

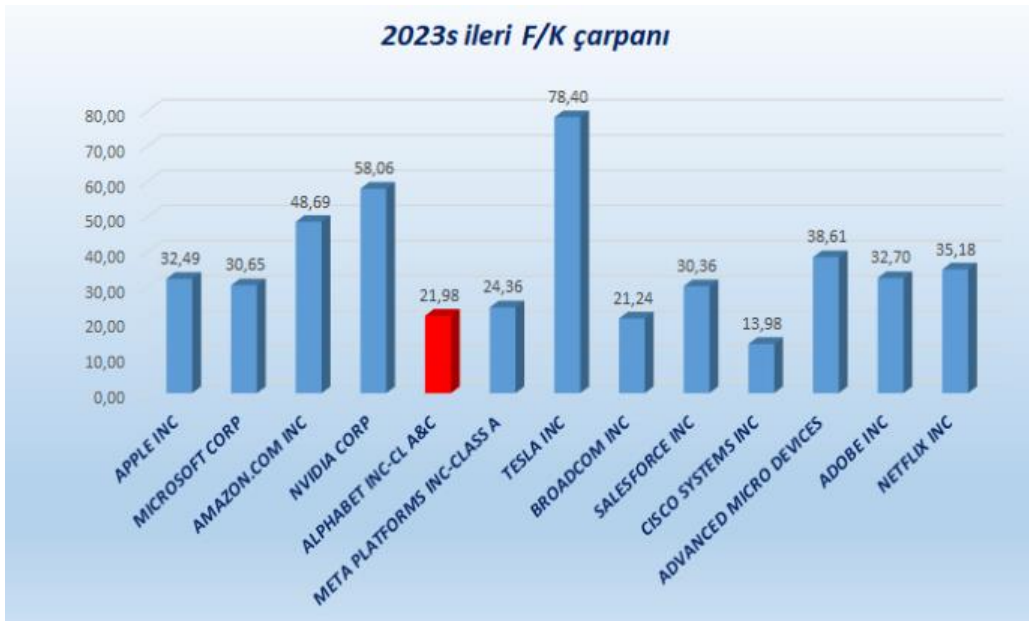
Alphabet Inc. (GOOGL)

Geçtiğimiz aylarda yayınladığımız notlarda ([Google](#), [Microsoft ve Google bilançoları](#)), Alphabet'in yapay zeka yarışında en önlere olmasına rağmen yatırımcıların şirkete yeterince kredi vermediklerine, gelirlerindeki döngüsel bazı faktörlerin etkisi ile alginın aşırı negatife kaçtığına, yapay zeka yatırım teması içerisinde Alphabet'in bizim favori hisselerimiz arasında yer aldığına ve portföylerde bulundurulması gerektiğine değinmiştik.

2023 performanslarına baktığımızda da, Alphabet her ne kadar %46 yükselmiş olsa da, mega-cap teknoloji şirketlerine göre bir miktar geride kalmıştı.



Değerleme anlamında ise bir çok şirket yapay zeka rüzgarının etkisi ve spekülâtif beklentilerin yardımıyla oldukça primli işlem görürken, Alphabet'in makul seviyelerde kaldığını takip ettik. Burada ChatGPT/Bing işbirliğinden gelen rekabet endişeleri ve resesyon kaygıları hisseyi geride tutan faktörlerdi.



İkinci çeyrekte beklentilerden güçlü kar ve satış rakamları..

Bu hafta gelen güçlü bilanço rakamlarında hemen her alanda şirketin beklentilerden güçlü performans göstermesi ve satış (\$74,6 milyar vs \$72,8 milyar) ve net karda (HB \$1,44 vs \$1,34) beklentileri rahatlıkla aşması, şirkete yönelik endişelerin azalmasına yardımcı oldu.

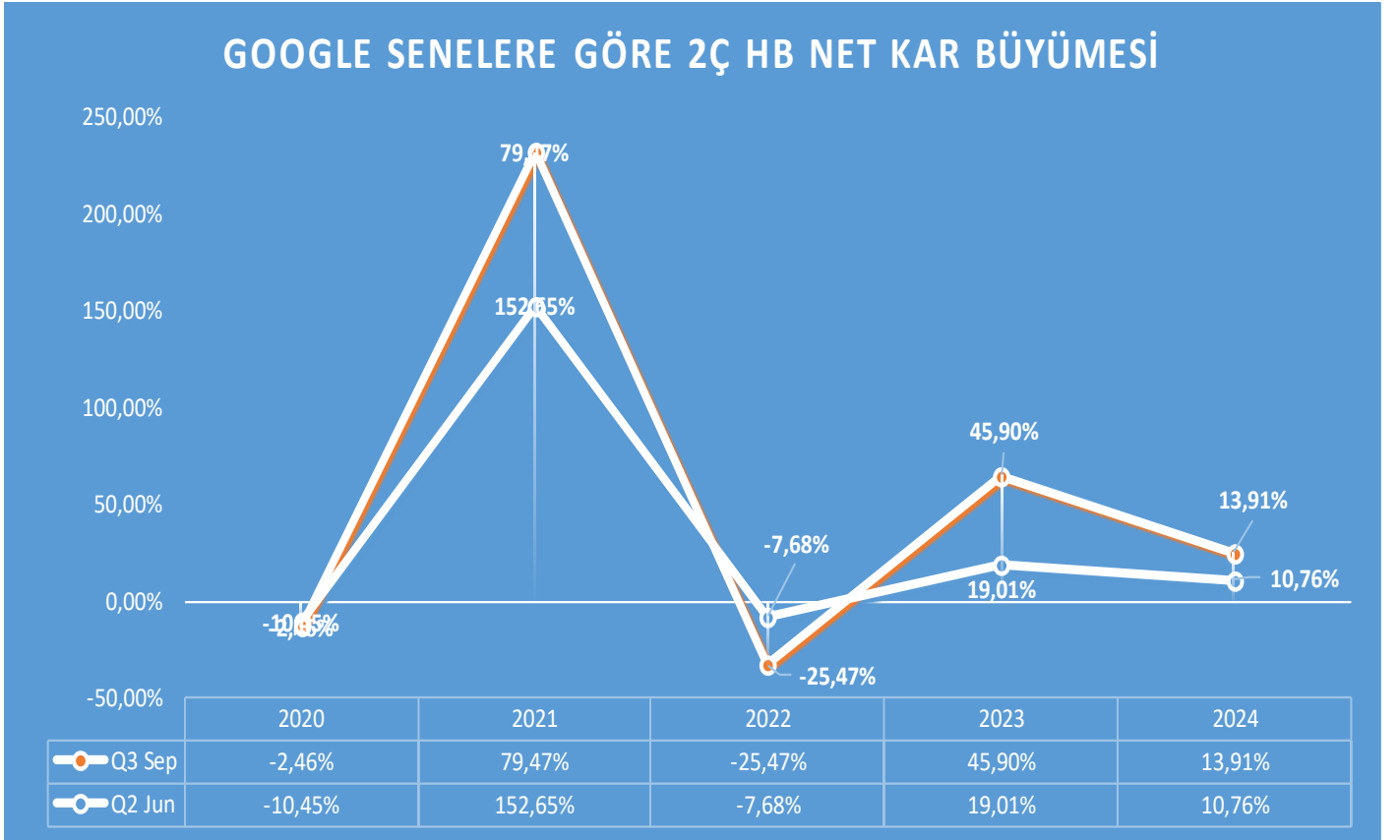
Alphabet'in reklam gelirlerinin sağlıklı büyümesi, cloud tarafında net kar yaratılmaya devam edilmesi ve Youtube gelirlerindeki toparlanmanın yanı sıra, şirketin yapay zeka konusunda doğru bir strateji ile ve daha kontrollü bir şekilde yapay zeka uygulamalarını ürün ve hizmetlerine yansıtılacağına anlaşılması ile hissede alımların ön plana geldiğini takip ettik. Senenin ikinci yarısının da, resesyon beklentilerinin ötelenmesi ile daha iyi geçebileceği görüşleri ve şirketin ana gelir kaynağı olan ve ekonomideki gelişmelere oldukça hassas hareket eden dijital reklam sektöründe toparlanma belirtileri hisseye destek oldu. Alphabet'in dijital reklam piyasasındaki en önemli rakibi olan Meta'nın gelirlerinde ve projeksiyonlarında gördüğümüz iyiye gidiş de şirket için olumlu bir dinamik.

Alphabet Inc					
Milyon USD	2022 Q2 (Gerçekleşen) 30.06.2022	2023 Q1 (Gerçekleşen) 31.03.2023	2023 Q2 (Gerçekleşen) 30.06.2023	2023 Q3 (Beklenti) 30.09.2023	2023 Q4 (Beklenti) 31.12.2023
Google Toplam Satışlar	69.685,00	69.787,00	74.604,00	75.148,71	83.898,28
YOY Büyüme	12,61	2,61	7,06	8,77	10,32
Satışların Kırılımı					
Google Hizmetler	62.841,00	61.961,00	66.285,00	66.398,95	74.659,38
YOY Büyüme	10,12	0,80	5,48	8,18	10,06
Google Reklam	56.288,00	54.548,00	58.143,00	58.553,62	64.988,59
YOY Büyüme	11,59	-0,21	3,30	7,47	10,07
Google Search & Other	40.689,00	40.359,00	42.628,00	42.838,91	47.107,39
YOY Büyüme	13,51	1,87	4,77	8,35	10,57
YouTube Ads	7.340,00	6.693,00	7.665,00	7.706,04	8.946,54
YOY Büyüme	4,83	-2,56	4,43	8,98	12,35
Google Network	8.259,00	7.496,00	7.850,00	7.934,77	8.825,98
YOY Büyüme	8,71	-8,29	-4,95	0,80	4,14
Google Other	6.553,00	7.413,00	8.142,00	7.786,60	9.675,95
YOY Büyüme	-1,06	8,84	24,25	12,93	10,00
Google Cloud	6.276,00	7.454,00	8.031,00	8.541,64	9.092,14
YOY Büyüme	35,61	28,05	27,96	24,37	24,29
Other Bets	193,00	288,00	285,00	253,44	266,48
YOY Büyüme	0,52	-34,55	47,67	21,26	17,91
Faaliyet Karı	19.453,00	17.415,00	21.838,00	20.765,48	23.407,25
YOY Büyüme	0,48	-13,33	12,26	21,19	28,89
Google Hizmetler	22.770,00	21.737,00	23.454,00	22.427,18	25.012,96
YOY Büyüme	1,91	-5,16	3,00	13,38	18,54
Google Cloud	-858,00	191,00	395,00	316,73	410,81
YOY Büyüme	-45,18	120,52	146,04	145,31	185,59
Other Bets	-1.686,00	-1.225,00	-813,00	-1.241,73	-1.245,15
YOY Büyüme	-20,60	-6,06	51,78	22,92	23,66
Faaliyet Kar Marjı	27,92	24,95	29,27	27,72	28,02
YOY Büyüme	-10,78	-15,54	4,86	11,78	17,34
Hisse Başına düz net kar	1,21	1,17	1,44	1,39	1,56
YOY Büyüme	-1,83	-4,96	19,01	31,24	48,54

Kaynak: Bloomberg

Maliyet kesintilerinin de katkısı ile net karda büyümeye dönüş...

Geçtiğimiz sene şirketin hisse başına düzletilmiş net karında, gerek bir önceki seneki pandemi döneminin çok yüksek bir baz etkisi oluşturması, gerekse de hissedilen durgunluğa rağmen şirketin yüksek miktarda harcamalara devam etmesi dolayısıyla ciddi bir senelik daralama yaşanmıştı. Bu senenin ikinci çeyreği ile beraber hisse başı net karda yaşanan %19 yükseliş sonrasında, üçüncü çeyrek için de beklentiler %46 kar büyümesi yaşanması yönünde. Burada maliyet kesintileri ve harcamalar tarafında daha kontrollü davranılmasının yanı sıra, cloud gibi alanların da şirketin operasyonel karına etki etmeye başlaması önemli bir dinamik.



Alphabet'in ana gelir kaynağı olan arama motoru hala sağlıklı büyüyor...

Sene başında ChatGPT'nin iki ay içinde 100 milyon kullanıcıya ulaşması ve Microsoft'un Bing arama motorunun piyasa payını arttırmak için OpenAI şirketi ile yapay zeka uygulamalarının kullanımı konusunda işbirliği yapması, yatırımcılarda Alphabet'in bu alanda uzun zamandır devam eden dominant pozisyonunun bozulacağı izlenimini uyandırmıştı. Alphabet'in yetkinliklerini kullanma ve yapay zekayı son tüketiciye sunma konusundaki ölçülü yaklaşımının da etkisiyle şirketin hızla pazar payı kaybedeceği korkuları hissede sert satışlara neden olmuştu. Ancak son bilanço rakamlarında görüldüğü gibi Alphabet'in ana gelir kaynağı olan arama motorundan elde ettiği reklam gelirleri sağlıklı bir şekilde büyümeye devam ediyor ve bir önceki çeyreğe göre bir toparlanma var. Burası aynı zamanda Alphabet'in diğer yatırımlarını fonladığı ve net karının çok önemli kısmını elde ettiği bir alan olması dolayısıyla, yatırımcılar "search" tarafına gelebilecek her türlü tehdide karşı haklı olarak çok hassas davranıyorlar.

Google Cloud....

Son iki çeyrekte kar üretmeye başlayan ve son çeyrekte şirketin esas faaliyet karına \$395 milyon katkıda bulunan bulut bilişim operasyonları, şirketin aynı zamanda en hızlı büyüyen iş kollarından bir tanesi. Bulut bilişim tarafında pastadan en büyük pay alan Microsoft ve Amazon'un arkasında yer alan ve bu şirketlerin yaptığı gibi bulut bilişimi hızla şirketin kar dinamosu haline getirmeye çalışan Alphabet, önümüzdeki dönemde yapay zeka uygulamaları ile bulut tarafında bir fark yaratarak iki büyük rakibinden pay çalmaya çalışabilir. Microsoft'un OpenAI ile işbirliği ile beraber yapay zekaya verdiği önem ve yapay zekayı bir çok ürününe katarak buradan katma değer ve ek gelir yaratma çabası takdire şayan bir efor olsa da, Alphabet'in bu konudaki yetkinlikleri oldukça enteresan büyüme alanları yaratabilir.

Youtube...

Youtube reklam gelirlerinde \$7,4 milyarlık beklentinin üzerine geçerek \$7,67 milyar ciro yaratmayı başarırken, bu platformun Tiktok gibi video platformlarından ciddi bir rekabet baskısı altında kalması ve ekonomideki yavaşlamanın şirketlerin dijital reklam bütçelerinde yarattığı kesintinin direk olarak Youtube gibi platformların reklam gelirlerine yansıyor olması, son dönemde yatırımcıların kaygılarını bir miktar arttırmıştı. Ancak beklenti üzerinde gelen gelirler bu kaygıları nispeten hafifletti.

Yapay zeka...

Alphabet'in yapay zekaya en çok yatırım yapan, bu alandaki uygulamaları ve dil modelleri konusunda en önde olan şirketlerden biri olmasına rağmen, temkinli ve sorumlu bir yaklaşımla, tüm yetkinliklerini kullanmadan ürünlerini yavaş yavaş piyasa sunması ve kullanıcı geri bildirimleri ile beraber uygulamaları geliştirmeye devam ederek, kademeli olarak devreye alması yatırımcılarda ilk etapta bazı kuşkular uyandırmıştı.

Ancak şirketi yakından takip eden bir çok önemli isim, Alphabet'in bu konuda en derin yetenek ve tecrübeye sahip şirketler arasında olduğuna değiniyor. Bunlardan bir tanesi de Elon Musk. Google'ın 2010 senesinde yapay zeka uygulamaları geliştirmek üzerine kurulmuş olan DeepMind'ı 2014 senesinde bünyesine katması, Elon Musk'ı bir anlamda alarma geçirmiş ve Musk bir yorumunda bu iki şirketin birleşmesi sonrasında yapay zeka konusunda o dönem dünyadaki yeteneklerin önemli bir kısmının tek çatı altında toplandığına değinmişti. Yapay zeka teknolojisinin gelişiminin bir şirkete bırakılmasının bir risk olduğunu düşündüğü için de, OpenAI (ChatGPT'nin yaratıcısı) şirketinin kuruluşuna öne ayak olan Musk, sonrasında 2018 senesinde OpenAI yönetiminden ayrılmış ve yapay zekanın erken ve kontrolsüz şekilde kullanıma açılmasına karşı çıkmıştı.

Yatırımcılar yenilikçi ürünlerin rakamlara yansımaları görmek için sabırsız davranışlar da, yapay zeka uygulamalarının güvenilirliği ve buradaki kontrolsüz gelişmelerin potansiyel olumsuz sonuçları göz önüne alındığında, aslında Alphabet'in temkinli yaklaşımına hak verenlerin sayısı da çoğalıyor. Burada şirketin yapay zeka yetkinliklerini nasıl ürünlerinde kullanmayı planladığına dair beklentilerini geçtiğimiz aylardaki "Google I/O 2023" etkinliğinde paylaşması da, kaygıları azaltan bir faktördü. Hatırlanacağı gibi Google bu etkinlikte, yapay zeka

destekli chatbot ürünü Bard'ın daha geniş kitlelere yayılacağına ve bu üründe daha gelişmiş PaLM 2 dil modelinin kullanılmaya başlanacağına değinerek, kod yazma ve düzenleme için Codey platformunu tanıtmış, Duet AI ile beraber Google Docs, Gmail gibi farklı ürünlerde tüketicilere yapay zeka desteği sunulacağını belirtmiş ve arama tarafında daha kapsamlı sonuçlar sağlayabilecek AI Snapshots özelliğini kullanıcılara tanıtmıştı.

Son bilanço yorumlarında da yapay zekanın katkısı üzerinde sıklıkla durulurken, Sundar Pichai şirketin 15 ürününün yarım milyardan fazla, 6 ürününün ise iki milyardan fazla kullanıcıya ulaştığını ve dolayısıyla burada yapay zekadan gelen etkinin çok ciddi bir katma değer yaratabileceğine değindi. Burada Alphabet'in yapay zekayı ürünlerine entegre etme konusundaki temkinli yaklaşımı da, bu uygulamalar kaynaklı şu an tam olarak farketmekte zorlandığımız bazı risklerin de azaltılması noktasında doğru olabilir.

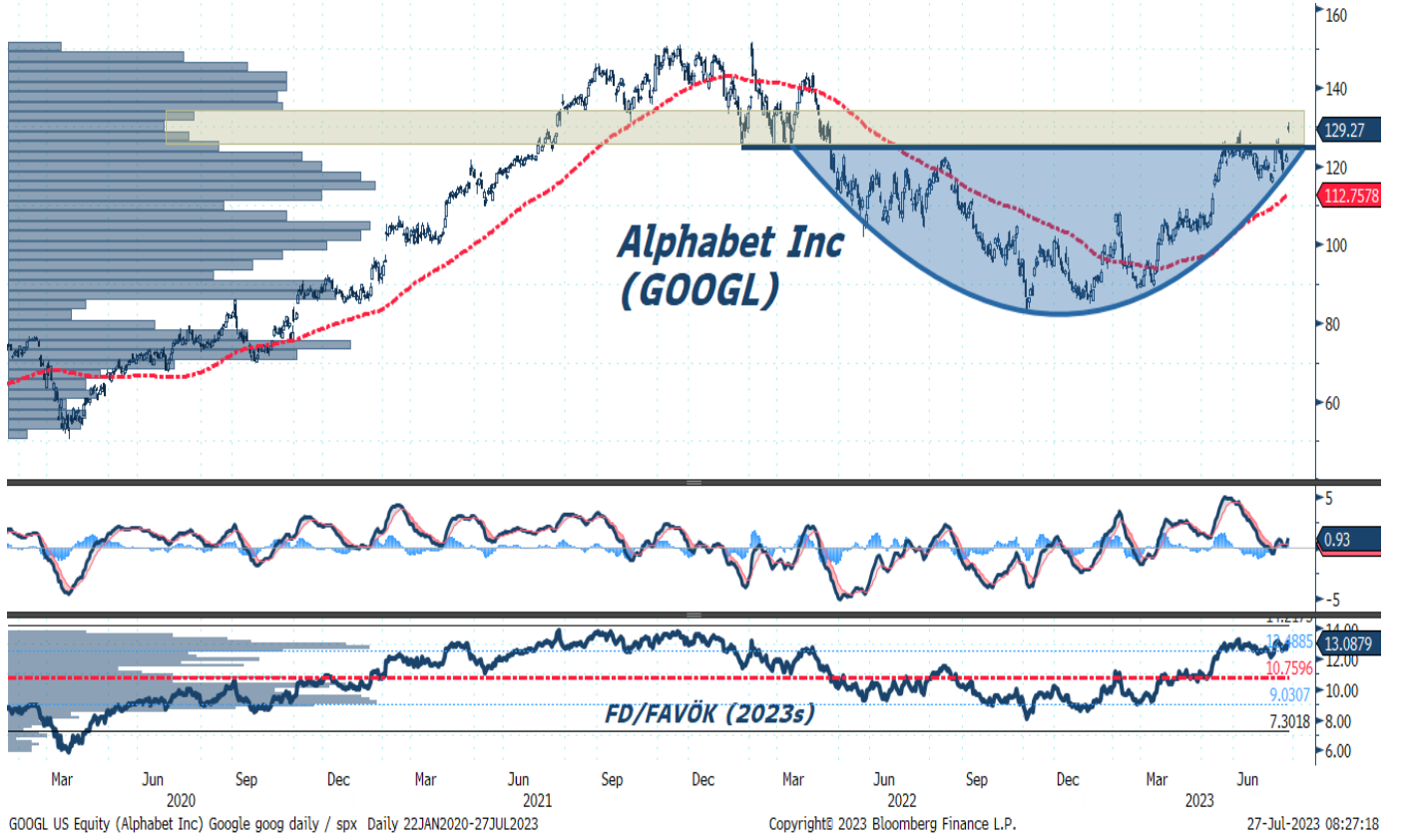
Alphabet mega-cap teknoloji arasında halen makul bir seçim...

Önümüzdeki dönemde ekonomide beklentilerden çok daha sert bir iniş gerçekleşmez ve 2024 senesinde hafif bir resesyon eşliğinde yumuşak iniş senaryosu gerçekleşirse, biz Alphabet'in önümüzdeki iki çeyrek büyüme hızını arttırarak 2023'ün son çeyreğinde çift haneli bir büyüme ulaşabileceğini düşünüyoruz. Pandemi döneminde yaşanan hızlı büyüme sonrasında 2022 ve 2023 seneleri şirketin bu büyümeyi hazmettiği ve resesyon kaygılarının da etkisi ile tek haneli büyüdüğü bir geçiş dönemi idi.

Biz önümüzdeki sene ile beraber tekrar çift haneli büyümeye geçileceğini ve 2027 senesi sonuna kadar şirketin satışlarını ortalama %10, karını %15 arttırabileceğini düşünüyoruz. Net kardaki ivmelenmenin yanı sıra, Alphabet yarattığı çok ciddi miktarda nakdi, hisse geri alımları yoluyla yatırımcılarına döndürüyor. Bu sene açıklanan \$70 milyarlık hisse geri alım programı çerçevesinde şirketin her çeyrek yaklaşık \$15 milyarlık alım yaptığını görüyoruz. Bu sene \$70 milyar civarında serbest nakit üretmesini beklediğimiz şirketin son çeyrek itibarıyla \$88,9 milyar net nakdi bulunuyor. Alphabet, bu güçlü nakit pozisyonu ve yaratımı ile beraber gerek yapay zeka, gerekse de "other bets" altında topladığı otonom sürüş(Waymo), sağlık ve yaşam bilimleri(Verily), robotik (Intrinsic), biyoteknoloji (Calico) ve bir çok ufak ölçekli girişimi içerisine aldığı risk sermayesi (CapitalG) şirketi yoluyla gelecekte ciddi büyüme potansiyeli olan alanlara yatırım yapmaya devam ediyor. Uzun vadede bu alanlar Alphabet'in ana iş kolu ile alakalı önemli sinerjiler doğurabilir ve aynı yapay zeka tarafında olduğu gibi şirkete önemli bir rekabet avantajı ve operasyonel kaldıraç sağlayabilir.

Yapay zeka uygulamaları orta vadede Alphabet'e önemli bir gelir kaynağı yaratacaktır, ancak kısa vadede önümüzdeki çeyreklere baktığımızda yapay zeka tarafından kazanımlar sınırlı olacaktır ve Alphabet daha çok rakiplerinden geri kalmamak için bu uygulamaları arama motoru gibi önemli servislerine entegre edecektir. Önümüzdeki iki çeyreğe baktığımızda, arama motoru gelirlerinin resesyon korkusunun azalması ile %8-9 bandında büyümesi, cloud tarafından net kara olan yansımanın bu çeyrek olduğu gibi güçlü kalmaya devam etmesi ile beraber şirketin 2023 sonunda \$255 milyar ciro ve \$5,80 düzeltilmiş hisse başına net kara rahatlıkla ulaşabileceğini düşünüyoruz.

Yukarıda kısaca değindiğimiz yapay zeka konusundaki rekabet ve resesyon kaygılarının şirketin ana gelir kaynağı olan reklam harcamalarını aşağıya çekeceği kaygıları Alphabet'in kar çarpanlarında baskı yaratmış ve iskontolu işlem görmesine neden olmuştu. Ancak biz bu kaygıların dağılması ve Alphabet'in giriş bariyerleri çok yüksek olan arama motoru alanındaki dominant pozisyonunun süreceğinin anlaşılması ve yapay zekayı gelirlerine yansıtma potansiyelinin de ön plana gelmesi ile beraber şirketin kar çarpanlarının açılacağını düşünüyoruz. Bu noktada Alphabet için 2023s kar beklentimize göre 25x ileri F/K çarpanı talepkar olmayacaktır ve önümüzdeki altı ayda hissenin \$145 seviyesine doğru yükseldiğini görebiliriz. Dolayısıyla biz Alphabet'i en beğendiğimiz teknoloji hisseleri arasında tutmaya devam ediyoruz.



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 getirisinin 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.