

Amazon.com (AMZN)

3Ç26 Bilanço Analizi

AWS'deki hızlanma faaliyet karlılığını rekor seviyeye taşıdı

Amazon 3Ç26'da gelirini yıllık bazda %12 artırarak 201,94 milyar dolara yükseltirken faaliyet karı %61 artışla 28,08 milyar dolara ulaştı. Faaliyet marjı %9,7'den %13,9'a çıkarak şirket tarihinin en yüksek seviyesine yükseldi. Net kar 20,69 milyar dolar, hisse başı kar ise 1,89 dolar olarak gerçekleşti. Net karın geçen yılki 21,19 milyar doların hafif altında kalması faaliyetlerdeki zayıflıktan değil, önceki yıl Anthropic yatırımından kaydedilen 9,5 milyar dolarlık vergi öncesi değer artışının karşılaştırma dönemini yükseltmesinden kaynaklandı. Çeyreğin ana katkısı yine AWS'den geldi. AWS gelirleri %39,3 artışla 45,98 milyar dolara ulaşırken faaliyet karı %55 yükselerek 17,77 milyar dolar oldu. Segment marjı %34,6'dan %38,7'ye çıktı. AWS'nin yaklaşık beş yılın en hızlı büyüme oranına ulaşırken marjını da yüksek seviyede tutması, yapay zeka altyapısına yapılan yatırımların gelir tarafındaki karşılığının giderek daha görünür hale geldiğini gösterdi.

3Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
AMZN	201,90	1,89
BBG Tahmin	202,68	1,97

Perakende tarafında daha sınırlı gelir artışına rağmen kar büyümesi güçlü kaldı

North America gelirleri %6 artışla 112,9 milyar dolara yükselirken faaliyet karı 4,8 milyar dolardan 8,7 milyar dolara çıktı. International segmentinde ise gelir 43,1 milyar dolar, faaliyet karı 1,6 milyar dolar oldu. Manşet perakende büyümesinin önceki çeyreklere göre düşük görünmesinde Prime Day'in bu yıl ikinci çeyreğe kaymasının önemli etkisi bulunuyor. Şirket, bu zamanlama farkı dışarıda bırakıldığında toplam gelir büyümesinin yaklaşık 4 puan daha yüksek olacağını belirtiyor. Satılan ürün adedi %12 artarken teslimat maliyetlerinin benzer hızda kalması, daha hızlı teslimat hizmetlerinin genişlemesine rağmen operasyonel verimliliğin korunabildiğini gösteriyor. Reklam gelirleri ise 19,64 milyar dolar ile kur etkisinden arındırılmış olarak %12 büyüdü. Burada da Prime Day zamanlaması büyümeyi aşağı çekerken yönetim dördüncü çeyrekte reklam gelirlerinin yeniden yüksek onlu oranlarda büyümesini bekliyor. Perakende tarafında bizim için öne çıkan nokta artık yalnızca satış hacmi değil. North America faaliyet marjının %7,7'ye ulaşması, Amazon'un lojistik ağındaki ölçek avantajını daha yüksek kara çevirmeye devam ettiğini gösteriyor.

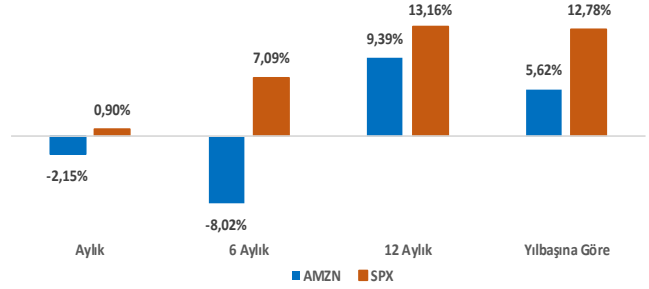
Yapay zeka yatırımlarındaki hızlanma serbest nakit akışını belirgin şekilde baskılıyor

AWS'deki güçlü büyümenin diğer tarafında ise çok yüksek altyapı yatırımı bulunuyor. Son 12 aylık faaliyet nakit akışı %29 artarak 168,3 milyar dolara ulaşmasına rağmen, aynı dönemde serbest nakit akışı 42,4 milyar dolar negatif gerçekleşti. Bir yıl önce şirket 14,8 milyar dolar pozitif serbest nakit akışı yaratıyordu. Aradaki bozulmanın temel nedeni, veri merkezleri ve yapay zeka altyapısı için yapılan yatırımların yıllık bazda yaklaşık 95 milyar dolar artması. Amazon 2026 genelinde nakit bazlı yatırım harcamalarının yaklaşık 220 milyar dolar olmasını bekliyor. Bu harcamaları şu aşamada operasyonel bir zayıflık olarak değerlendirmiyoruz. AWS gelir büyümesinin altı çeyrektir hızlanması ve bu çeyrekte %39'un üzerine çıkması, devreye alınan kapasitenin müşteri talebiyle karşılaştığını gösteriyor. Ancak yatırım tutarının faaliyet nakit akışının üzerine çıkması nedeniyle Amazon'da önümüzdeki dönemin en kritik konusu AWS büyümesinin kendisinden çok, bu büyümenin ne kadar hızlı yeniden serbest nakit akışı yaratmaya başlayacağı olacak.

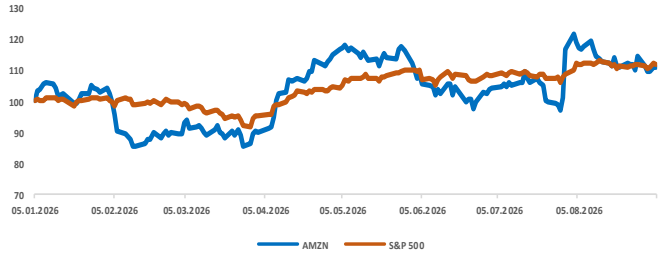
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu					AMZN
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)					243,79
Piyasa Değeri (Tn USD)					2,6
Halka Açıklık Oranı %					91
Sektör					Teknoloji
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı					196 287,20
Çarpanlar	2024	2025	2026T	2027T	
F/K	39,0x	33,0x	17,0x	20,1x	
PD/DD	8,1x	6,0x	4,5x	3,6x	
FD/FAVÖK	17,8x	15,8x	12,1x	9,4x	

Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Dördüncü çeyrekte büyümenin sürmesi beklenirken yatırım temposu yüksek kalacak

Amazon 4Ç26'da 240-247 milyar dolar gelir beklerken bu tahmin yıllık bazda %12-%16 büyümeye karşılık geliyor. Faaliyet karının ise 28,5-33,5 milyar dolar aralığında gerçekleşmesi öngörülüyor. Yönetimin AWS için 2027 ve 2028'de de %40'ın üzerinde büyüme öngörmesi, mevcut altyapı yatırımlarının birkaç çeyreklik talebi karşılamak amacıyla yapılmadığını gösteriyor. AWS tarafında Meta, NVIDIA, OpenAI, Salesforce ve Oracle gibi büyük müşterilerle yeni anlaşmaların açıklanması da talebin geniş bir müşteri tabanından geldiğine işaret ediyor. Buna karşılık yatırım harcamalarının 2027'de de yüksek kalması bekleniyor ve bu durum kısa vadede serbest nakit akışındaki toparlanmayı geciktirebilir. Mevcut bilanço bize Amazon'da talep riskinden çok yatırımın geri dönüş süresini izlememiz gerektiğini söylüyor. AWS büyümesi ve perakende karlılığı güçlü kaldığı sürece yüksek yatırım temposu taşınabilir görünüyor, ancak bundan sonraki çeyreklerde faaliyet nakit akışının altyapı harcamalarını yeniden karşılamaya başlaması sonuçların kalitesi açısından daha önemli hale gelecek.

Analist Görüşü

İkinci çeyrek değerlendirmemizde Amazon'daki ana yatırım tezini AWS büyümesinin yeniden hızlanması, reklam gelirlerinin yüksek marjlı katkısı ve perakende faaliyetlerinde devam eden verimlilik artışı üzerine kurmuştuk. Üçüncü çeyrek sonuçları bu görüşü özellikle AWS tarafında daha da güçlendirdi. AWS gelir büyümesi ikinci çeyrekteki %37'den %39,3'e yükselirken segment geliri 46,0 milyar dolara, faaliyet karı 17,8 milyar dolara ulaştı. Daha önemlisi, büyümenin hızlandığı bir dönemde faaliyet marjının %38,7 gibi oldukça yüksek bir seviyede kalması, yeni veri merkezi kapasitesinin yalnızca gelir yaratmadığını, güçlü karlılıkla devreye alındığını gösteriyor. Yönetimin AWS için 2027 ve 2028'de de %40'ın üzerinde büyüme öngörmesi, mevcut yatırım döngüsünün birkaç çeyreklik bir talep artışına dayanmadığını düşündürüyor. **Bizim açımızdan Amazon'un yapay zeka tarafındaki en önemli avantajı da burada. Şirket yalnızca gelecekte gelir yaratmasını beklediği kapasiteye yatırım yapmıyor, devreye alınan kapasitenin önemli bölümünü bugünden hızlanan AWS gelirlerinde görüyoruz.**

AWS'deki büyümeyi yalnızca büyük yapay zeka modellerinin eğitim ihtiyacı üzerinden de okumuyoruz. Amazon'un kendi geliştirdiği Trainium işlemcileri, Bedrock üzerinden sunduğu modeller ve genişleyen veri merkezi kapasitesi, müşterilerin yapay zeka yatırımlarının farklı aşamalarından gelir elde etmesine imkan veriyor. Bunun yanında AWS'nin mevcut kurumsal müşteri tabanı şirket için önemli bir avantaj olmaya devam ediyor. Büyük şirketler yapay zeka uygulamalarını devreye aldıkça yalnızca işlem kapasitesi değil, veri tabanı, depolama, güvenlik ve diğer bulut hizmetlerine yönelik kullanım da artıyor. Bu nedenle yapay zeka yatırımlarının AWS üzerindeki etkisini tek bir ürün veya müşteri grubuna bağlı görmüyoruz. **Son altı çeyrekte hızlanan büyüme oranı da bu talebin giderek genişlediğini gösteriyor. Önümüzdeki dönemde bizim için asıl soru AWS'ye talep olup olmayacağı değil, Amazon'un kapasite artışını talebin önünde tutarken mevcut yüksek marj seviyesini ne ölçüde koruyabileceği olacak.**

Perakende faaliyetlerindeki gelişimi de yatırım tezinin önemli bir parçası olarak görüyoruz. North America segmentinde gelir yalnızca %6 artarken faaliyet karının 4,8 milyar dolardan 8,7 milyar dolara yükselmesi, Amazon'un birkaç yıl önce başlattığı lojistik ağını bölgeselleştirme ve teslimat sürelerini kısaltma stratejisinin karlılığa daha güçlü yansımaya başladığını gösteriyor. International tarafında da faaliyet karının 1,6 milyar dolara yükselmesi, geçmişte şirket değerlemesini aşağı çeken uluslararası perakende faaliyetlerinin artık daha dengeli bir yapıya geçtiğini ortaya koyuyor. Reklam gelirlerinde üçüncü çeyrekte Prime Day zamanlaması nedeniyle daha sınırlı bir büyüme görülsede yönetimin dördüncü çeyrek için yüksek onlu oranlarda artış beklemesi bu alandaki temel görünümün bozulmadığını gösteriyor. **Reklam işini özellikle önemli buluyoruz. AWS çok yüksek sermaye gerektirirken reklam faaliyetleri daha düşük yatırım ihtiyacıyla yüksek marj yaratıyor ve şirketin toplam karlılığını dengeliyor.**

Buna karşılık sermaye harcamalarındaki artış artık yatırım görüşümüzde daha fazla ağırlık vermemiz gereken bir konu haline geldi. Son 12 aylık faaliyet nakit akışı %29 artarak 168,3 milyar dolara ulaşmasına rağmen, veri merkezi ve yapay zeka yatırımlarındaki hızlı artış nedeniyle serbest nakit akışı 42,4 milyar dolar negatif gerçekleşti. Amazon 2026 genelinde yaklaşık 220 milyar dolar nakit yatırım harcaması bekliyor ve yönetim 2027'de de yüksek yatırım temposunun devam edeceğini belirtiyor. İkinci çeyrekte 7,6 milyar dolar seviyesinde olan son 12 aylık negatif serbest nakit akışının üçüncü çeyrekte 42,4 milyar dolara çıkması, bu baskının artık geçici bir muhasebe kalemi olarak değerlendirilemeyecek büyüklüğe ulaştığını gösteriyor. **Bununla birlikte faaliyet nakit akışının güçlü artmaya devam etmesi ve AWS büyümesinin aynı dönemde hızlanması nedeniyle bugün bunu yatırım tezini bozan bir unsur olarak görmüyoruz. Bizi daha fazla rahatsız edecek senaryo, yatırım harcamaları bu seviyelerde kalırken AWS büyümesinin belirgin şekilde yavaşlaması olur. Şimdilik finansallar böyle bir tabloya işaret etmiyor.**

Özetle, Amazon'u model portföyümüzde %10 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. Üçüncü çeyrek sonuçları AWS'de büyümenin %39'un üzerine çıkması, segment marjının %38,7 seviyesinde korunması ve perakende faaliyetlerinde kar artışının gelir büyümesinin belirgin şekilde üzerinde seyretmesiyle ana yatırım tezimizin güçlü kaldığını gösterdi. Buna karşılık 220 milyar dolarlık yıllık yatırım harcaması ve son 12 ayda 42,4 milyar dolara ulaşan negatif serbest nakit akışı nedeniyle mevcut dönemi risksiz görmüyoruz. Mevcut pozisyonumuzu koruyoruz, ancak ağırlık artırmak için yalnızca AWS büyümesinin devam etmesini yeterli bulmuyoruz. Faaliyet nakit akışındaki artışın yatırım harcamalarını yeniden karşılamaya başladığını ve serbest nakit akışının toparlanma eğilimine girdiğini görmek istiyoruz. AWS büyümesi yüksek kalırken bu dönüşüm gerçekleşirse, Amazon'da mevcut yüksek yatırım döneminin uzun vadeli değer yaratımına dönüştüğüne ilişkin görüşümüz daha da güçlenecektir.

Yusuf Küsin
Yönetici
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklar- daki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.