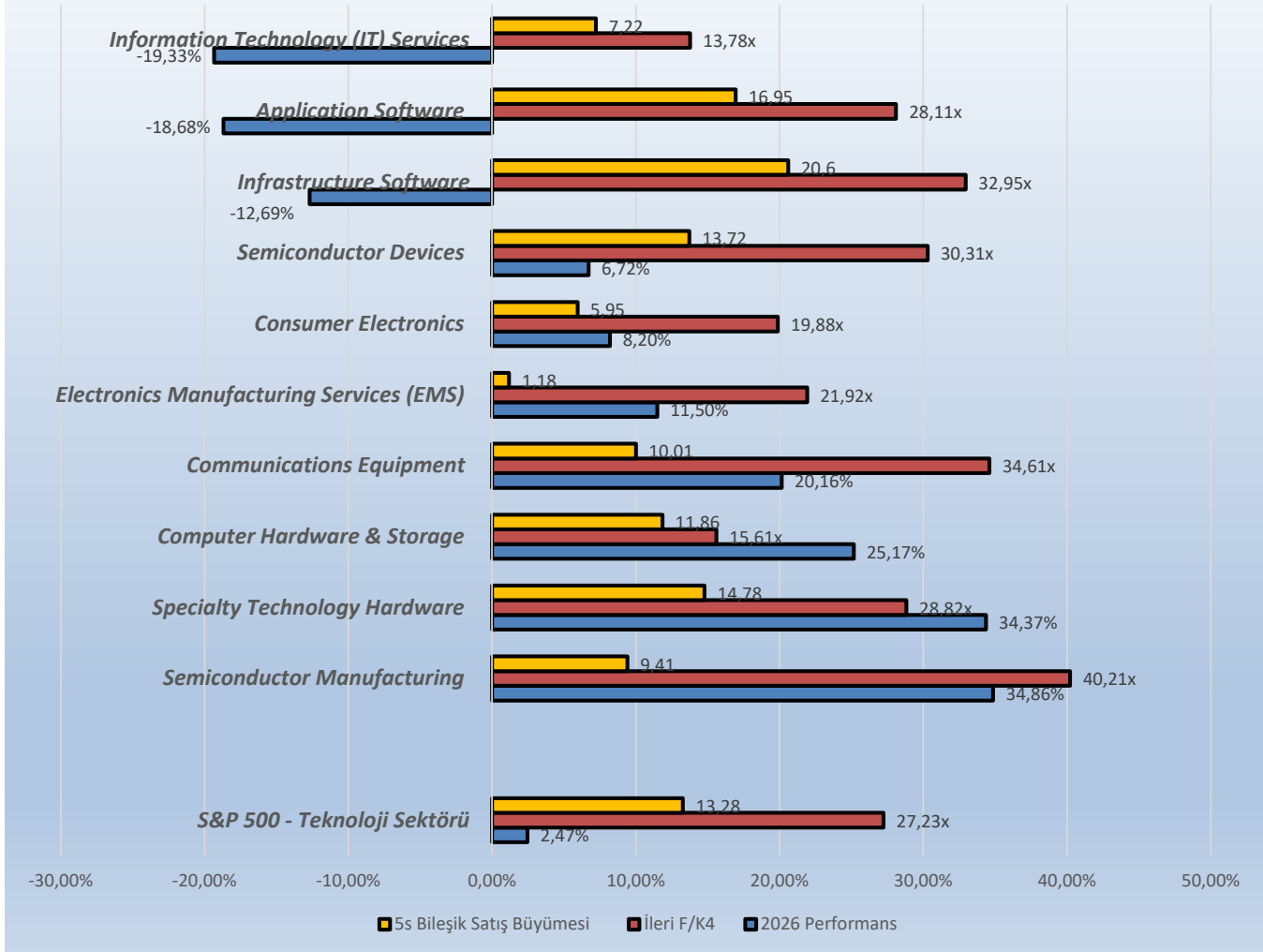


Teknolojide yazılım hisselerindeki türbölans fırsatlar yaratacak...

Anthropic uygulamaları yazılım dünyasını tehdit ediyor... 2026 senesinde teknoloji sektöründeki en önemli gelişmelerden bir tanesi, yapay zekanın yazılım şirketleri üzerindeki etkisine yönelik fiyatlamalar oldu. Claude büyük dil modelini geliştiren Anthropic'in, bu altyapı ile kullanım alanını genişleterek yapay zeka uygulamaları ve ajanlarını, farklı konularda kararlar verebilen ve problem çözen asistanlara dönüştürmesi, bir çok yazılım şirketine yönelik kaygıları artırdı.

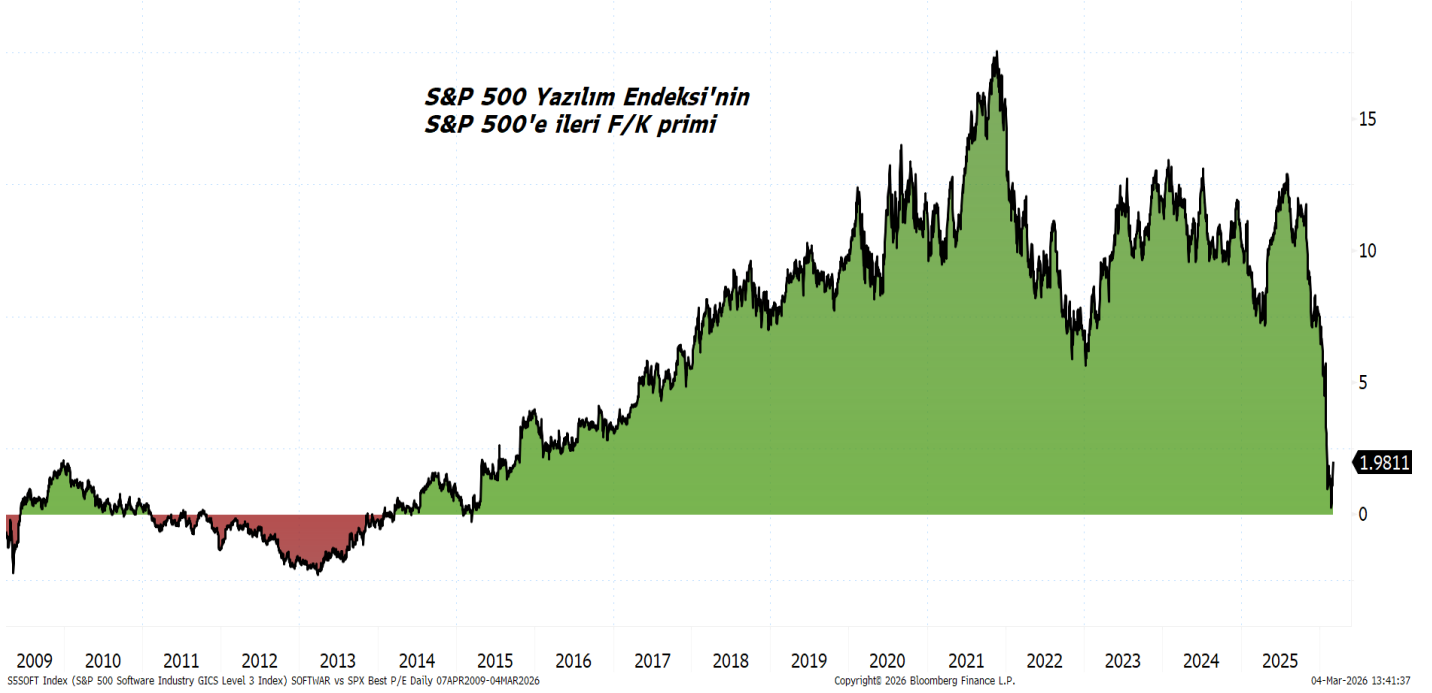
Öncelikle şirket içerisinde kullanılan Claude Code kodlama asistanının kullanımının genişleterek müşterilere sunulması, sonrasında Claude Cowork ile genel iş akışlarının düzenlenmesi ve hukuk, finans gibi spesifik bilgiye ihtiyaç duyulan bir çok alanda bu asistanların günlük hayatı ciddi bir şekilde kolaylaştıracağına anlaşılmaması, günlük hayatımızda sıklıkla kullanılan bir çok yazılımın ve bu yazılımları üreten şirketin geleceği konusunda ciddi bir belirsizlik yarattı. Sektörde bu çalkantıyı yaratan Anthropic halka açık bir şirket olmasa da, son olarak \$380 milyar civarında bir değerlendirme ile yatırım aldığı ve Amazon'un(%15-20 bandında pay) ve Alphabet'in şirkettin en büyük yatırımcıları arasında olduğunu belirtelim.

Yazılım şirketleri rekabetçi pozisyonlarını kaybetmenin ötesinde yok olma riski ile karşı karşıya... Bir çok yazılım şirketinin sadece pazar payı küçülmesi ile değil, yok olma riski ile karşı karşıya kalmaları, yatırımcıların bu şirketlerin riskini ve gelecek potansiyelini ölçmekte zorlanmalarına yol açtı. Şirketlerin bir terminal değerinin var olup olamayacağını hesaplamakta zorlanan yatırımcılar, belirsizliğin çok yoğun olduğu bir ortamda, haklı olarak önce satıp sonrasında soru sormayı tercih ediyorlar. Nitekim S&P 500 endeksindeki teknoloji hisselerini alt sektörlere göre ayırdığımızda, yazılım ile alakalı hisse gruplarının 2026 senesinde en kötü performansı gösterdiklerini gördük.

Teknoloji alt sektörlerin 2026 performansları ve değerlemeler

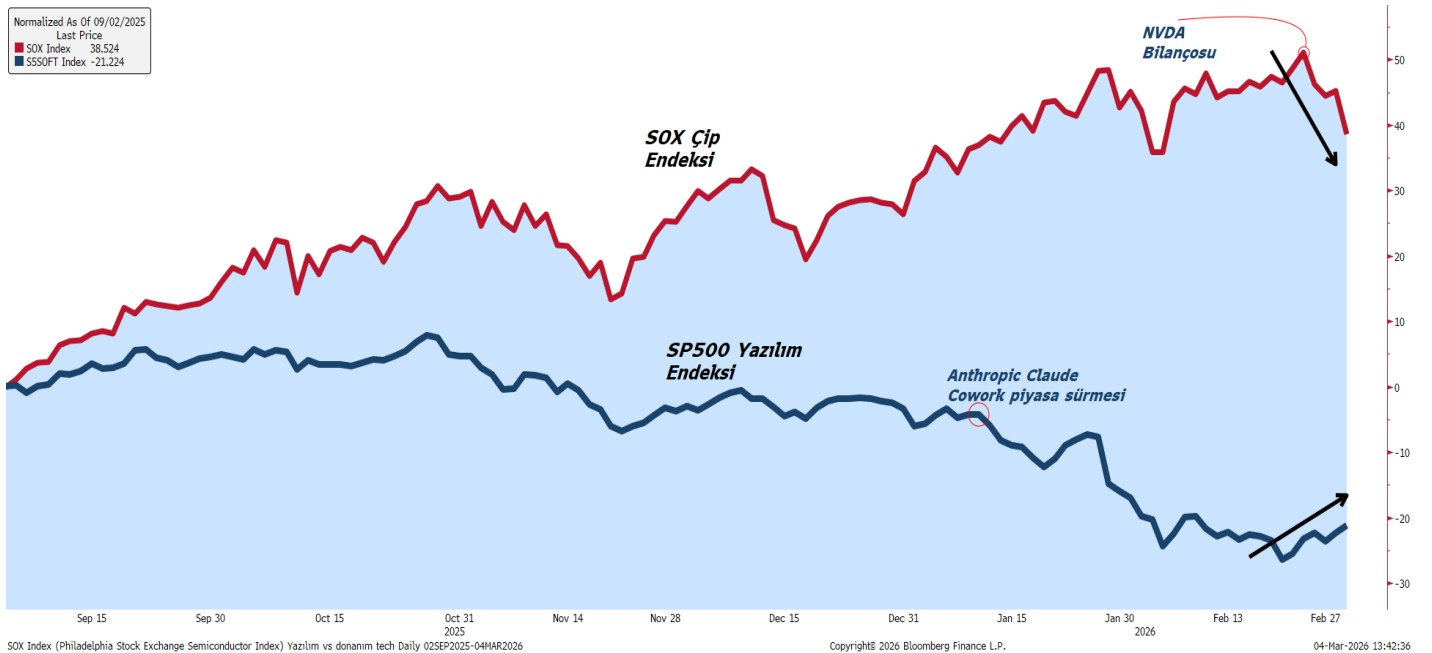
Yazılım hisseleri istikrarlı ve yüksek büyüme patikalarıyla pahalı işlem görüyorlardı...

Yukarıdaki grafikte bu sene %20 üzerinde düşüşle yazılım hisseleri oldukça zayıf performans gösterirlerken, son 5 senelik büyüme oranlarına baktığımızda bu şirketlerin %20'lere yaklaşan ortalama bileşik büyüme ile diğer sektörlere göre çok daha güçlü ve istikrarlı büyüdüklerini görüyoruz. Teknoloji şirketleri arasında **en defansif ve öngörülebilir kar patikasına sahip ve dolayısıyla primli çarpanlarla işlem** gören alanlarından bir tanesi olan yazılımın bir anda en yüksek volatiliteye sahip ve öngörülmesi zor bir alan haline gelmesi ile geçmişte primli işlem gören sektörün bu primin önemli kısmını geri verdiğini, sektör içerisinde bir çok hissenin endekslere göre iskontolu işlem görmeye başladığını aşağıdaki grafikte görüyoruz ve hisselerdeki genele yayılan kayıtsız satışların önemli fırsatları ortaya çıkardığını düşünüyoruz.



Nvidia bilançosu sonrasında donanım ve çip hisselerinden rotasyon...

Yapay zekaya yönelik altyapı yatırımlarının giderek büyümesinden (hiper ölçekleyicilerin sermaye harcamaları 2026'da \$700 milyara ulaşacak) fayda gören donanım hisseleri ve özellikle çok yüksek bilişim kapasitesine ihtiyaç duyulan, yapay zeka uygulamaları ve dil modellerinin geliştirilmesindeki en kritik ekipmanlar olan GPU, TPU, CPU gibi çipleri üreten şirketler, bu harcamaları finansallarına çok hızlı yansıttılar. Bu sayede çip hisseleri çok güçlü performans gösterirlerken, yazılım hisselerinden son 6 ayda ciddi şekilde ayrıştılar. Ancak son dönemde yatırımcıların yavaş yavaş bu yatırımlarının sürdürülebilir olmayabileceği ve yavaşlayacağı kaygılarıyla bu iki alt sektör arasında rotasyona gittiklerini ve bu rotasyonun Nvidia'nın güçlü bilançosundan hemen sonra başladığını görüyoruz. Nvidia bilançosu yatırımcılar tarafından çip hisselerinde kar almak için kullanılırken, yazılım hisselerinde alımların öne çıkması ve gruptaki bir çok hissede bir dip görüntüsünün şekillenmesi dikkat çekiciydi.



Yapay zeka bazı yazılım şirketleri için ikame edici, bazıları için etkinleştirici olabilir...

Yatırımcıların sektör genelinde bir değerlendirme yaparak paniğe kapılmak yerine, yazılım şirketlerini ayrı ayrı inceleyerek, faaliyet gösterdikleri alanda ne kadar dominant bir ayak izine ve sürdürülebilir rekabet avantajına sahip olduklarını değerlendirmeleri gerekiyor. Biz iş planı etrafında koruma alanı güçlü olan, bazı yazılım şirketlerinin yapay zeka uygulamalarındaki gelişmelerden olumlu etkileneceklerini düşünüyoruz. Bu şirketleri seçerken aşağıdaki konuların detaylı olarak değerlendirilmesi gerekiyor:

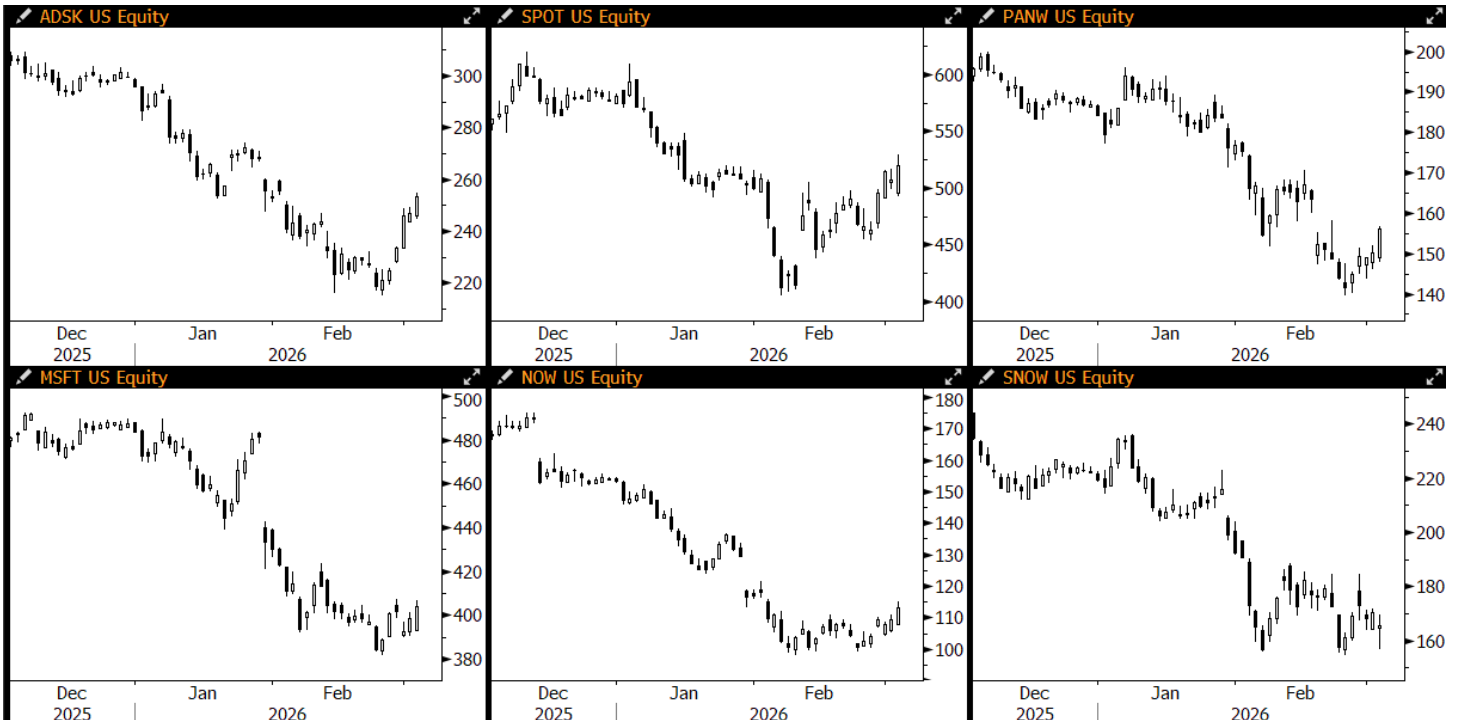
- ✓ **Ekosistem ile yaratılan yapışkanlık ve ağ etkileri**
- ✓ **Marka değeri**
- ✓ **Müşteri sadakati**
- ✓ **Ürünü değiştirme konusundaki bariyerler ve maliyetler**
- ✓ **Ölçek etkisi**
- ✓ **Maliyet avantajları**
- ✓ **Özel veri tabanı avantajları**

Koruma alanı en güçlü olan şirketler daha da karlı hale gelebilirler...

Biz aşağıdaki bazı özelliklere sahip yazılım şirketlerinin yapay zeka tehdidine karşı daha güçlü korunma alanları olabileceğini düşünüyoruz:

- ✓ Spesifik konulara odaklanan (mühendislik, mimarlık, sağlık vs) ve **iş akışlarında dikey entegrasyonu** sağlayan, şirketlerin operasyonlarına derin bir şekilde penetre etmiş yazılımlar
- ✓ Sadece bilgi toplamının ötesinde bu **bilgiyi katma değerli hizmete dönüştürebilen**, kritik öneme sahip alanlarda kullanılan yazılımlar
- ✓ İşlenecek verileri toplayan, düzenleyen yazılımlar
- ✓ Kullanıcıya direk ulaşan yazılımlarda **marka değeri ve müşteri memnuniyeti yüksek olan, ağ etkilerini efektif kullanan** ve büyük bir kullanıcı kitlesi ve ölçek etkisine sahip olan yazılımlar
- ✓ Koltuk başı gelir modeli yerine **kullanıma bağlı bir gelir modeline sahip** olan ve kullanıcı sayısının azalmasından sınırlı etkilenecek yazılım şirketleri
- ✓ **Genele açık olmayan ve katma değer yaratabilen toplanmış bir veri deposuna sahip** olan

Yukarıdaki özelliklere sahip dikkatimizi çeken bazı şirketler Spotify (SPOT), Autodesk (ADSK), ServiceNow (NOW), Microsoft (MSFT), PaloAlto Networks (PANW) ve Snowflake (SNOW). Bunlardan iki tanesini aşağıda daha detaylı inceleyeceğiz.



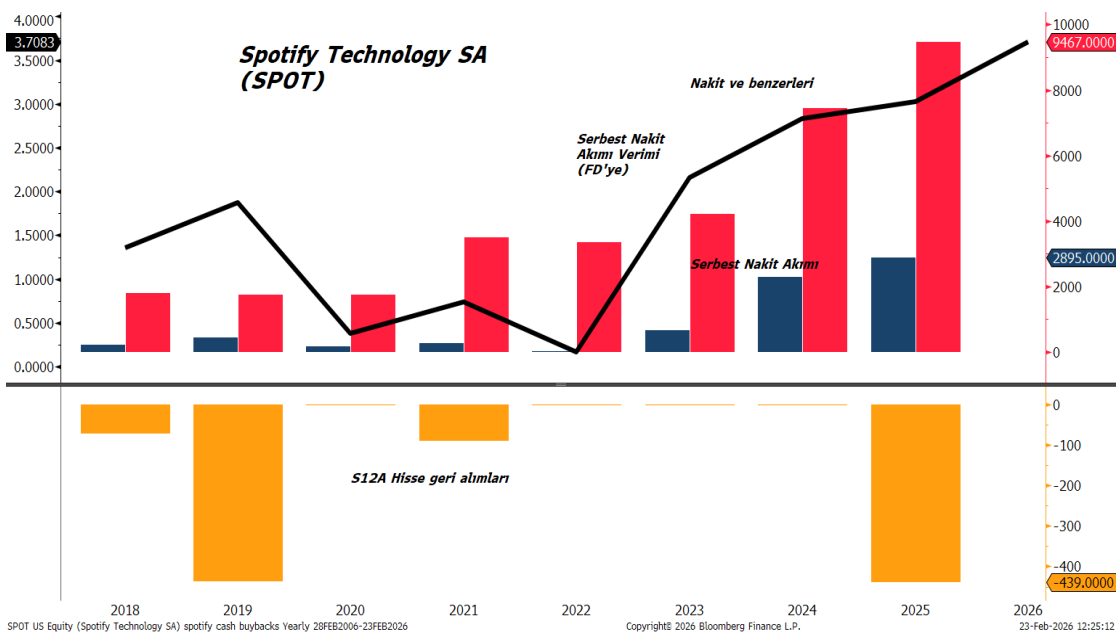
Spotify Technology SA (SPOT):

Yukarıda bahsettiğimiz marka değeri ve müşteri memnuniyeti yüksek olan, ağ etkilerini efektif kullanan ve büyük bir kullanıcı kitlesi ve ölçek etkisine sahip şirketlere örnek olarak Spotify'yı verebiliriz. Son dönemde sektör genelindeki sert satışlardan olumsuz etkilenen hisse, geçtiğimiz yaz aylarında görülen zirveden %34 geriledi. Ancak biz şirketin iş planının koruma duvarının yüksek olduğunu ve yapay zeka tehdidinden daha korunaklı olduğunu ve son dönemde hissedeki düşüşlerin cazip alım fırsatları yarattığını düşünüyoruz.

Her ne kadar son dönemde yapay zeka odaklı içerikler ve yeni ortaya çıkan niş platformlar bir tehdit olarak algılansa da, biz **Spotify'nın derin içerik havuzunun, Sony, Universal, Warner gibi devlerle olan anlaşmalarının ve platformun son çeyrekte 750 milyon üzerindeki global kullanıcısı ile geniş ayak izinin sektörde önemli bir bariyer ve koruma alanı oluşturduğunu** düşünüyoruz. Gelecekte yapay zeka kaynaklı içeriklerin daha çok tercih edilmesi ve bu tarafta popüler olacak yeni bir platform Spotify için bir risk oluştursa da, burada şirketin de yapay zeka konusunda yatırımlarını sürdürdüğünü ve **yarattığı çok ciddi nakit akımı ile rakiplerinden çok daha büyük finansal kaynaklara sahip olduğu** unutulmamalı. Şirketin son çeyrek bilançosuna baktığımızda, bu koruma alanının güçlü olduğuna dair inancımız kuvvetleniyor:

- ✓ Spotify son çeyrekte satışlarını %6,8 büyütürken(FX etkisi hariç %13), 9 milyon premium üye ekledi ve toplam üye sayısını 751 milyona (%11 büyümeye), premium üye sayısını 290 milyona (%10 büyümeye) çıkardı. Premium üyelere elde edilen gelir toplamın yaklaşık %89'u, kalan kısım ise reklam gelirlerinden oluşuyor.
- ✓ Şirketin faaliyet karı %47 yükselirken, burada hisse bazlı maaş ödemeleri kaynaklı vergilerin bu çeyrekte beklentilerden düşük gerçekleşmesi ve brüt marjdaki açılma faaliyet karındaki hızlı yükselişte etkili oldu.
- ✓ Brüt marj önceki çeyreğe ve seneye göre açılarak %33 seviyesine ulaşırken, kar marjlarının daralacağına yönelik yatırımcı kaygılarını hafifletti.
- ✓ Spotify güçlü serbest nakit akımı yaratmaya devam ederken (€834m), hisse geri alımlarını artırarak son çeyrekte \$433 milyona çıkardı. Bu sene \$3,5 milyar civarında serbest nakit akımı yaratabilecek olan şirketin net nakit pozisyonu da mevcut piyasa değerinin yaklaşık %10'una denk geliyor.

Biz Spotify'nın brüt marjındaki açılmayı, sağlıklı ciro ve kar büyümesini, üyelik ücreti artışlarının (Şubat ayında ABD'de üyelik ücreti \$1 arttı) finansallara ve marjlara olumlu yansımaları ve güçlü nakit akımı ile hisse geri alımlarını devam ettirmesinin hisseyi önümüzdeki dönemde destekleyeceğini düşünüyoruz. Son dönemde hissede yaşanan düşüş ile gerileyen değerleme çarpanlarının (35x 2026s ileri F/K), önümüzdeki 3 sene hisse başı net karını %20 üzerinde büyütebilecek bir şirket için makul seviyelere geldiğini düşünüyoruz. Şirketin güçlü nakit pozisyonu, önümüzdeki dönemde yatırımları ve R&D harcamalarını artırarak koruma kalkanını güçlendirme imkanı sağlıyor. Bunlara ek olarak yazılım tarafında yapılan sert satışların **koruma duvarları diğer platformlara göre daha yüksek olması ve yapay zekanın yıkıcı etkisinden daha sınırlı etkileneceğini düşündüğümüz** için hissedeki geri çekilmeyi cazip bir alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.



Autodesk (ADSK):

Endüstriyel kullanım amaçlı yazılım konusunda en çok kullanılan programları şemsiyesi altında barındıran Autodesk, iş akışlarında dikey entegrasyonu sağlayan yazılım şirketlerine iyi bir örnek olarak verilebilir. Global bazda inşaat, mühendislik, mimarlık gibi alanların yanı sıra, ürün tasarımı ve imalatı ve medya ve eğlence gibi alanlarda başta AutoCAD olmak üzere şirketin bir çok programı yoğun olarak kullanılıyor ve özellikle mimarlar ve mühendisler tarafından bu programlar endüstri standardı olarak kabul ediliyorlar. Dolayısıyla şirketin bu alanlarda penetrasyonu çok derin. Şirketin operasyonları ve finansallarında aşağıdaki dinamikleri beğeniyoruz ve her ne kadar **bir çok yazılım şirketinde olduğu gibi yapay zeka hesaplanması zor riskler getirirse de, biz bu dinamiklerin ışığında Autodesk'in bu seviyelerde risk/getiri dengesini son derece cazip buluyoruz.**

Autodesk'in ürünlerinin etrafındaki koruma duvarını güçlendiren faktörler:

Aşağıdaki faktörler kullanıcıların başka yazılıma geçişini zorlaştırarak yapışkanlığı, rekabet gücünü artırıyor:

- ✓ Spesifik alanlarda artık bir endüstri standardı haline gelmiş olması
- ✓ Fiziksel varlıkların tasarlanması, üretilmesi ve işletmesine katkıda bulunması
- ✓ Uzmanlık gerektiren bir konuda geniş bir eğitilmiş kullanıcı kitlesinin olması ve başka bir alternatife geçme masraflarının yüksek olması
- ✓ Regülasyonlar, sektör içi en iyi uygulamalar gibi konulardaki uzmanlık ve tasarımda birikmiş dev veri haznesi
- ✓ Flex gibi uygulamalarla giderek kullanıcı bazlı fiyatlandırmadan, kullanım bazlı paketlere doğru geçilmesi
- ✓ Şirketin sınırlı çerçevede olsa da on seneden fazla süredir yapay zekaya yatırım yapması
- ✓ Yazılımlarının oldukça kritik ve hassas hesaplamalarda kullanılması
- ✓ Müşterilerle uzun dönem kontratlar bazında anlaşmaların yapılması

Autodesk'in finansallarının güçlü, mevcut değerlemelerin makul olduğunu düşünüyoruz:

- ✓ Büyüme ivmesinin sağlıklı seviyelerde ve öngörülebilir olması (Son 5 sene %13 satış, %20 HBK YBBO)
- ✓ Çok düşük sermaye harcaması ihtiyacı (Satışların %1'inden düşük)
- ✓ Stabil seyreden çok yüksek brüt kar marjı (%90 üzeri)
- ✓ Oldukça sağlıklı serbest nakit yaratma kabiliyeti (S12A FD'ye nakit akışı verimi: %4,8)
- ✓ Yüksek seviyelerdeki yatırılmış sermaye getirisi (son 5 sene ortalama: %26)
- ✓ Artan veri merkezi ve altyapı projelerinin gelir büyümesine olumlu yansıması
- ✓ Satışlar sonrasında makul seviyelere gerilemiş olan değerlemeler (20x 2027 mali yıl sonu düz. F/K)

Autodesk Inc Finansallar	Gerçekleşen					S12A	Beklentiler	
	31.01.2022	31.01.2023	31.01.2024	31.01.2025	31.01.2026	31.01.2026	31.01.2027	31.01.2028
Toplam Satışlar	4.386,4	5.005,0	5.497,0	6.131,0	7.206,0	7.206,0	8.120,4	8.944,3
Büyüme YoY	15,7%	14,1%	9,8%	11,5%	17,5%	17,5%	12,7%	10,1%
Büyüme QoQ	15,7%	14,1%	9,8%	11,5%	17,5%		12,7%	10,1%
Brüt Kar	3.967,9	4.525,0	4.986,0	5.553,0	6.556,0	6.556,0	7.542,1	8.306,9
Büyüme YoY	14,90%	14,04%	10,19%	11,37%	18,06%	18,06%	15,04%	10,14%
FAVÖK	864,0	1.224,0	1.338,0	1.600,0	1.773,0	1.773,0	3.286,3	3.720,3
Büyüme YoY	1,1%	41,7%	9,3%	19,6%	10,8%	10,8%	85,4%	13,2%
Esas Faaliyet Karı (FVÖK)	617,6	989,0	1.128,0	1.354,0	1.578,0	1.578,0	3.144,9	3.553,4
Büyüme YoY	-1,83%	60,14%	14,05%	20,04%	16,54%	16,54%	99,30%	12,99%
Net Kar (GAAP)	497,0	823,0	906,0	1.112,0	1.124,0	1.124,0	1.674,5	1.973,5
Net Kar Düz.	1.126,1	1.445,0	1.642,0	1.839,0	--	--		
Hisse başı net kar (GAAP)	2,24	3,78	4,19	5,12	5,23	5,2	8,1	9,4
Hisse başı düzeltilmiş net kar	5,07	6,63	7,60	8,47	10,43	10,43	12,29	13,99
Büyüme YoY	(58,8%)	68,8%	10,8%	22,2%	2,1%	2,1%	55,7%	14,9%
Büyüme QoQ	25,2%	30,8%	14,6%	11,4%	23,1%			
Brüt Kar Marjı	90,5%	90,4%	90,7%	90,6%	91,0%	91,0%	92,9%	92,9%
FAVÖK Marjı	19,7%	24,5%	24,3%	26,1%	24,6%	24,6%	40,5%	41,6%
Faaliyet Kar Marjı	14,1%	19,8%	20,5%	22,1%	21,9%	21,9%	38,7%	39,7%
Net Kar Marjı	11,3%	16,4%	16,5%	18,1%	15,6%	15,6%	20,6%	22,1%

Finansallar, değerlemeler ve beklentiler...

Autodesk'in gelirlerinin ana kısmını mimari, mühendislik ve inşaat (AEC-gelirlerin yaklaşık %50'si) ve imalat (MFG-gelirlerin %19'u) sektörleri oluştururken, AutoCAD gelirlerini (toplamın %25'i) de ayrı kategorize ediyor. Medya ve eğlence alanı ise %5'e yakın pay ile toplam içerisinde en düşük payı alıyor. Dolayısıyla gelirlerin önemli kısmı müşterilerin daha yapışkan olduğu ve değiştirilmesi güç olan alanlardan geliyor.

Yapay zeka tehdidine karşı hamleler... Şirketin yapay zeka tehdidine karşı giderek yapay zeka uygulamalarını yazılımlarına dahil etmesi, tüketim odaklı planlara doğru geçişe odaklanması, WorldLabs gibi şirket alımları ile 3d modelleme gibi spesifik alanlarda yapay zeka desteği ile rekabet avantajını güçlendirmesi, maliyetleri azaltmak amaçlı yaklaşık iş gücünün %7'sine denk gelen küçülme planı gibi adımlar attığını görüyoruz.

Hisse bazlı maaş ödemeleri ve düşük CAPEX'e rağmen yüksek R&D harcamaları gözden kaçmamalı... Şirket düzeltilmiş rakamlarında hisse bazlı maaş ödemelerini dışarıda tutarak operasyonel marjını önümüzdeki iki sene %40 üzerine çıkarmayı hedeflerken, biz Autodesk gibi hisse bazlı maaş ödemelerini sürekli hale getirmiş ve bu yolla yatırımcıların payları üzerinde olumsuz sulandırma etkisi olan bir kalemin kar rakamlarından çıkarılmasını doğru bulmuyoruz. Şirket her ne kadar hisse geri alımları ile dolaşımdaki hisse sayısı üzerindeki sulandırıcı etkiyi hafifletse de bu gideri kar rakamlarına dahil etmek daha doğru olacaktır.

Yukarıda şirketin düşük sermaye yatırımı ihtiyacını bir avantaj olarak belirtmiştik. Her ne kadar **CAPEX satışların %1'inden azına denk gelse de, R&D harcamalarının son beş senede ortalama satışların %25'ini oluşturarak** çok önemli bir masraf kalemi olduğu ve bu masrafların şirketin platform anlamında varlıklarının üretilmesindeki etkisi düşünüldüğünde aslında değerlemeler göz önüne alınırken yeniden yatırımlar içerisinde değerlendirilerek amortize edilmesinin de uygun bir yöntem olabileceğini düşünüyoruz.

	Q4 January 31, 2025	Q4 January 31, 2026 (Note 2)	YTD FY 2026 (Note 2)
Operating activities:			
Net income	\$ 303	\$ 316	\$ 1.124
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	46	50	195
Stock-based compensation expense	186	181	788
Amortization of costs to obtain a contract with a customer	76	172	536
Deferred income taxes	(61)	30	301
Lease-related asset impairments	-	-	-
Restructuring-related asset impairments	15	-	19
Other	(9)	(17)	(10)
Changes in operating assets and liabilities, net of business combinations:			
Accounts receivable	(309)	(633)	(431)
Prepaid expenses and other assets	(267)	(232)	(1.051)
Accounts payable and other liabilities	237	360	455
Deferred revenue	478	841	555
Accrued income taxes	(3)	(79)	(29)
Net cash provided by operating activities	692	989	2.452
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(183)	(323)	(945)
Sales of marketable securities	36	67	318
Maturities of marketable securities	135	135	467
Capital expenditures	(14)	(17)	(43)
Purchases of intangible assets	(5)	(6)	(33)
Business combinations, net of cash acquired	(24)	-	-
Purchases of strategic investments	(11)	(207)	(216)
Other investing activities	(1)	1	1
Net cash provided by (used in) investing activities	(67)	(350)	(451)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock, net of issuance costs	-	-	137
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(48)	(51)	(289)
Repurchase and retirement of common stock	(409)	(331)	(1.402)
Proceeds from debt, net of discount	-	-	499
Repayment of debt	-	-	(300)
Other financing activities	-	-	(6)
Net cash used in financing activities	(457)	(382)	(1.361)
Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents	(6)	3	10
Net (decrease) increase in cash and cash equivalents	162	260	650
Cash and cash equivalents at beginning of period	1.437	1.989	1.599
Cash and cash equivalents at end of period	\$ 1.599	\$ 2.249	\$ 2.249

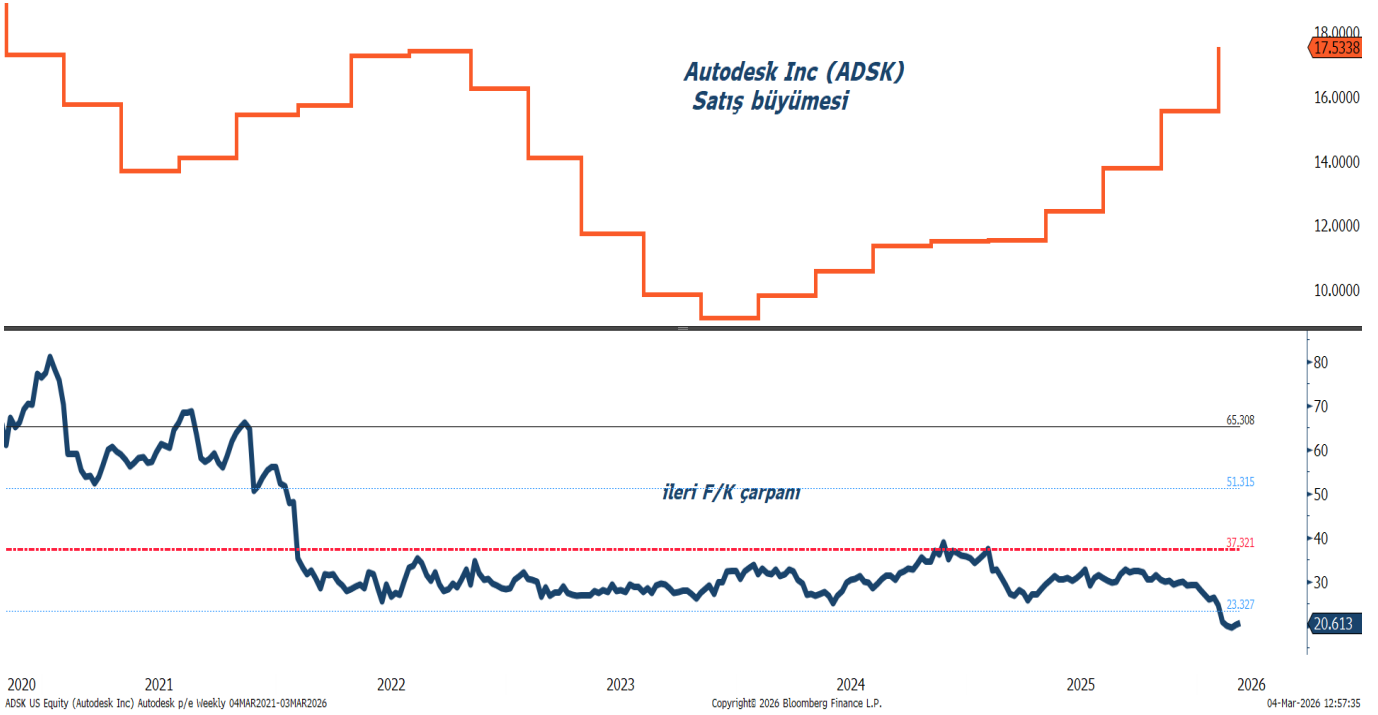
Doğrudan faturalandırma satışları geçici büyütse de, sağlıklı bir büyüme ivmesi var... Şirketin nakit akış tablosunda dikkat çeken bir nokta, ticari alacaklar ve ertelenmiş gelir tarafındaki senelik ciddi büyüme. Ancak bu olumsuz bir faktörden kaynaklanmıyor ve şirketin son senelerde benimsediği aracı ve distribütörleri ortadan kaldırarak müşterilere doğrudan faturalandırma sistemine geçişin kalıcı olmayan bir etkisi.

Nitekim son çeyrekte şirket satışlarını %19,40 gibi çok sağlıklı bir hızda büyütürken, faturalandırma sistemindeki değişikliği çıkardığımızda yine %14 büyümeye elde edildi. Düzeltilmiş hisse başına net kar rakamı(hisse bazlı maaş ödemeleri dahil, bir kerelik yeniden yapılandırma masrafları hariç) %28 artarken, yaratılan serbest nakit akışı da %43 artışla \$972 milyon seviyesine ulaştı ve \$333 milyon hisse geri alımlarına harcandı.

İleriye yönelik projeksiyonlarda şirket 2027 mali yılı için \$8,10-\$8,17 milyar satış ve %38,5-%39 arasında düzeltilmiş operasyonel kar marjı ve \$2,7-2,8 milyar serbest nakit akımı beklentisi paylaştı. Biz şirketin paylaştığı operasyonel kar marjı beklentisinden yukarıda bahsettiğimiz gibi hisse bazlı maaş giderlerini çıkardığımızda ve yaklaşık satışların %2,5'una tekabül edebilecek yeniden yapılandırma masraflarını eklediğimizde şirketin %27 seviyesinde düzeltilmiş operasyonel ve %21 net kar marjına sahip olabileceğini düşünüyoruz.

Autodesk son 8 çeyreğin hepsinde satış ve net kar beklentilerinin üzerinde rakamlar açıklarken, şirketin konservatif tahminler yaptığını unutmamak gerekiyor. Son 8 çeyrekte satış beklentilerini ortalama %1,54 aşan şirketin 2027 mali yılı için yaptığı tahminin orta noktası bu ortalamaya göre yukarıya çektiğimizde **\$8,26 milyarlık bir satış tahminine, \$1,73 milyar net kar ve \$8,2 HBK (yapılandırma masraflarına göre düzeltilmiş ancak hisse bazlı maaş giderlerini içeren)** tahminine ulaşıyoruz. Son dönemdeki panik satışları sonrasında yatırımcıların tekrar akli selim düşünerek sektörde kazanan ve kaybedenleri ayırmaya başlaması ile beraber Autodesk'in ileri F/K çarpanının tekrar 37x seviyelerine doğru açılacağını göz önüne aldığımızda mali yıl sonu için \$303 gibi bir hedef buluyoruz ki bunun hisse bazlı maaş ödemelerinin dahil edilmesiyle daha konservatif bir kar beklentisi olduğu unutulmamalı.

Mevcut hisse fiyatı ve beklentileri baz alarak, İNA değerlendirme yöntemi ile Autodesk'de önümüzdeki 5 sene ne kadarlık bir büyümenin fiyatlandığına kabaca bakarsak, (WACC: %10,66, Terminal büyüme:%4, Ortalama 5s vergi sonrası kar marjı:%19) hissede önümüzdeki **5 sene yaklaşık %18 gibi bir bileşik satış büyümesi fiyatlandığını bunun da son derece makul ve ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.**





ÇEKİNCE:

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