S&P 500'de Kar Büyümesi Gücünü Koruyor

468 / 500
Bilanço açıklayan şirket sayısı

+%14,07
Yıllık hasılat büyümesi

+%31,11
Yıllık kar büyümesi

Eylül sonunda analistler, S&P 500 şirketlerinin üçüncü çeyrek karlarının geçen yıla göre %29,1 artmasını bekliyordu. Çıta yüksekti. Buna rağmen sonuçlarını açıklayan şirketlerin %84'ü hisse başına kazançta, %74'ü hasılatta tahminleri aştı. FactSet'in 13 Kasım tarihli hesabı, şirketlerin %91'inin açıklanan sonuçlarını, kalanların ise konsensüs tahminlerini içeriyor. Bu hesapla endeks genelinde yıllık kar büyümesi %31,9'a, hasılat büyümesi %14,4'e ulaşıyor.

Bu çeyrekte beklentiyi aşan şirket sayısıyla toplam kar sürprizinin büyüklüğü farklı bir tablo çiziyor. **Sonuçlarını açıklayan şirketlerin %84'ü hisse başına karda tahminleri aşarken toplam kar, beklentinin yalnızca %3,1 üzerinde kaldı**. İkinci çeyrekte bu fark %25,8'di. Üçüncü çeyrekte farkın daralmasında özellikle üç bilanço etkili oldu. FactSet'e göre Alphabet, Meta ve Charter Communications hesap dışında bırakıldığında, kalan şirketlerin toplam karı beklentiyi %6,7 aşıyor.

20 Kasım itibarıyla S&P 500 şirketlerinin 468'i üçüncü çeyrek bilançosunu açıkladı. Bu sayı endeksin yaklaşık %94'üne karşılık geliyor. Bu şirketlerin satışları geçen yılın aynı dönemine göre %14,07 artarken karları %31,11 büyüdü. Endeks genelinde kar artışı satış artışının iki katını aştı. Sektörlere bakıldığında ise bu farkın her iş kolunda aynı ölçüde açılmadığı görülüyor. **Enerji şirketlerinde %35,92'lik satış artışına %150,25'lik kar büyümesi eşlik etti.** Bilgi teknolojilerinde hasılat %42,59, karlar %69,57 arttı. Sanayi ve materyal şirketleri de sırasıyla %36,26 ve %29,79 kar artışıyla bu iki sektörü izledi. Bankacılık ve finansta ise kar büyümesi %6,73'te, lüks ve dayanıklı tüketimde %3,85'te kaldı. Bilançosunu açıklayan şirketler itibarıyla on bir sektörün tamamında karlar arttı. Bir bankanın ya da perakendecinin geçirdiği çeyreği endeksin %31'yi aşan büyüme oranıyla tarif etmek ise güç.

Zorunlu tüketimde iki büyük perakendecinin sonuçları bu farkı somutlaştırıyor. Walmart'ın ABD'deki %2,9'luk yakıt hariç karşılaştırılabilir satış artışına işlem sayısı ve ortalama sepet tutarı neredeyse eşit katkı verirken, Target'taki %5,6'lık karşılaştırılabilir satış artışının büyük bölümü müşteri trafiğindeki yükselişten geldi.

	Sector (BICS)	Reported	Sales Growth	Earnings Growth
11)	All Securities	468 / 500	14.07%	31.11%
12)	> Materials	26 / 26	12.48%	29.79%
13)	> Industrials	76 / 79	12.57%	36.26%
14)	> Consumer Staples	25 / 32	6.97%	7.81%
15)	> Energy	22 / 22	35.92%	150.25%
16)	> Technology	55 / 70	42.59%	69.57%
17)	> Consumer Discretionary	43 / 47	5.98%	3.85%
18)	> Communications	24 / 24	14.35%	15.88%
19)	> Financials	80 / 80	7.44%	6.73%
20)	> Health Care	56 / 59	6.32%	9.35%
21)	> Utilities	31 / 31	10.49%	18.48%
22)	> Real Estate	30 / 30	11.57%	6.45%

Kaynak: Bloomberg, FactSet

Muhteşem 7'li Finansal Sonuçları

Büyük teknoloji şirketlerinin bilançolarında yapay zeka talebini en açık biçimde bulut gelirlerinde görüyoruz. Google Cloud'un hasılatı bir yılda 15,2 milyar dolardan 30,7 milyar dolara çıktı. Microsoft'un Azure gelirleri %48 büyürken Amazon Web Services (AWS) %39,3 artışla 46 milyar dolar satış gerçekleştirdi. AWS'nin Amazon için ağırlığı, faaliyet karında daha belirgin. AWS, grubun 201,9 milyar dolarlık **satışlarının yaklaşık dörtte birini**, 28,1 milyar dolarlık **faaliyet karının ise yaklaşık üçte ikisini** üretti. Dolayısıyla Amazon'un toplam satışları %12 büyürken faaliyet karının 17,4 milyar dolardan 28,1 milyar dolara çıkmasında, satışların hangi iş kolundan geldiğinin önemli bir payı var.

Nvidia aynı yatırım döngüsünün tedarikçi tarafında. Şirketin 25 Ekim'de sona eren mali çeyreğinde veri merkezi gelirleri yıllık %110 artarak 107,6 milyar dolara ulaştı. Bu tutar, 115,8 milyar dolarlık toplam hasılatın yaklaşık %93'üne karşılık geliyor. Bulut şirketleri kurdukları kapasiteden birkaç yıl boyunca hasılat elde etmeyi planlarken Nvidia, donanımı teslim ettiğinde satışını kaydedebiliyor. Bugün büyümeyi hızlandıran bu yapı, büyük müşterilerin sunucu siparişlerini öne çekmesi ya da ertelemesi halinde Nvidia'nın neden bu kararlardan ilk etkilenecek şirketlerden biri olduğunu da açıklıyor.

Grubun geri kalanında sonuçları şirketlerin kendi faaliyetleri daha iyi açıklıyor. **Meta'da reklam gösterimleri yıllık %10 artarken reklam başına ortalama fiyat da %14 yükseldi.** Şirket hem daha fazla reklam gösterdi hem de reklamverenler her gösterim için geçen yıla kıyasla daha yüksek bir bedel ödedi. Çeyreğin karını okurken ise yaklaşık 9,9 milyar dolarlık hukuki gideri ayrıca hesaba katmak gerekiyor. Reklam işinin ne kadar büyüdüğünü gösterim ve fiyat verilerinden izleyebiliyoruz. Bu büyümenin faaliyet karına ne ölçüde yansıdığına bakarken çeyreğe özgü bu gider de hesaba giriyor.

Apple'ın Eylül çeyreğinde hasılatı %12 artarak 114,5 milyar dolara ulaştı. Tesla'da otomotiv gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %3 gerilerken otomotiv brüt marjı %17'den %18,5'e yükseldi. Şirket, otomotiv satışlarından daha az gelir elde etse de bu gelirin daha büyük bir bölümünü brüt kar olarak koruyabildi. Şirket genelinde ise faaliyet marjı %5,8'den %2,6'ya geriledi. Tesla'nın hisse başına 0,48 dolar kar açıklayarak 0,44 dolarlık beklentiyi aşması da bu açıdan önemli. Analistler daha düşük bir kazanç öngörüyordu. Buna karşılık şirketin her 100 dolarlık satıştan elde ettiği faaliyet karı, bir yıl öncesinin yarısından azına indi.

Şirket	HASILAT (MİLYAR USD)			Hisse Başına Kazanç (USD)		
	Açıklanan	Beklenti	Sürpriz	Açıklanan	Beklenti	Sürpriz
Microsoft	92,279	90,654	**+1,79%**	4,890	4,726	**+3,48%**
Alphabet	111,211	111,292	**(0,07%)**	3,367	3,326	**+1,23%**
Amazon	201,941	202,259	**(0,16%)**	2,385	2,347	**+1,61%**
Meta Platforms	64,601	63,331	**+2,01%**	10,260	7,771	**+32,03%**
Apple	114,477	113,467	**+0,89%**	2,100	1,999	**+5,07%**
Tesla	28,046	28,131	**(0,30%)**	0,480	0,438	**+9,65%**
Nvidia	115,844	109,330	**+5,96%**	2,680	2,470	**+8,51%**

Not: *Alphabet'in hasılatı, Bloomberg EE konsensüsüyle karşılaştırılabilir olması amacıyla trafik edinme maliyetleri (TAC) hariç gösterilmiştir. Şirketin toplam hasılatı 127,58 milyar dolardır.*

Kaynak: *Bloomberg, şirket finansal sonuçları*

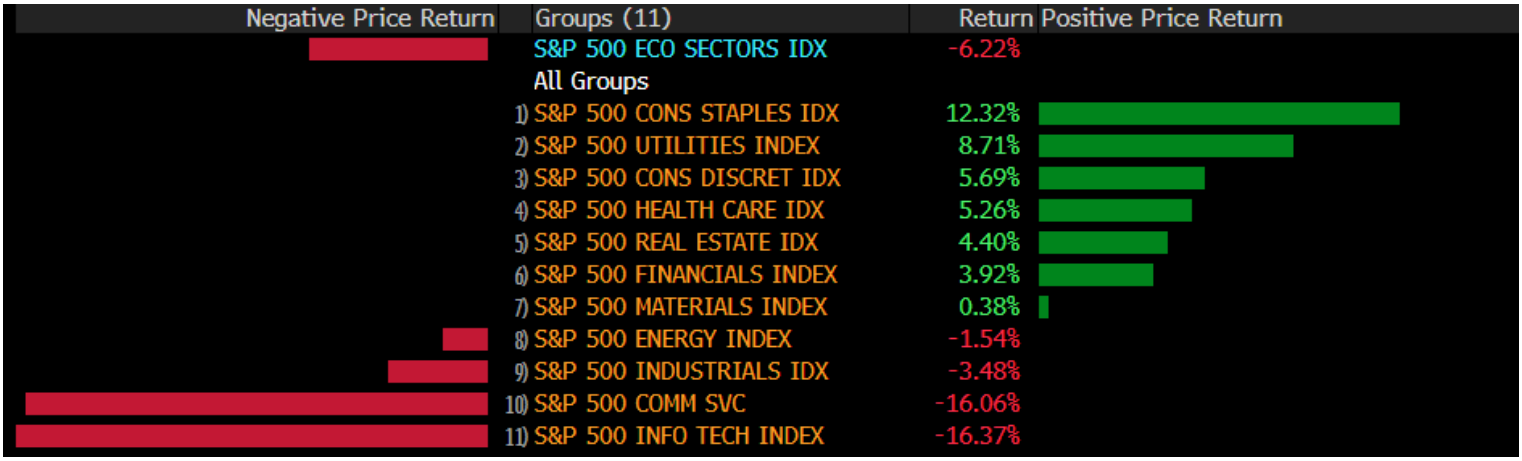
S&P 500 – Sektörel Fiyat Performansı (30 Eylül - 19 Kasım)

Enerji ve teknoloji şirketleri Temmuz - Eylül dönemini birlikte önde tamamladı. S&P 500 enerji sektörü üçüncü çeyrekte %17,2, bilgi teknolojileri %7,2 getiri sağladı. Bilanço açıklamalarının başladığı Ekim ayında ise yönleri ayrıldı. Enerji hisseleri ayı %14 yükselişle tamamlarken teknoloji hisseleri %6,8 geriledi. Zorunlu tüketimde %11,6'ya, kamu hizmetlerinde %10,2'ye ulaşan getiriler, Ekim ayındaki alımların petrol üreticilerinin ötesine de yayıldığını gösteriyor.

Sayfanın altındaki grafik, 30 Eylül - 19 Kasım arasında S&P 500 sektör endekslerinin fiyat değişimini gösteriyor. **Teknoloji şirketleri üçüncü çeyrekte karlarını yıllık %69,57 artırdı.** İzleyen dönemde ise **S&P 500 Bilgi Teknolojileri Endeksi %16,37 geriledi.** Zorunlu tüketimde tersine bir seyir izlendi. Kar artışı %7,81'de kalırken sektör endeksi aynı dönemde %12,32 yükseldi. Sağlık hisseleri de %5,26, kamu hizmetleri hisseleri %8,71 yükseldi. **Bilanço döneminde en yüksek fiyat artışı zorunlu tüketimde görüldü. Kamu hizmetleri ikinci, lüks ve dayanıklı tüketim ise %5,69'luk yükselişle üçüncü sırada yer aldı.**

Bilanço günlerindeki hareketi görmek için daha dar bir zaman aralığına bakabiliriz. FactSet, her şirketin hisse fiyatını açıklamadan iki işlem günü öncesiyle iki işlem günü sonrası arasında karşılaştırıyor. Kendi konsensüs ölçümüne göre hisse başına karı tahminleri aşan S&P 500 şirketleri bu aralıkta ortalama %1,1 değer kazandı. Aynı ölçüte göre beklentiyi geçen Apple, Microsoft ve Tesla'da ise ortalama getiri -%0,2 oldu. Bu üç şirket için tahminin aşılması, belirgin bir alım getirmeye yetmedi.

Diğer yöndeki fark daha büyük. **FactSet'in kar beklentisinin altında kalan Alphabet, Amazon ve Meta'da ortalama kayıp %7,8'e ulaştı**. Endeks genelinde olumsuz kar sürprizine verilen ortalama tepki ise eksi %1,1'di. Üç şirketten hareketle bütün teknoloji sektörüne ilişkin kesin bir yargıya varmak güç. Yine de bu sonuçlarda yatırımcının iki ayrı hesabı birlikte yaptığını düşünüyoruz. Birincisi, şirketin bugün ne kadar kazandığı. İkincisi, aynı büyümeyi sürdürebilmek için yarın ne kadar yatırım yapması gerekeceği. Bulut satışları beklentiyi karşılasa bile ikinci hesaptaki bir değişiklik, hissedarın eline kalacak nakdi ve hisse için ödemeye razı olduğu fiyatı değiştirebiliyor.



***Kaynak**: Bloomberg, FactSet*

Veri Merkezi Yatırımlarının Nakit Karşılığı

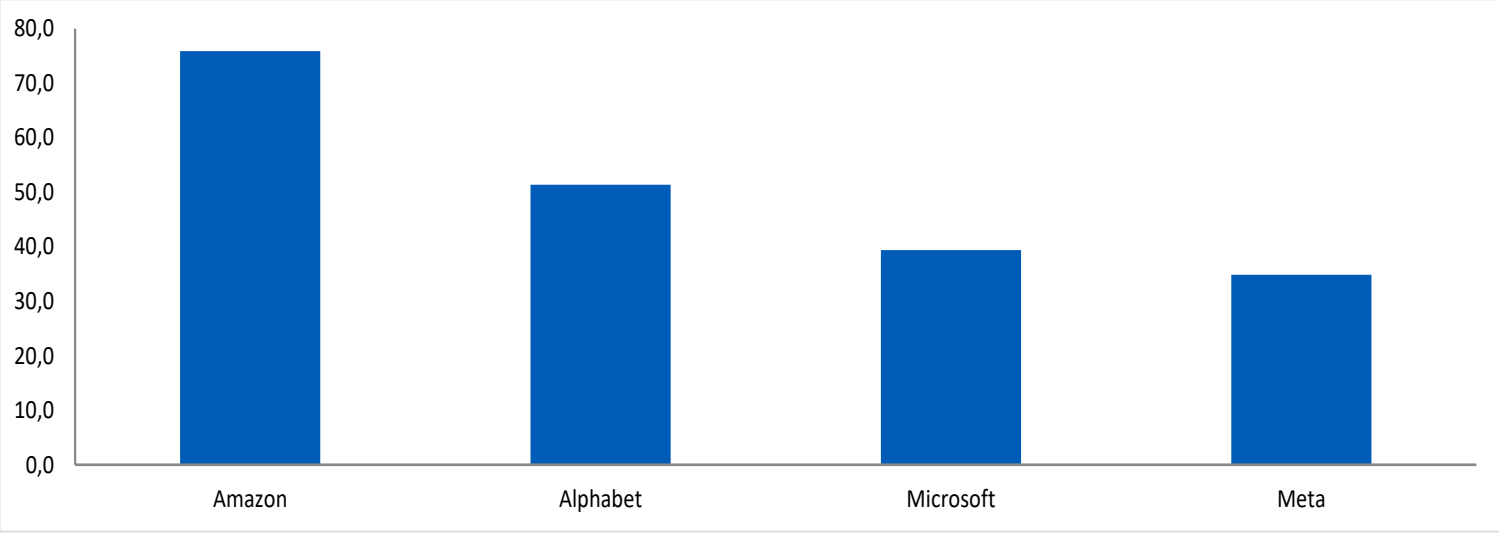
Alphabet üçüncü çeyrekte faaliyetlerinden 42,3 milyar dolar nakit yarattı. Yalnızca üç ayda bu büyüklükte nakit üreten bir şirketin dönemi **9,1 milyar dolar negatif serbest nakit akışıyla kapatması**, veri merkezi yatırımlarının ulaştığı ölçeği anlatıyor. Şirketin sermaye harcamaları 51,4 milyar doları buldu. Microsoft ise aynı dönemde faaliyetlerinden sağladığı yaklaşık 58 milyar doların 39,4 milyar dolarını maddi duran varlık yatırımlarına harcadı. İki şirket de kapasite artırırken **Microsoft, çeyreği 18,6 milyar dolar pozitif serbest nakit akışıyla tamamlayabildi.**

Bu rakamların gelir tablosunda aynı açıklıkta görülmemesinin bir nedeni var. Bir sunucu için ödeme yapıldığında nakit şirketten çıkıyor. Sunucunun maliyeti ise kullanım ömrü boyunca amortisman yoluyla giderleşiyor. Bu nedenle bulut gelirlerinin ve faaliyet karının büyüdüğü bir çeyrekte serbest nakit akışı gerileyebilir. Yatırımın karşılığını değerlendirebilmek için bir sonraki aşamayı da görmek gerekiyor. Yeni kapasite ne kadar çabuk müşteriye açılır ve ne kadar yoğun kullanılırsa, bugünkü harcamayla ileride yaratılacak nakit arasındaki süre o kadar kısalır.

Amazon'da değişimin boyutu son on iki aylık rakamlarda daha açık. Faaliyetlerden yaratılan nakit bir yılda %29 artarak 168,3 milyar dolara çıktı. Bir yıl önce 14,8 milyar dolar fazla veren serbest nakit akışı ise Eylül sonunda 42,4 milyar dolar açığa döndü. Amazon bu değişimin başlıca nedenini, ağırlıklı olarak yapay zeka yatırımlarından kaynaklanan maddi duran varlık alımlarına bağlıyor. Yalnızca üçüncü çeyrekte nakit sermaye harcaması 75,9 milyar doları buldu. AWS'nin faaliyet karı artarken Amazon'un son on iki aylık serbest nakit akışı eksiye döndü. **Mevcut sunucular gelir üretirken gelecek yılların kapasitesi için ödeme bugünden yapılıyor.**

Meta'nın yatırım hesabı biraz farklı. Şirket çeyrekte, finansal kiralama anapara ödemeleri dahil, 34,9 milyar dolar sermaye harcaması yaptı. Bu yatırımın karşılığını ararken bulut sağlayıcılarında olduğu gibi dış müşteriye satılan kapasiteyi ölçemiyoruz. Meta için daha anlamlı göstergeler, reklamverenin bir gösterim için ödediği fiyat, gösterim sayısı ve artan altyapı giderlerinden sonra korunan faaliyet marjı. Reklam fiyatındaki %14'lük yükseliş bu açıdan olumlu. Bunun ne kadarının yeni altyapıdan, ne kadarının reklam talebinden geldiğini tek çeyreğin sonuçlarından ayırmak ise güç.

Şirketlerin Üçüncü Çeyrek Yatırım Harcamaları (Milyar USD)



Not: *Meta'nın verisine finansal kiralama anapara ödemeleri dahildir.*

Kaynak: *Bloomberg*

Üçüncü Çeyrekte Petrol, Tahvil ve Hisse Senetleri

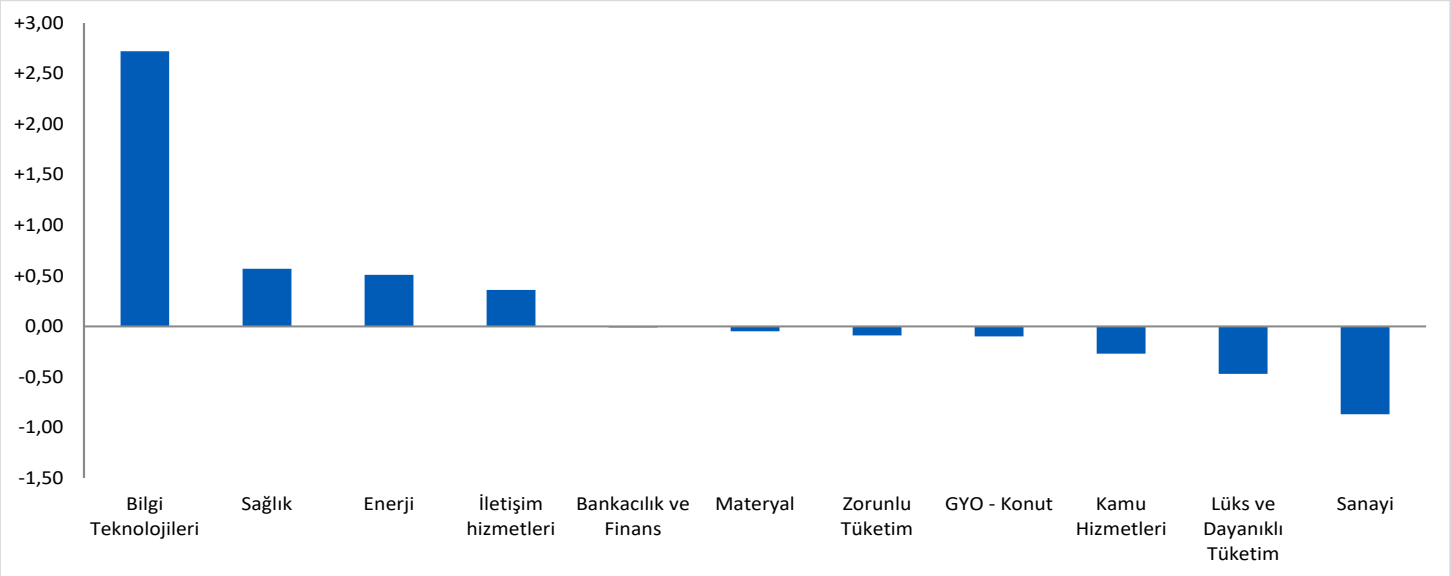
Temmuz ayında Brent petrolün ortalama spot fiyatı varil başına 83,76 dolardı. Ağustos'ta 91,08 dolara çıkan ortalama, Eylül'de 114,16 dolara ulaştı. **Temmuzdan eylüle ortalama varil fiyatındaki artış 30 doları aştı.** Eylüldeki hareketi sertleştiren gelişmelerden biri, Körfez petrolünü Hürmüz Boğazı'na uğramadan dünya piyasalarına taşıyan güzergahların güvenliğinin de tartışmaya açılmasıydı. Suudi Arabistan'ın Doğu - Batı boru hattına yönelik saldırılar, boğazdaki aksamanın alternatif sevkiyatla ne ölçüde telafi edilebileceğine ilişkin belirsizliği artırdı. Böylece arz riski, Hürmüz'den geçen tanker sayısının ötesine taşındı.

Petroldeki yükselişin bilançolara etkisi, şirketin petrolü hangi aşamada alıp sattığına bağlı. Üretim hacmini koruyabilen bir petrol şirketi aynı varili daha yüksek fiyattan satarak gelirini artırabilir. Rafineride ise belirleyici olan, işlenmiş ürünün satış fiyatıyla ham petrol maliyeti arasındaki fark. Benzin ve motorin fiyatı ham petrolle aynı hızda yükselmezse daha pahalı petrol rafinerinin marjını daraltabilir. Havayollarında benzer hesabın karşılığı, yükselen jet yakıtı maliyetinin ne kadarının bilete yansıtılabildiği. Aynı fiyat hareketi bu üç işletmenin birinde ilave gelir, diğerinde daha yüksek işletme maliyeti olarak karşımıza çıkabiliyor.

Fed, 16 Eylül'de politika faizini 25 baz puan artırarak %3,75 - %4,00 aralığına çekti. ABD 10 yıllık tahvil faizi çeyreği %5,29'da bitirdi. Fed tutanaklarında, iki toplantı arasında kısa vadeli tahvil faizlerindeki yükselişin ağırlıklı olarak yatırımcıların enflasyona karşı talep ettiği telafiden geldiği görülüyor. Uzun vadede ise reel faizlerdeki artış daha etkiliydi. Özellikle bugünden büyük yatırım yapan şirketler için bu ayrım önemli. Reel faiz yükseldiğinde gelecek yıllarda elde edilecek aynı tutardaki nakdin bugünkü değeri düşüyor. Nakit ne kadar geç elde edilecekse değerleme bu değişime o kadar duyarlı hale geliyor.

S&P 500 üçüncü çeyrekte %2,30 toplam getiri sağlarken eşit ağırlıklı S&P 500 aynı dönemi %1,87 düşüşle tamamladı. Endeksin faizlerdeki yükselişi nasıl karşılayabildiğini sektör katkıları açıklıyor. Bilgi teknolojileri tek başına endeks getirisine 2,72 yüzde puan katkı yaparken sanayi şirketleri getiriden 0,87 puan götürdü. Başka bir ifadeyle, **teknolojinin katkısı S&P 500'ün çeyrek boyunca sağladığı toplam getiriden bile büyüktü.** Endeksi piyasa değeri ağırlıklarıyla taşıyan bir yatırımcı Temmuz - Eylül dönemini kazançla kapattı. Aynı şirketlere eşit ağırlık verildiğinde ise büyük teknoloji hisselerinin yükselişi, diğer alanlardaki kaybı karşılamaya yetmedi.

Sektörlerin endeks getirisine katkısı (Puan)



Kaynak: *Bloomberg, şirket finansal sonuçları*

2027 Kar Beklentileri ve Değerleme Görünümü

Üçüncü çeyrek bilançoları sonrasında analistler 2027 için kar tahminlerini yukarı çekti. **Eylül sonunda %15,4 olan S&P 500 kar büyümesi beklentisi, 13 Kasım itibarıyla %16,2'ye yükseldi.** Aynı dönemde hasılat büyümesi tahmini %9,3'ten %10'a çıktı. Konsensüs, 2026'da beklenen %33,3'lük kar artışının üzerine 2027'de %16,2 daha büyüme öngörüyor. Büyüme hızının yaklaşık yarıya inmesi ilk bakışta zayıflama izlenimi verebilir. Oysa son bilançolarla birlikte analistler gelecek yıla ilişkin tahminlerini artırdı. Yavaşlamanın bir tarafında, şirketlerin artık bu yıl ulaştıkları daha yüksek kar düzeyiyle karşılaştırılacak olması var.

Endeks tahminindeki iyileşme her sektörde görülmüyor. Bilgi teknolojilerinde 2027 kar büyümesi beklentisi %40,3'ten %42'ye yükselirken sanayide %16,3'ten %14,9'a, bankacılık ve finans sektöründe %9,2'den %8,2'ye indi. Enerji ise tablonun en kolay yanlış okunabilecek satırı. Sektör için öngörülen kar düşüşü %9,3'ten %8,5'e çekildi. Yani sektörün tahmini iyileşti, fakat analistler hala karların gelecek yıl gerilemesini bekliyor. Bu yıl iki katından fazlasına çıkması beklenen enerji karları düşünüldüğünde, karşılaştırma bazının etkisi en açık burada görülüyor.

S&P 500, 13 Kasım itibarıyla gelecek on iki ay için beklenen karın 18,3 katından işlem görüyor. Son beş yılın ortalaması 19,8, son on yılın ortalaması ise 19,1 kat. Eylül sonundan bu yana endeks %0,8 gerilerken gelecek on iki aya ilişkin hisse başına kar tahmini %3,3 yükseldi. İleriye dönük F/K'nın 19 kattan 18,3 kata gerilemesinde kar tahminlerindeki artış, endeksteki düşüşten daha etkili oldu. Ancak çarpanın paydasında henüz elde edilmemiş karlar yer alıyor. Özellikle teknoloji şirketleri öngörülen büyümeyi yakalarsa, endeksin ilerlemesi için yatırımcıların her bir dolarlık kara bugünkünden daha fazla ödemesi gerekmeyebilir. Tersi durumda ise hisse fiyatları yerinde saysa bile aşağı çekilen kar tahminleri bugün görülen iskontoyu daraltabilir.

Üçüncü çeyrekten 2027'ye taşınan soru, bulut şirketlerinin bilançolarında şimdiden okunabiliyor. Talebin gücünü Google Cloud, Azure ve AWS'nin satışlarında, bu talebi karşılamanın maliyetini ise aynı şirketlerin nakit akışlarında görüyoruz. **Önümüzdeki birkaç çeyrekte bizim için en açıklayıcı gelişme bulut gelirleri büyürken yatırım harcamaları sonrasında kalan nakdin artmaya başlayıp başlamayacağı**. İkisi birlikte iyileşirse yeni kapasitenin hissedarlar için de kazanç üretmeye başladığına dair daha somut bir dayanağımız olacak. Satışlar büyürken nakit açığı genişlemeyi sürdürürse tartışma, talebin varlığından çok bu talebi karşılamanın maliyeti etrafında şekillenecek.

2027 Kar Büyümesi Tahminleri

Endeks / sektör	30 Eylül 2026	13 Kasım 2026	Revizyon (puan)
S&P 500	**15,4%**	**16,2%**	**+0,8**
Bilgi Teknolojileri	40,3%	42,0%	+1,7
Sağlık	22,0%	22,3%	+0,3
Sanayi	16,3%	14,9%	-1,4
Bankacılık ve Finans	9,2%	8,2%	-1,0
Enerji	-9,3%	-8,5%	+0,8

Kaynak: FactSet

Çekince Metni

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah., Ihlamur Blv., No3, Ağaoğlu My Newwork, Ataşehir/İstanbul
Mersis No:0478003678700011, Tel: 444 46 36, Web: www.infoyatirim.com
arastirma@infoyatirim.com.tr

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.