

**Microsoft Corp. (MSFT):**

Microsoft, software odaklı tahmin edilebilir ve tekrar eden gelirlerinin yarattığı defansif karakterinin yanı sıra, bulut bilişim ve oyunlar gibi seküler büyüme alanlarındaki güçlü ayak izini de göz önüne aldığımızda, bizim dev teknoloji şirketleri arasında en beğendiğimiz şirket. Dijital transformasyondan en çok fayda gören şirketlerden bir tanesi olan Microsoft, dev büyüklüğüne rağmen sağlıklı ve istikrarlı büyüme ivmesini ve kar marjını sürdürebilmesi ve faaliyet gösterdiği alanlardaki dominant ayak izi dolayısıyla bize göre primli değerlemeleri hak eden, uzun vadeli cazip bir yatırım.

**Microsoft'un bilançosunda bir sürpriz yok ve şirket güçlü birinci çeyrek rakamları açıkladı...**Rakamlara ilk piyasa tepkisi sınırlı olsa da, bugün seans öncesi olumlu bir seyir görüyoruz. Sene başından bu yana %20'ye yakın gerilemiş olan hissede önümüzdeki dönemde piyasalardaki türbülansın da etkisi ile **aşağı hareketlerin devam etmesi, bize göre uzun vadeli yatırımcılar için cazip alım fırsatları yaratacak.**

**Şirket sağlıklı büyüme ivmesini devam ettiriyor...** Microsoft son çeyrekte gelirlerini bir önceki senenin aynı dönemine göre %18 arttırarak \$49,36 milyar seviyesine çıkarttı.Faaliyet karını %19 arttırarak \$20,4 milyar seviyesine, net karını da %8 büyüterek \$16,7 milyar seviyesine getirdi.Hisse başına net kara baktığımızda tek haneli bir büyüme(%9) görüyoruz. Ancak bir seferlik etkileri çıkarttığımız zaman, sulandırılmış hisse başına net kar %14 büyümüş durumda. **\$2 trilyon üzerinde piyasa büyüklüğüne sahip bir şirket için biz Microsoft'un %20 civarında büyüme ve %30 üzerinde kar marjını sürdürebilmesini çok cazip buluyoruz.**

Milyon USD	3 Aylık Dönem Sonu 31 Mart			9 Aylık Dönem Sonu 31 Mart		
	2022	2021	%	2022	2021	%
Gelirler						
Ürün	17.366	16.873	2,92%	54.776	52.136	5,06%
Servis ve Diğer	31.994	24.833	28,84%	91.629	69.800	31,27%
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>49.360</b>	<b>41.706</b>	<b>18,35%</b>	<b>146.405</b>	<b>121.936</b>	<b>20,07%</b>
Satışların Maliyeti						
Ürün	4.584	4.277	7,18%	14.707	13.932	5,56%
Servis ve Diğer	11.031	8.768	25,81%	31.514	24.309	29,64%
Toplam	15.615	13.045	19,70%	46.221	38.241	20,87%
<b>Brüt Kar</b>	<b>33.745</b>	<b>28.661</b>	<b>17,74%</b>	<b>100.184</b>	<b>83.695</b>	<b>19,70%</b>
R&D	6.306	5.204	21,18%	17.663	15.029	17,53%
Satış ve Pazarlama Giderleri	5.595	5.082	10,09%	15.521	14.260	8,84%
Genel Yönetim Giderleri	1.480	1.327	11,53%	4.151	3.585	15,79%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>20.364</b>	<b>17.048</b>	<b>19,45%</b>	<b>62.849</b>	<b>50.821</b>	<b>23,67%</b>
Diğer	-174	188	-192,55%	380	876	-56,62%
Vergi öncesi kar	20.190	17.236	17,14%	63.229	51.697	22,31%
Vergi provizyonU	3.462	1.779	94,60%	7.231	6.884	5,04%
<b>Net Kar</b>	<b>16.728</b>	<b>15.457</b>	<b>8,22%</b>	<b>55.998</b>	<b>44.813</b>	<b>24,96%</b>
Pay Başına Kar/Zarar						
Basit	2,23	2,05	8,78%	7,46	5,93	25,80%
<b>Sulandırılmış</b>	<b>2,22</b>	<b>2,03</b>	<b>9,36%</b>	<b>7,41</b>	<b>5,88</b>	<b>26,02%</b>
Brüt Marj	68,37%	68,72%	-0,52%			
Operasyonel Marj	41,26%	40,88%	0,93%			
Net Kar Marjı	33,89%	37,06%	-8,56%			

**İlk çeyrekte gelir ve kar rakamları beklentilerin de üzerinde geldi...** Beklentilere göre açıklanan rakamlara baktığımızda, şirketin beklentilerin bir miktar üzerinde gelir ve kar rakamları açıkladığını görüyoruz. Burada yatırımcılar önceki çeyreklerde olduğu gibi beklentilerin daha büyük bir marjla aşılmasını beklemiş olabilirler, nitekim son üç senedir ilk defa bu çeyrekte şirket beklentileri bu kadar az bir fark ile aşabildi. Ancak önceki sene pandemi sonrası ekonomik aktivitenin hızlandığını ve baz etkisinin yüksek olduğunu göz önüne almamız gerekiyor. Sonraki çeyreğe yönelik projeksiyonlar da \$52,8 milyarla (%14 büyüme) beklentilere yakındı.

Microsoft (MSFT) milyar USD	Q1 2022 (Gerçekleşen)	Q1 2022 (Beklenti)	%
	03/31/2022		
Satışlar	\$49,36	\$49,04	↑ 0,65%
FAVOK	\$24,13	\$23,77	↑ 1,51%
Operasyonel kar	\$20,36	\$20,03	↑ 1,65%
Net Kar	\$16,73	\$16,50	↑ 1,39%
Hisse başı net kar	\$2,22	\$2,18	↑ 1,83%

Kaynak: Bloomberg ve şirket verileri

### Gelir kırılımına baktığımızda, Microsoft faaliyetlerini üç ana iş koluna ayırıyor...

**Akıllı Bulut:** Azure platformu, server gelirleri, veri merkezi ekipmanları, Nuance gibi cloud odaklı software uygulamalarını ve Visual Studio ve Github gibi platformları da içerisine alıyor.

**İş Uygulamaları:** İş yerlerinde kullanılan ve kurumsal hayata dair uygulamaları kapsayan Office 365, Skype, Teams ve CRM uygulamalarını ve LinkedIn gibi platformlardan oluşuyor.

**Kişisel Bilgi İşlem:** Tüketicilere yönelik ürünleri içerisine alan bu segmentte, Windows lisanslama, Xbox platformu, PC aksesuarları ve arama motoru gelirleri var.

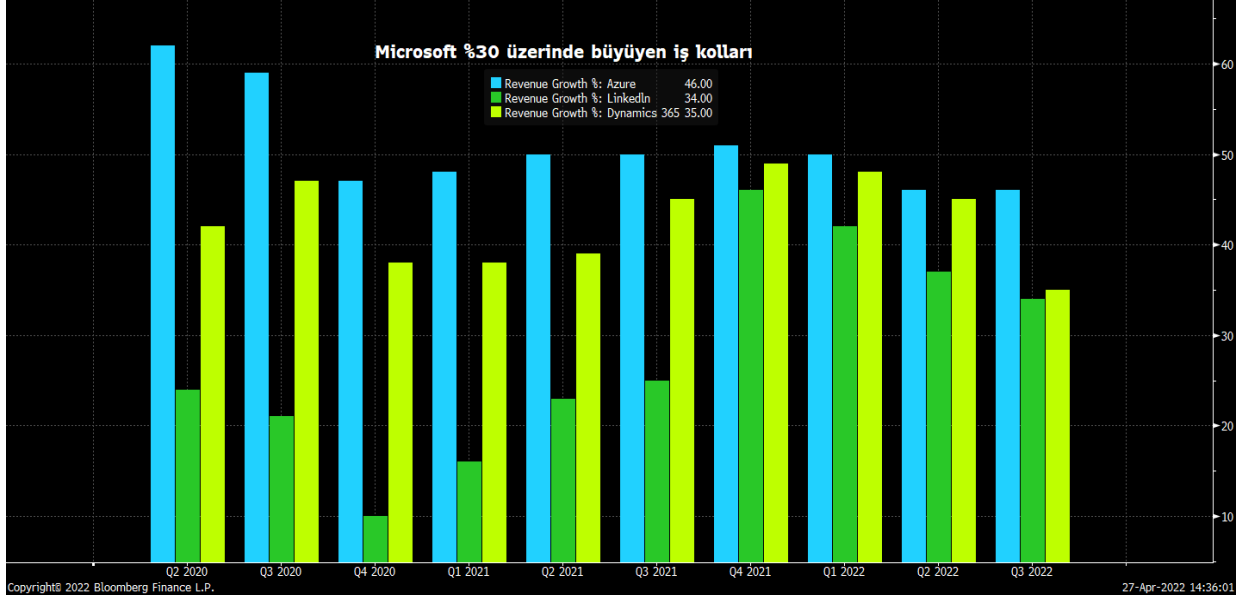
**Microsoft çeşitlendirilmiş gelir kaynaklarının yardımı ile;** Windows ve Office gibi uygulamalarla ekonomideki gelişmelere hassasiyeti daha az olan alanlarından stabil bir nakit akımı sağlarken, Azure platformu ile bulut bilişim, Xbox platformu ile oyunlar gibi seküler büyüme alanlarından ve LinkedIn gibi uygulamalarla da daha döngüsel alanlardan kendisine cazip büyüme fırsatları yaratıyor.

Gelir Kırılımı	Q3-21	Q3-22	%	Toplam gelirdeki pay
İş Uygulamaları	13.552	15.789	16,51%	31,99%
Akıllı Bulut	15.118	19.051	26,02%	38,60%
Kişisel Bilgi İşlem	13.036	14.520	11,38%	29,42%
Toplam	41.706	49.360	18,35%	

Faaliyet Karı Kırılımı	Q3-21	Q3-22	%	Toplam gelirdeki pay
İş Uygulamaları	6.029	7.184	19,16%	35,28%
Akıllı Bulut	6.425	8.281	28,89%	40,66%
Kişisel Bilgi İşlem	4.594	4.899	6,64%	24,06%
Toplam	17.048	20.364	19,45%	

**Bulut bilişim**, bir çok dev teknoloji şirketinde olduğu gibi **Microsoft'un da adeta büyüme dinamosu**. Azure cloud platformundan elde ettiği gelirleri **%46 büyüten** şirket, bu alanda Amazon'un AWS platformunun hemen arkasında, global bazda en büyük ikinci oyuncu. Her ne kadar burada sağlıklı büyüme ivmesi devam etse de, geçen çeyrekte büyümenin hız kaybetmeye başladığını görmüştük, bu trend bu çeyrekte tersine dönmese de sağlıklı büyüme devam etti. Telekonferans sırasında içerisinde bulunduğumuz çeyrekte Azure'un büyümesinde 2 puanlık bir gerileme beklendiği açıklansa da, **akıllı bulut segmentine yönelik verilen \$21,1-\$21,35 milyarlık projeksiyon beklentilerin(\$20,8 milyar) üzerindeydi**.

- ✓ Toplam "Akıllı Bulut" segmenti %26 büyürken, \$19,05 milyarlık gelir rakamı \$18,90 milyarlık beklentinin üzerinde idi. Bu alanın içerisinde Azure'un yanı sıra bir çok server ve servis gelirleri ve son çeyrekte \$19,7 milyar bedelle Microsoft bünyesine katılan Nuance şirketinden elde edilen gelirler de var. **Nuance** ile beraber bulut odaklı sağlık servislerine de adım atan Microsoft, bu platformun büyüme patikası konusunda oldukça umutlu. Bu çeyrekte Nuance gelirleri \$111 milyon artırırken, hisse başına net karı \$0,01 düşürdü.



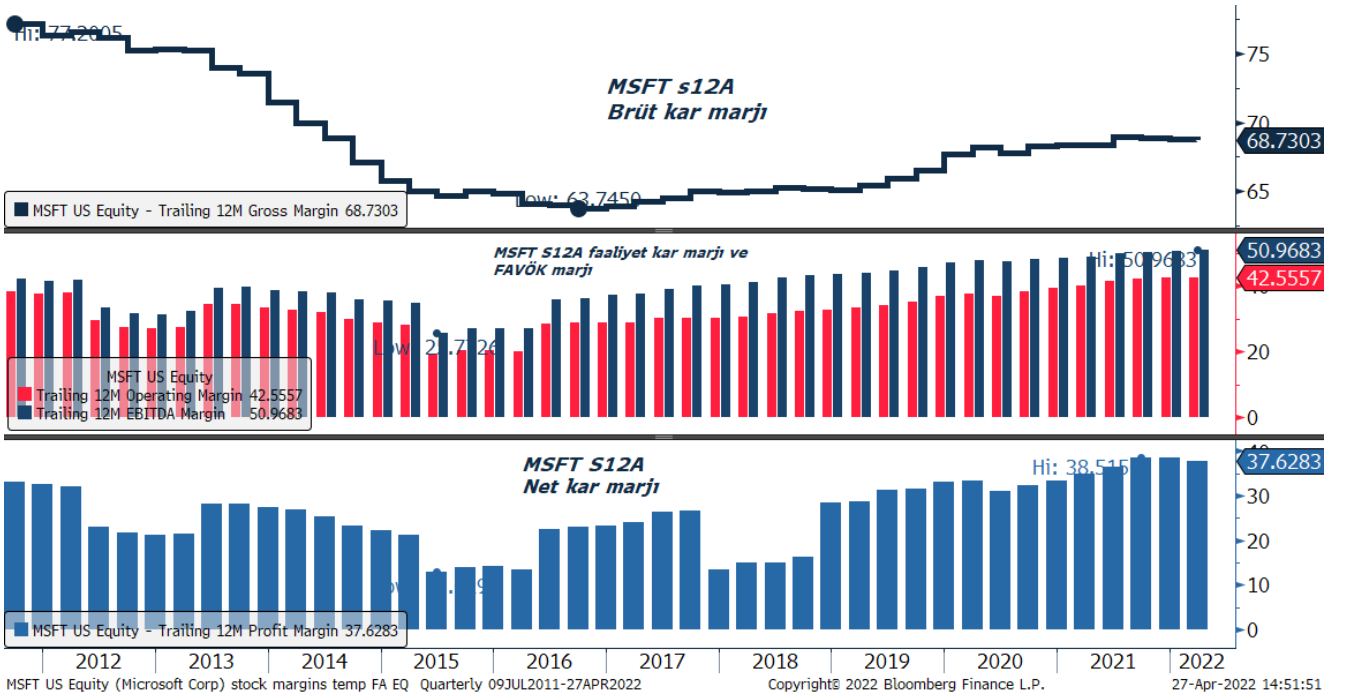
**İş uygulamaları** tarafında Microsoft bazı Office uygulamalarında fiyat artışına gitmesine rağmen, ticari Office ürünlerinde %12'lik sağlıklı bir büyüme takip ettik. Burada normal lisanslama gelirlerinde sert düşüşler(-%28) varken, üyelik gelirlerindeki artış giderek cloud tarafına doğru kayışa işaret etti. Şirket pandemi ile beraber Windows'un kurumsal talebinin de arttığını ve talebin bireysel kullanıcılardan bu tarafa kaydığına değindi. Nitekim Windows'un iş uygulamaları tarafında %14'lük bir büyüme var. Office cloud ve Biz bu çeyrekte **Microsoft'un Windows ve Office tarafında çift haneli büyüme yakalayabilmesini** olumlu karşılıyoruz. Rakamlar sonrasındaki telekonferansta CEO Nadella, Office uygulamaları için giderek ana büyüme talebinin gelişmekte olan ülkeler tarafına kaydığına da değindi.

- ✓ Burada **LinkedIn %34 büyüme** ile Azure platformunun arkasında şirketin gelirlerini en hızlı büyüttüğü iş kolu oldu. Burada ekonomideki açılma ve hükümet desteklerinin de yardımı ile pandemi sonrasında hızla ivmelenen büyüme ile beraber şirketlerin hızla eleman alımına gitmeleri ve istihdam piyasasındaki sıkışıklığın da etkisi ile bir çok platformda çok daha aktif olmaları önemli bir faktördü. Nadella LinkedIn'in kullanıcı sayısının 830 milyona ulaştığına değindi.

**Kişisel bilgi işlem** Microsoft'un en yavaş büyüdüğü ve operasyonel karına en sınırlı etkisi olan alan. PC üreticilerine Windows lisans satışları %11 büyürken, burada son çeyreğe göre ciddi bir yavaşlama var. Nitekim pandemi döneminde patlayan elektronik harcamaları sonrasında bunu normal karşılamak lazım (PC satışları pandemide son 20 senenin en hızlı büyümesini gerçekleştirmişti).

- ✓ **Oyunlar tarafında** Xbox hardware satışları tedarik zincirinin rahatlamasının etkisi ile güçlü büyürken(%14), servis ve içerik gelirlerinde %4'lük çok sınırlı bir büyüme yaşandı. Ancak bu alanın pandemi döneminde %65'lere varan çok güçlü büyüme kaydettiğini ve pandemi sonrasında tüketicilerin daha az evlerinde zaman geçirmeleri ile beraber bir yavaşlamanın normal olduğunu unutmamak gerekiyor. Burada bir olumlu nokta da, cloud gaming tarafında mali yıl başından bu yana görülen %66 artış.
- ✓ Bu alanda Microsoft'un geçtiğimiz çeyrekte **Activision alımı** ile tarihindeki en büyük şirket alımını gerçekleştirmek üzere harekete geçtiğini not edelim. Dolayısıyla birleşmesinin tamamlanması sonrasında oyun alanında Microsoft çok daha güçlü bir içerik portföyünden yaratacağı sinerjiler ve Activision'ın net kara vereceği katkı ile bu alanda etkinliğini arttıracak.

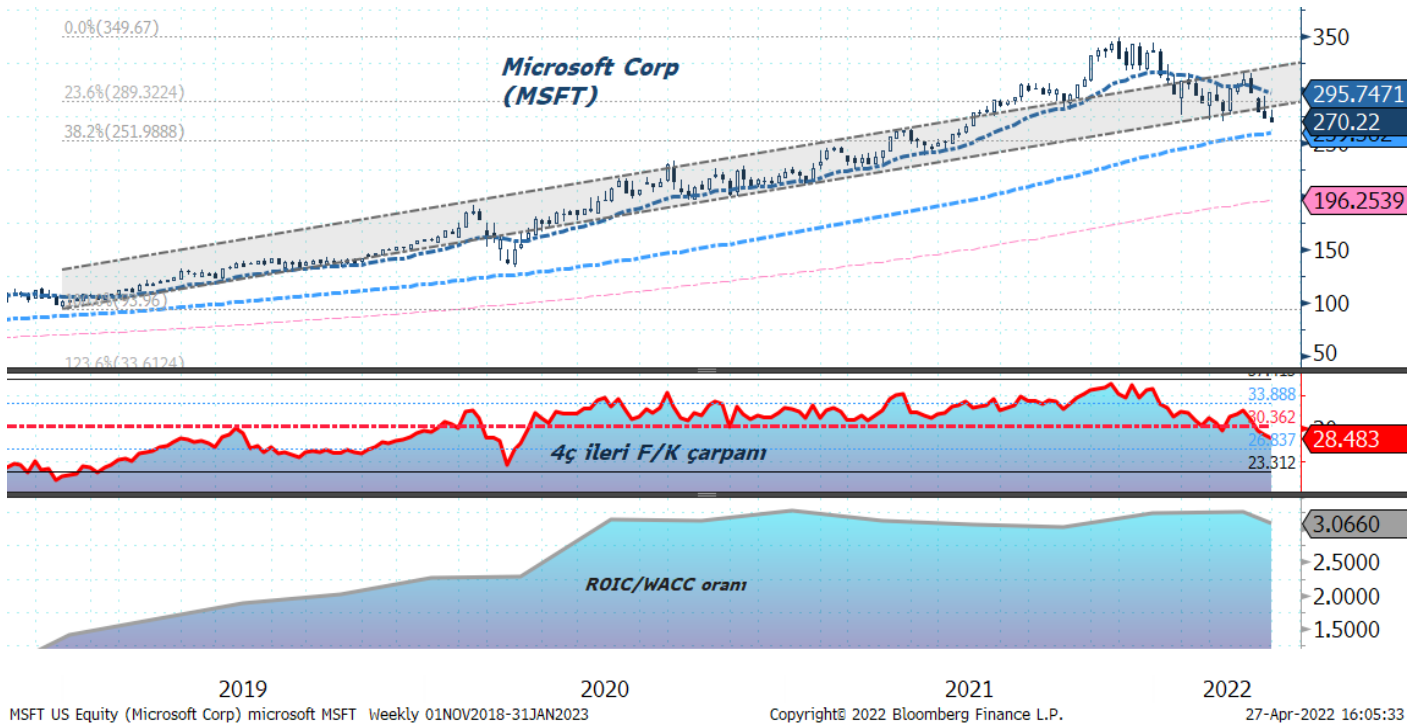
**Microsoft'un ürünlerinin gerek tüketiciler, gerekse de kurumlar tarafında giderek günlük hayatın vazgeçilmez parçası haline gelmesi**, bizim şirketi uzun vadede beğenmemizin en büyük sebeplerinden bir tanesi. Windows, Office gibi uygulamalar resesyon dönemlerinde büyümeler de, belli bir nakit akımı sağlayabilen defansif ürünler. Bulut bilişim tarafı da her ne kadar döngüsel ve ekonomik gelişmelere hassas hareket etse de, önümüzdeki dönemde bir çok şirketin bu alana kayması durumunda, ekonomide durgunluk yaşandığında tekrar kendi server'larına dönüş yapmayacaklardır. Dolayısıyla **dijital dönüşüm bazı alanlarda kendilerine rekabetten güçlü korunma duvarları örebilen şirketler için, defansif ve sürdürülebilir gelir alanları yaratmış durumda**. Yaptığı akıllı yatırımlarla cloud gibi karlılığı yüksek iş kollarında ayak izini arttıran Microsoft'un, son senelerde yukarı çektiği kar marjlarını koruyabilmesi de kendisine bu koruma alanını yaratabildiğini gösteriyor.



**Sağlıklı bilanço ve nakit yaratımı..** Microsoft'un güçlü büyüme profilinin yanı sıra, oldukça sağlıklı bir bilançosu ve nakit akımı var. Geçtiğimiz çeyrekte operasyonlarından elde ettiği nakdi %14 arttırarak \$25,4 seviyesine, **serbest nakit akımını da %17 arttırarak \$20 milyar seviyesine** çıkarttı. Şirketin toplam \$104,7 milyar nakit ve benzeri varlığı bulunurken(\$49,9 milyar borç), **hissedarlarına son çeyrekte \$12,4 milyar geri döndürdü**. Bu miktarın \$4,6 milyarı temettü ödemeleri, \$7,8 milyarı hisse geri alımları şeklinde gerçekleşti.

**Değerlemelere** baktığımızda zaman zaman Microsoft 2022 sonu kar tahminlerine göre 28,50 Fiyat/Kazanç çarpanı ile işlem görüyor, bu da son 5 senelik ortalamalara paralel. Benzer şirketlere göre baktığımızda ise yine son 5 senelik ortalamalara göre ileri F/K çarpanı bazında %10 iskontolu işlem görüyor. **Microsoft bize göre dev büyüklüğüne rağmen sağlıklı ve istikrarlı büyüme ivmesini (~%20) ve kar marjını (+%30) sürdürebilmesi, yatırılan sermayeye oldukça cazip getiriler sağlayabilmesi ve faaliyet gösterdiği alanlardaki dominant ayak izi dolayısıyla primli değerlemeleri hak eden bir şirket.**

Önümüzdeki dönemde FED'in şahin mesajlar vermesi ile finansal koşullarda sıkılaşmanın devamına neden olması durumunda, **piyasalarda satış baskısının büyüme kaygıları ile bir miktar daha devam ettiğini** görebiliriz. Büyümenin **kıtlaştığı bir dönemde ise defansif büyüeyebilen, makul değerlemelere sahip şirketler cazip yatırım fırsatları** olarak ön plana gelecektir. O noktada orta/uzun vadeli alımlar için **Microsoft bizim takip listemizin en üst sıralarında olacak**. Uzun vadeli bakış açısında sahip yatırımcılar için önümüzdeki haftalarda hissede \$250, \$225 ve \$200 seviyeleri kademeli alımlar için izlenecek önemli destekler olacak



#### 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, 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.