeler büyüme profiline göre makul seviyelerde...

Nvidia'nın 2024 senesinde gelirlerini %109,2025 senesinde %53,2026 senesinde ise %19 arttırması beklenirken, şirketin önümüzdeki sene sonunda hisse başına \$11,64, 2025 sonunda \$19,04 net kar açıklayacağı konsensüsü mevcut. Dolayısıyla şirketin bu beklentilerle 2024s ileri F/K çarpanı 42,90 seviyesinde ve son dönemde sergilenen büyüme performansı, ileride yaratılabilecek yeni büyüme alanları ve şirketin faaliyet gösterdiği alanlardaki dominant konumu düşünüldüğünde bu çarpan yüksek değil. Biz önümüzdeki dönemde yapay zeka yatırımlarının canlı kalmaya devam etmesi ve büyük cloud operatörlerinin bu alanda yarattıkları katma değer in daha somut hale gelmesi ile, Nvidia'nın iyi senaryoda 2026 ve ötesinde fiyatlanandan çok daha yüksek kar ve nakit akımı yaratabileceğini ve piyasa oyuncularının bu noktada optimist senaryoları yeterince fiyatlamadıklarını düşünüyoruz.

Çarpanlar	S12A	FY1	NTM	FY2	5 sene ort.
F/K	64,1x	42,9x	27,3x	26,2x	40,9x
FD/FAVÖK	54,9x	37,3x	22,6x	22,2x	33,1x
F/SNA	65,5x	49,1x	29,4x	27,6x	34,6x
PD/DD	37,1x	29,8x	20,3x	15,9x	34,8x
F/Satış	27,5x	21,8x	14,8x	14,3x	8,7x



### Uzun vadede Nvidia hala en büyük potansiyel gördüğümüz teknoloji şirketleri arasında...

Nvidia yapay zekanın yanı sıra, nesnelere interneti, bulut bilişim, makina öğrenimi, gelişmiş algoritmalar, veri analitiği, otonom sürüş gibi gelecekte daha da dominant olabilecek **bir çok teknolojinin kesişiminde yer alabilecek ve yüksek performanslı bilişim ve hesaplamanın ön planda olduğu her alanda rekabetçi olabilecek bir şirket**. Dolayısıyla orta/uzun vadede şirketin yatırımcılarına endeks üzerinde oldukça tatminkar bir getiri sağlayacağını ve Nvidia'nın büyüme odaklı portföylerde mutlaka yer verilmesi gereken bir hisse olduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

### **Kısa vadede hissede endeksin seyrine paralel hareketler görebiliriz...**

Kısa vadede ise hissenin genel piyasa koşullarına paralel bir miktar yüksek volatilité ile seyrettiğini görebiliriz. Dolayısıyla Kasım ayındaki hızlı yükseliş sonrasında endekslerin bir miktar konsolide olma çabası ve kritik dirençleri aşmakta zorlanmaları, Nvidia hissesinde de bilanço sonrasında bir atalet yaratabilir. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi burada yatırımcıların kaygıları, Nvidia'nın iş planının efektif bir şekilde uygulamasından çok, yapay zekanın şirketlerin gelirlerine somut etkisine yönelik olması dolayısıyla, kısa vadede teknoloji endekslerinin performansları hisse performansını etkileyecek en önemli faktör olarak şekillenebilir.

Orta vadede ise biz yatırımcıların hisseyi tutmaya devam etmelerini ve hissede \$450, \$400 gibi seviyelere doğru yaşanabilecek olası geri çekilmeleri alım fırsatı olarak kullanmalarını öneriyoruz. Burada sene sonuna kadar endekslerin güçlü kalması, hissede geri çekilmelerin de sınırlı olmasına neden olacaktır. Ancak önümüzdeki aylarda özellikle de 2024 senesinin ilk yarısında hisse senetlerinde görebileceğimiz düşüşler, Nvidia'da çok cazip uzun vadeli alım fırsatları doğuracaktır.



#### 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.