

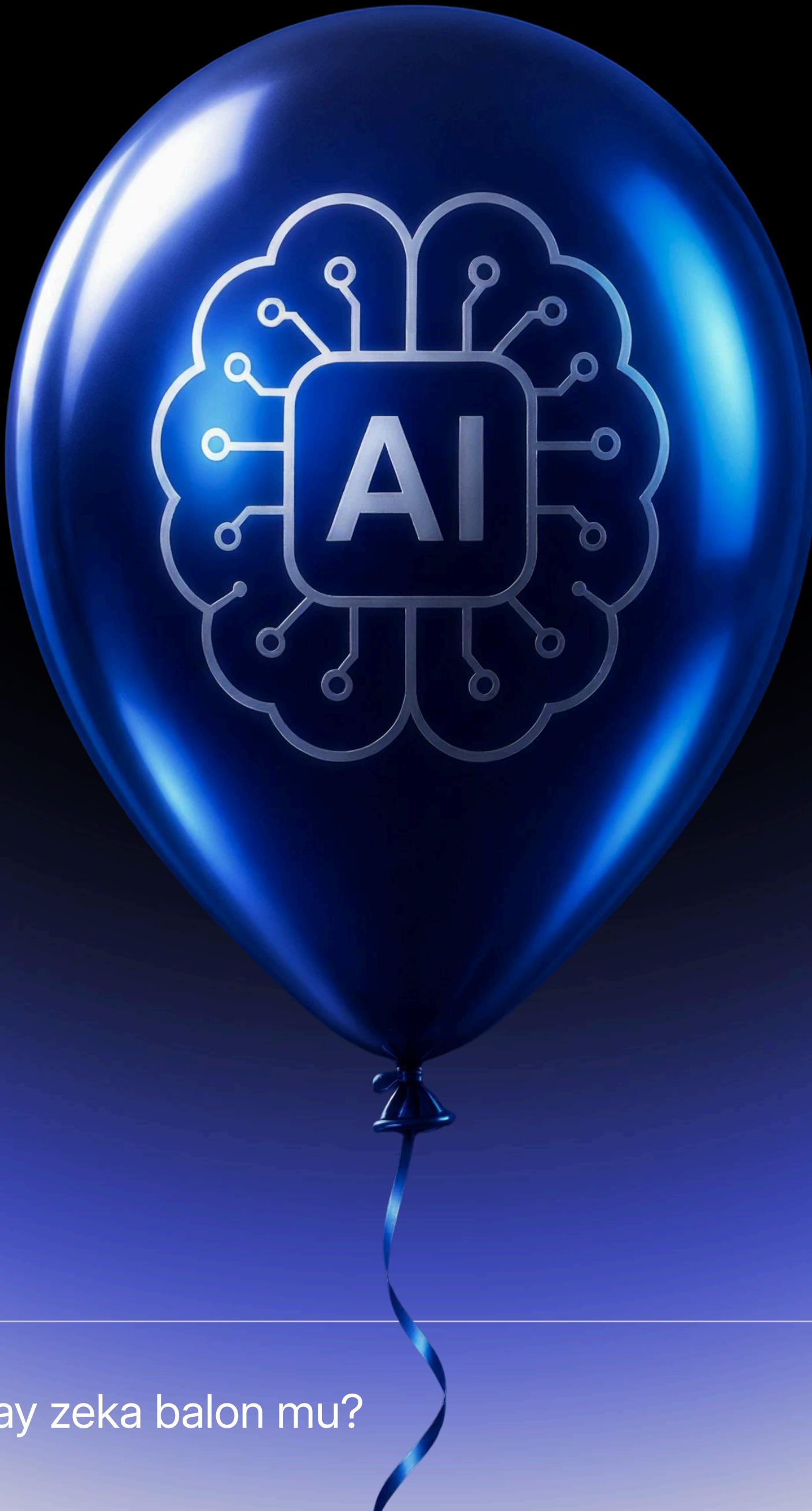


Yapay Zeka Balon mu?



Yapay Zeka Hisseleri Balon mu?

Yapay zeka rüzgârı finans dünyasını ikiye bölmüş durumda: Bir kesim 1929 ve 2000'in benzer şartlarını görürken, diğer kesim tarihin en büyük verimlilik devrimine tanıklık ettiğimizi savunuyor. Temmuz 2026 itibarıyla piyasa; rekor seviyedeki CAPE (Döngüsel olarak düzeltilmiş F/K) oranları, yoğunlaşan teknoloji devleri ve milyarlarca dolarlık altyapı harcamalarıyla bir dönüm noktasında. Bu çalışmamızda, sadece manşetlere takılı kalmayıp token ekonomisinden robotik yatırımlarına, şirket marjlarından tarihsel çarpanlara kadar uzanan verilerle; 'balon mu, yoksa yeni bir paradigma mı?' sorusunu, gürültüden arındırılmış bir perspektifle analiz etmeyi amaçlıyoruz.



Tartışmanın Tarafları

Yapay zekâ odaklı sermaye piyasası rallisine temkinli yaklaşan kesim, aşırı yüksek değerlendirme çarpanları, artan kredi maliyetleri ve piyasa yoğunlaşmasının yarattığı sistemik risklere dikkat çekiyor.

İngiltere Merkez Bankası'nın Temmuz 2026 tarihli Finansal İstikrar Raporu, yapay zekâ hisselerinde ani ve sert bir değerlendirme düzeltmesi ihtimalini vurgularken, Ray Dalio piyasadaki coşkunun 1929 ve 2000 tarihi balonlarının patlamadan hemen önceki eşiklerinin yaklaşık %80'ine ulaştığına işaret ediyor. Dalio'ya göre büyük teknolojik kırılımların kaçınılmaz olarak ürettiği bu balon yapısı, ancak negatif bir dışsal katalizörle sönme sürecine girecektir.

Benzer şekilde, mevcut konjonktürü dot-com dönemiyle özdeşleştiren Michael Burry, Asyalı üreticilerin devasa çip yatırımlarını döngüsel bir zirve belirtisi olarak yorumluyor ve yapay zeka hisselerine satım opsiyonlarının yanı sıra şirketlerin amortisman varsayımlarındaki muhasebe esnekliklerini eleştirerek riskleri somutlaştırıyor. Jeremy Grantham'ın da altını çizdiği üzere bu kanat, piyasanın rasyonel temel verilerden koparak tarihsel bazda en pahalı seviyelerine ulaştığı görüşünde birleşiyor.

Buna karşın iyimser taraf, mevcut fiyatlamaları rasyonel bir temele oturtmak adına hem şirketlerin nakit yaratma potansiyelini hem de sektörün maruz kaldığı derin arz kısıtlarını öne çıkarıyor. Cathie Wood, piyasa katılımcılarının genelinde bir balon tedirginliği varken klasik bir balonun olamayacağını savunuyor ve yapay zeka hisselerine eklemeler yapıyor. Bill Ackman da yapay zekâ adaptasyonunu ıskalayan kurumların pazar payı kaybedeceği öngörüsüyle Microsoft'a milyarlarca dolarlık yatırım yapıyor.

TSMC gibi ip üreten dev şirketlerin en kaliteli ve en gl yapay zekâ iplerini ürettiği bu bantlarda 2027 yılına kadar hiç boş yer kalmadı. Nvidia, Apple ve AMD gibi devler fabrikanın bu özel üretim hatlarını yıllar öncesinden tamamen kapattı, dolayısıyla fabrikalarda fiziki olarak yeni ip üretecek alan ve imkn yok ve 2026'da talebin kapasiteyi %25-30 aşması bekleniyor. Nvidia CEO'su Jensen Huang TSMC'den kapasite artırımını talep ederken, Broadcom 2026 için arz sıkışıklığı uyarısı yaptı. Darboğaz artık wafer üretiminden ileri paketlemeye kaymış ve bu kapasite de 2026 sonuna kadar satılmış durumda. Bu kesim için balon sorusu ters yüz olmuş denebilir: Sorun, fiyatların talebin önünde koşması değil, arzın talebe yetişememesi.

2. Balon Tezini Destekleyen Veriler

Değerleme ve yoğunlaşma

- Bir borsanın veya hissenin pahalı mı yoksa ucuz mu olduğunu ölçen uzun vadeli bir değerleme yöntemi olan Shiller CAPE rasyosu 40'ın üzerinde, 140 yıllık dönemde bu seviye yalnızca dot-com zirvesinde görüldü.
- En büyük 10 hisse endeksin %35-40'ını oluşturuyor. dot-com zirvesinde bu rakam %25-27 seviyesindeydi. J.P. Morgan'a göre S&P 500 değerinin %44' sadece 30 yapay zekâ bağlantılı hisseden oluşuyor ki bu, dünyadaki tüm borsaların toplam değerinin dörtte birinden fazla.
- Bir rnek olarak Palantir, zirvesindeyken kârının yaklaşık 431, satışlarının 115 katıydı. Hisse 207 dolardan 129 dolara düştü; buna rağmen fiyatı hl beklenen kârın yaklaşık 93 katı. (Sağlıklı bir şirket genelde kârının 15-25 katına satılır.)

Harcama-gelir makası

- Sektör yılda yaklaşık 400 milyar dolar altyapı harcaması yapıyor, buna karşılık kurumsal AI geliri yaklaşık 100 milyar dolar civarında. Yani 4 harcanırken 1 kazanılıyor.
- OpenAI, yıllık tekrarlanan gelir yaklaşık 25 milyar dolarken 8 yılda 1,4 trilyon dolarlık veri merkezi taahhüdü verdi (taahhüdün yaklaşık 1/56'sı) ve harcamanın önemli bir kısmı borçla finanse ediliyor.
- Morgan Stanley, 2025-2028 arasında veri merkezlerine 3 trilyon dolar harcanacağını beklediklerini belirtti.
- Büyük teknoloji şirketlerinin 2026 AI altyapı harcaması yaklaşık 700-750 milyar dolar. Üstelik bunun için borç alarak ve hisse satışı yaparak 255 milyar dolar topladılar. Alphabet 2026 yatırım hedefini 175-185 milyar dolara çıkardığını açıkladığında ise hissede satış görüldü. Piyasanın sorusu net, bu harcama kazanca dönüşecek mi?

Verimlilik paradoksu

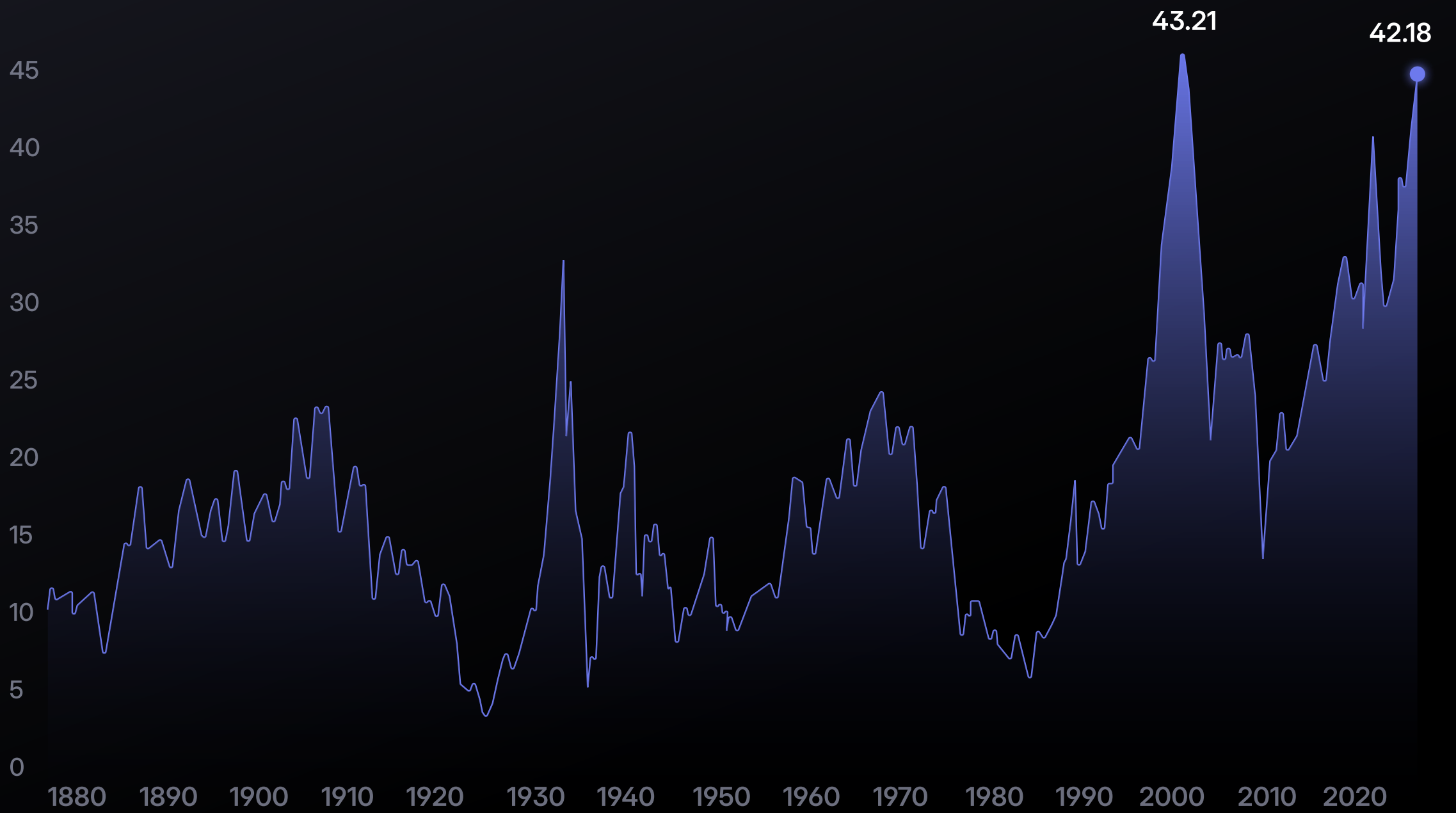
NBER'in Şubat 2026 çalışmasına göre şirketlerin %90'ı yapay zekânın verimlilikte henüz ölçülebilir bir etkisi olmadığını söylüyor ancak yöneticiler yine de gelecekte %1,4 verimlilik artışı bekliyor. Tablo, 1980'lerin "bilgisayarlar her yerde, verimlilik istatistikleri hariç" paradoksunu andırıyor.

Bölüm 5'teki kullanım verisiyle birlikte okunduğunda çelişki değil, zamanlama riski ortaya çıkıyor: Kullanım hızla yayılıyor, ölçülen verimlilik gecikmeli geliyor. Bunun, teknolojik inovasyonların tipik bir deseni olduğunu söyleyebiliriz.

3. CAPE Hâlâ Geçerli Bir Pusula mı?

CAPE, fiyatı son 10 yılın enflasyonuna göre düzeltilmiş ortalama kârına böler; böylece tek bir yılın şişkinliği ya da çöküşü rasyoyu yanıltmaz. Kısa vadeli zamanlama aracı değil, uzun vadeli değerlendirme göstergesidir.

Shiller CAPE Rasyosu



Yapay zekanın balon olduğunu düşünenlere göre, CAPE rasyosu dot-com balonundan bu yana tarihin en yüksek seviyelerinde. 1881'den beri geçerli bulgu şu: yüksek CAPE'ten alım yapanların takip eden 10 yıldaki reel getirisi tarihsel olarak düşük olmuştur. 2000'de CAPE neredeyse 44'e yükseldiğinde sonraki on yıl hisseler için “kayıp on yıl” oldu. Ancak bu sefer gerçekten farklı olabilir mi?

Bu rasyoyu baz alarak balon vurgusu yapanları eleştirenlere göre ise itirazlar dört başlıkta toplanıyor.

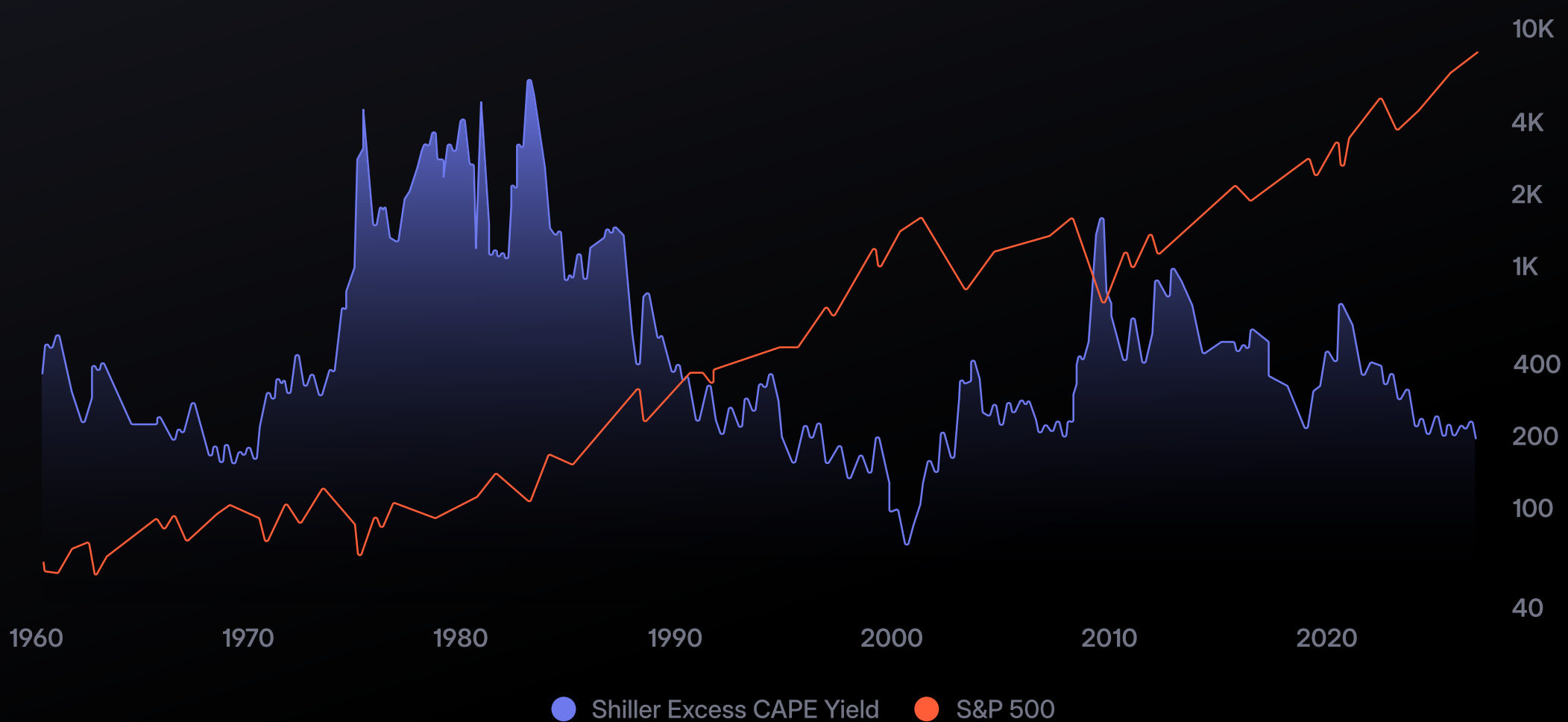
(1) **Endeks bileşimi:** 1950'lerin çelik-demiryolu-petrol ağırlıklı, düşük marjlı endeksi, yerini her 100 dolar satıştan 25 dolar kâr eden platform devlerine bıraktı. CAPE'in 17 lik tarihsel ortalaması, o eski ekonominin ortalamasıdır.

(2) Muhasebesel olarak 2001 sonrası kurallar ve Ar-Ge'nin doğrudan gider yazılması bugünün kârını düşük, dolayısıyla CAPE'i olduğundan yüksek gösterir.

(3) Temettü yerine geri alım, hisse başına kârı hızla büyütür ancak 10 yıllık ortalama bu etkiyi tam olarak yakalayamaz.

(4) Shiller'in kendisi 2020'de ham CAPE'in faizi dışladığını, bu nedenle güncellemeye ihtiyaç duyduğunu kabul edip Excess Cape Yield'ı (hisse kazanç getirisi eksi tahvil faizi) geliştirdi. Faize göre düzeltilmiş bakışta bugünkü seviyeler tarihte defalarca görülmüştür, dolayısıyla "2000'den beri ilk kez" algısı bu metrikte kırılır.

Shiller Excess Cape Yield



CAPE ilk yayımlandığında

Şirket	Sektör	Net Marj	F/K
Exxon	Petrol	%4-5	11-13x
General Electric	Sanayi	%8-9	12-14x
IBM	Donanım	%9-10	11-13x
AT&T	Telekom	%7-8	14-16x
Philip Morris	Tütün/Gıda	%9-10	10-12x
Merck	İlaç	%19-20	18-20x
Bristol-Myers	İlaç	%13-14	14-16x
DuPont	Kimya	%6-7	9-11x
Amoco	Petrol	%6-8	9-11x
BellSouth	Telekom	%11-12	11-13x

Cape'in yayımlandığı ilk yıllarda medyan şirket, %8-9 marjla çalışıyor ve kârının yaklaşık 12 katına satılıyordu. O dönem en değerli şirketler petrol, kimya, telekom gibi çok yatırım isteyen, az kâr bırakan işlerden oluşuyordu.

Bu şirketler gelirlerini büyütmek için çok fazla sermaye harcaması yapmak zorunda kalıyor ve genellikle ürettikleri ürünler düşük katma değerli ürünler oluyordu. CAPE'in 15'lik "tarihsel ortalaması" işte bu ekonominin ortalamasıydı.

Dot-com zirvesi - 2000

Şirket	Sektör	Net Marj	F/K
Microsoft	Yazılım	%39-41	60-70x
Cisco	Ağ donanımı	%16-17	130-472x*
General Electric	Sanayi	%9-10	40-50x
Intel	Çip	%23-25	40-55x
Exxon Mobil	Petrol	%4-5	25-30x
Walmart	Perakende	%3-3,5	40-55x
Oracle	Yazılım	%14-16	100-150x
IBM	Bilişim	%8-9	25-30x
Citigroup	Finans	%15-18	15-20x
Lucent	Telekom ekipmanı	%8-9	40-60x

* Cisco'nun zirve F/K'sı hesaplama yöntemine göre 130x-472x arasında raporlanır.

Bir de karşılaşmanın yapıldığı meşhur dot-com balonuna bakalım. Medyan şirket, kârının 40-55 katına satılıyordu, 1989'un 3-4 katı.

Burada özellikle vurgulamak isteriz, Microsoft (%40) hariç marjlar 1989'dan pek yüksek değildi (Cisco %17, Walmart %3, GE %10). Yani şirketler aynı kârı ederken yatırımcı o kâr için 3-4 kat fazla ödemeye başladı ve fiyat ile kazanç bağlantısını yitirdi.

Sonuçlara baktığımızda ise o dönem Cisco %88 değer kaybetti, Lucent fiilen yok oldu, Nasdaq ise o dönemki zirvesini ancak 15 yıl sonra gördü.

Yapay zekâ rallisi - 2026

Şirket	Sektör	Net Marj	F/K
Nvidia	Yarı İletken/Çip	%53-63	30x
Apple	Tüketici Teknoloji	%24-26	41x
Alphabet	Platform/Bulut	%29-32	17x
Microsoft	Yazılım/Bulut	%35-36	23x
Amazon	E-ticaret/Bulut	%11-12	28x
Broadcom	Yarı İletken/Çip	%30-35	63x
Meta	Platform	%33-37	20x
Tesla	Otomotiv/Robotik	%5-7	281x
Eli Lilly	İlaç	%25-30	43x
Micron	Bellek çipleri	%56	20x

Veriler 30 Temmuz tarihinde hazırlanmıştır.

Gelelim bugüne, ilk 10'un medyan F/K'sı 29 kat. Bu, 2000'in 45 ila 50 katına göre belirgin biçimde düşük. Asıl fark marj tarafında.

İlk 10'un medyan net marjı yüzde 30'un üzerinde, 1989'un 3 ila 4, 2000'in ise 2 ila 3 katı kadar. Nvidia'nın yüzde 63 kâr marjı, 1989'un en kârlı şirketi Merck'in bile 3 katına denk geliyor. Üstelik bu 10 şirket endeks karının yüzde 30'unu tek başına üretiyor. 2000'de bu pay yüzde 20'nin altındaydı.

Yani hem ürettikleri ürünler hem de bu ürünlerin kâr marjları açısından bakıldığında, tarihin en güçlü şirketler grubundan bahsediyoruz.

Tepe Ayırışması

Şirket(piyasa değeri)	Mart 2000	2025-26
En büyük 10 hissenin F/K'sı	~42x	~31x
Geri kalan ~490 hissenin F/K'sı	~21x	~21x
Tepenin geri kalana fiyat primi	%100+	~%48
İlk 10'un toplam kârdaki payı	<%20	~%30

2000'in asıl anormalliği tepenin primiydi. Endeks kârının beşte birinden azını üreten şirketlere geri kalanın iki katı çarpan ödeniyordu, bu da fiyatlamanın kazançtan kopup hikâyeye dayandığının klasik bir işaretiydi. Bugün ise ilk 10, toplam kârın yaklaşık %30'unu üretiyor ve prim yaklaşık %48'e inmiş durumda. Ödenen her birim primin arkasında çok daha fazla gerçek kâr var.

Endeksin geneli; geçmiş kâra göre yaklaşık 24.7x, beklenen kâra göre ise yaklaşık 20x seviyesinde. "Muhteşem Yedili" haziran-temmuz satışlarıyla beklenen kâra göre son on yılın en ucuz seviyelerine indi (fiyatlar sermaye harcaması endişesiyle düşerken kâr beklentileri artmaya devam etti).

Bu çıktılara karşın bir risk göstergesinin varlığını da belirtmek gerekiyor. Mevcutta Muhteşem Yedili'nin kazanç getirisi (%3.6, Temmuz 2026) 10 yıllık tahvil faizinin (%4,69) altında.

Yani yatırımcı, garantili getiriden düşük nakit getiriye “büyüme farkı kapatır” bahsiyle razı oluyor. Bu da demek oluyor ki tahvil faizlerinin daha çok artış gösterdiği noktada bahsi geçen Muhteşem Yedili hisseleri epey zor günler geçirebilir.

Üç dönemin özeti

	1988-89	Mart 2000	Temmuz 2026
CAPE	~14-15	~44	~41
İlk 10'un medyan F/K'sı	~12x	~45-50x	~29x
Geri kalan ~490 hisse F/K	~12x	~21x	~21x
Tepenin fiyat primi	Prim yok	%100+	~%48
İlk 10'un kârdaki payı	—	<%20	~%30
İlk 10'un medyan net marjı	~%8-9	~%10-15	~%30
İlk 10'un endeks ağırlığı	~%20	~%25	~%35+
Tepenin karakteri	Petrol, kimya telekom	Umut + birkaç kârlı dev	Tarihin en kârlı şirketleri

Üç dönemi karşılaştırmalı bir biçimde yan yana koyduğumuzda günümüzde tepedeki hisselerin endeksteki ağırlığının yüksek olduğunu ancak bu yüksekliğin net kâr marjı verileriyle desteklendiğini görüyoruz.

5. Talep Gerçek mi? Token Ekonomisi

Peki son birkaç yılda yapay zekaya bu denli yüksek yatırım yapılıp, arz her geçen gün yükselirken bunu karşılayacak talep olacak mı? Talep arza yetişebiliyor mu? Yani iyimserler gerçekten haklı mı?

Google'ın token sayacı: Talebin ilk halka açık ölçümü

Tarih	Aylık işlenen token
Mayıs 2024	9,7 trilyon
Mayıs 2025	480 trilyon
Ekim 2025	1,3 katrilyon
Mayıs 2026	3,2 katrilyon

Kaynak: Alphabet

Burada iki yılda yaklaşık 330 kat, son bir yılda ise 7 kat büyümeden bahsediliyor. Son 12 ayda 375'ten fazla Google Cloud müşterisi tek başına 1 trilyondan fazla token tüketti. Bu artış, şirketlerin “deneme”den gerçek üretime geçtiğinin kanıtı.

Gemini uygulaması ayda 900 milyon kullanıcıya, aramadaki AI özetleri 2,5 milyar kişiye ulaştı. ChatGPT gibi dağıtım kanalı Alphabet’e kıyasla daha düşük olan bir örnek bile aylık 1 milyar kullanıcıya ulaşmış durumda.

Goldman Sachs, sektör geneli token tüketiminin 2026-2030 arasında 24 kat artarak ayda 120 katrilyona ulaşmasını öngörüyor.

Aynı dönemde çip üreticileri birim maliyeti yılda %60-70 düşürüyor; patlayan talep ve ucuzlayan birim maliyet, bulut devleri için kârlılığın dönüm noktası olabilir. Goldman ayrıca 12-18 ay çip kıtlığı bekliyor.

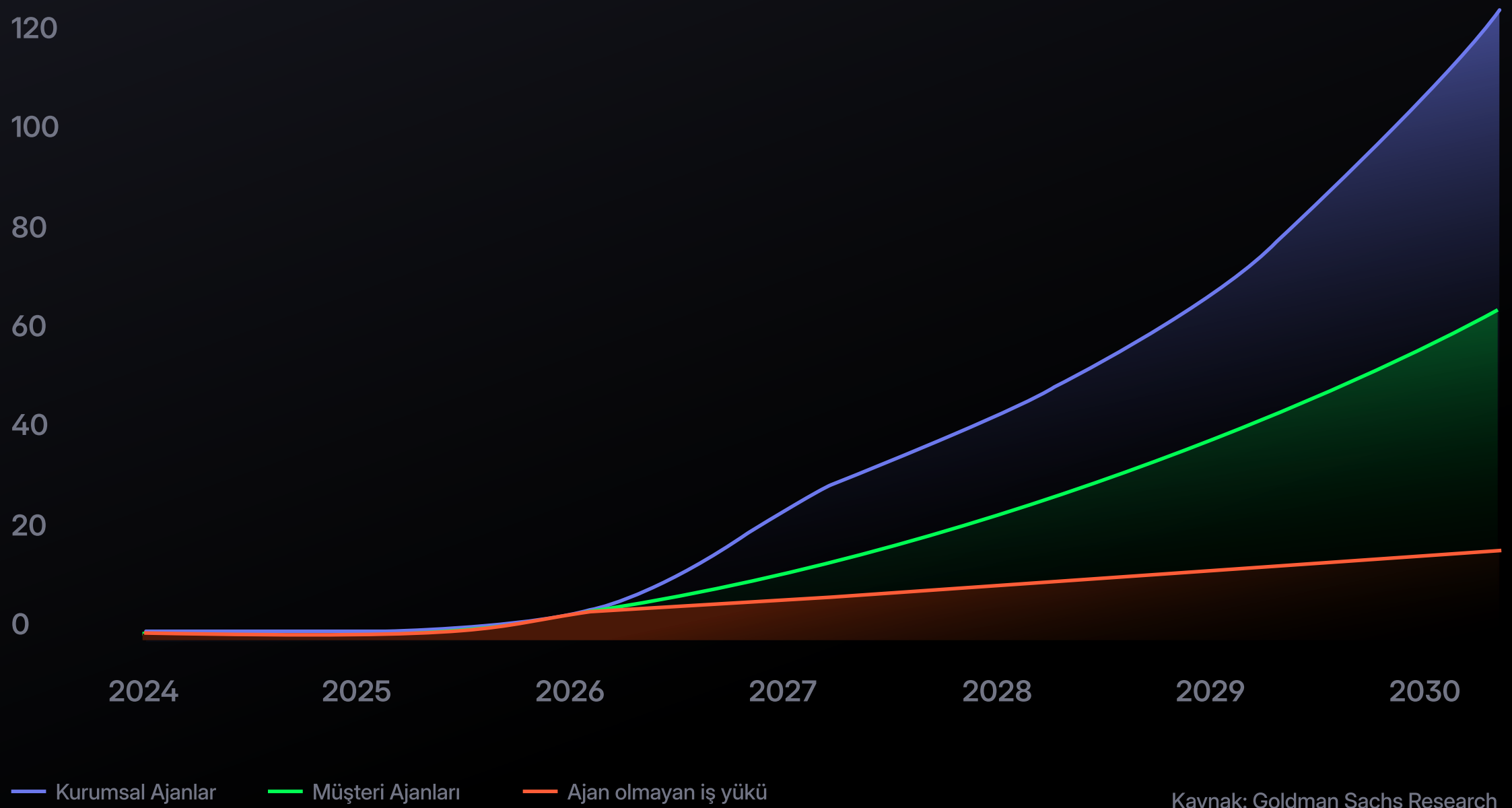
Kısacası arz talebe yetişemiyor.

Ajan çarpanı ve Jevons Paradoksu

Ajanlar (görevi adım adım kendi başına yürüten modeller) aynı iş için klasik sohbet botlarının 5-30 katı token tüketiyor. Tek bir yapay zeka kod oturumu 0,4 ile 2 milyon arasında token harcayabiliyor. Yazılımcı başına token tüketimi son dokuz ayda 18,6 kat arttı; “düşünen” modeller tek soruda önceki sürümün yaklaşık 17 katı token kullanabiliyor.

Yapay zekâ ajanlarının token kullanımı 2030'a kadar 24 katına çıkacak.

Ajan yapay zekâ uygulamalarının tahmini aylık token tüketimi



Token fiyatları 2023'ten bu yana %90'dan fazla düşmesine rağmen harcama azalmadı, aksine arttı. Bu, Jevons Paradoksu'nun ders kitabı niteliğinde bir örneği: Kaynak ucuzlayınca toplam tüketim patlar. Bunu çok yakın zamanda 16 Temmuz'da Kimi K3'ün çıkması ve peşinden gelen BofA raporları ile gözlemlene şansı bulduk. Raporda Çinli modeller çıktıkça bu modellerin daha ucuz token masraflarıyla daha yoğun kullanımlara imkan verdiği ve daha çok token kullanılarak daha fazla işlem gücüne ihtiyaç duyduğu söyleniyordu.

Apollo baş ekonomisti Torsten Slok: "Tokenlar ucuzladıkça şirketler tasarruf etmiyor; daha çok ajan çalıştırıyor, daha çok iş akışını otomatikleştiriyor." yorumunda bulunuyor. Medyan şirket çalışan başına ayda sadece 11,38 dolar harcıyor, en agresif %1'lik dilim 7.450 dolar (yaklaşık 650 kat fark); kurumsal AI harcaması 2025 sonundan beri ikiye katlandı. Öncü şirketler bu alanda büyük harcamalar yapıyor ancak çoğu şirketin daha yolun başında olduğunu söyleyebiliriz. Büyüme alanı hâla çok geniş.



Model sağlayıcı gelirleri: OpenAI vs Anthropic

Kurumsal tarafta yaşanan talep dalgasını gözlemlemek için en göz önündeki örnekler bakalım. OpenAI (ChatGPT) kuruluşundan bu yana daha çok bireysel kullanıcılara yönelirken Anthropic (Claude) kurumsal müşterilere odaklandı. Piyasada ismini ilk duyuran ChatGPT olmasına rağmen Claude bugünlerde ondan daha çok gelir elde edebilen bir yapıya dönüştü çünkü kurumsal müşteriler de yapay zeka kullanımına ağırlık vermeye başladı. Aşağıdaki grafikte bu iki şirketin yıllık tekrarlanan gelirlerini ve beklentileri görüyorsunuz.

Anthropic'in Tekrarlanan Geliri OpenAI'in önünde



Open AI ve Anthropic: Büyüme ve Gelir Karşılaştırması

	Open AI	Antropic
Güncel tekrarlanan gelir	~25 milyar \$	~69 milyar \$
2025 sonu tekrarlanan gelir	~21,4 milyar \$	~9 milyar \$
Büyüme (yılbaşından bu yana)	~1,2x	~7,7x
2026 hedeflenen gelir	30 milyar \$	75–90 milyar \$
Bireysel tüketici oranı	~%60–70	~%10–15
Kurumsal tüketici oranı	%25-40	~%70–85
En hızlı büyüyen ürün	Enterprise Plan	Claude Code
Kârlılık	%122 faaliyet zararı; 2030'a kadar zarar bekleniyor	%36 faaliyet kârı; 2026'da işletme kârı bekleniyor
Gelir modeli	Sabit ücretli abonelik	Kullanım bazlı (token başına)

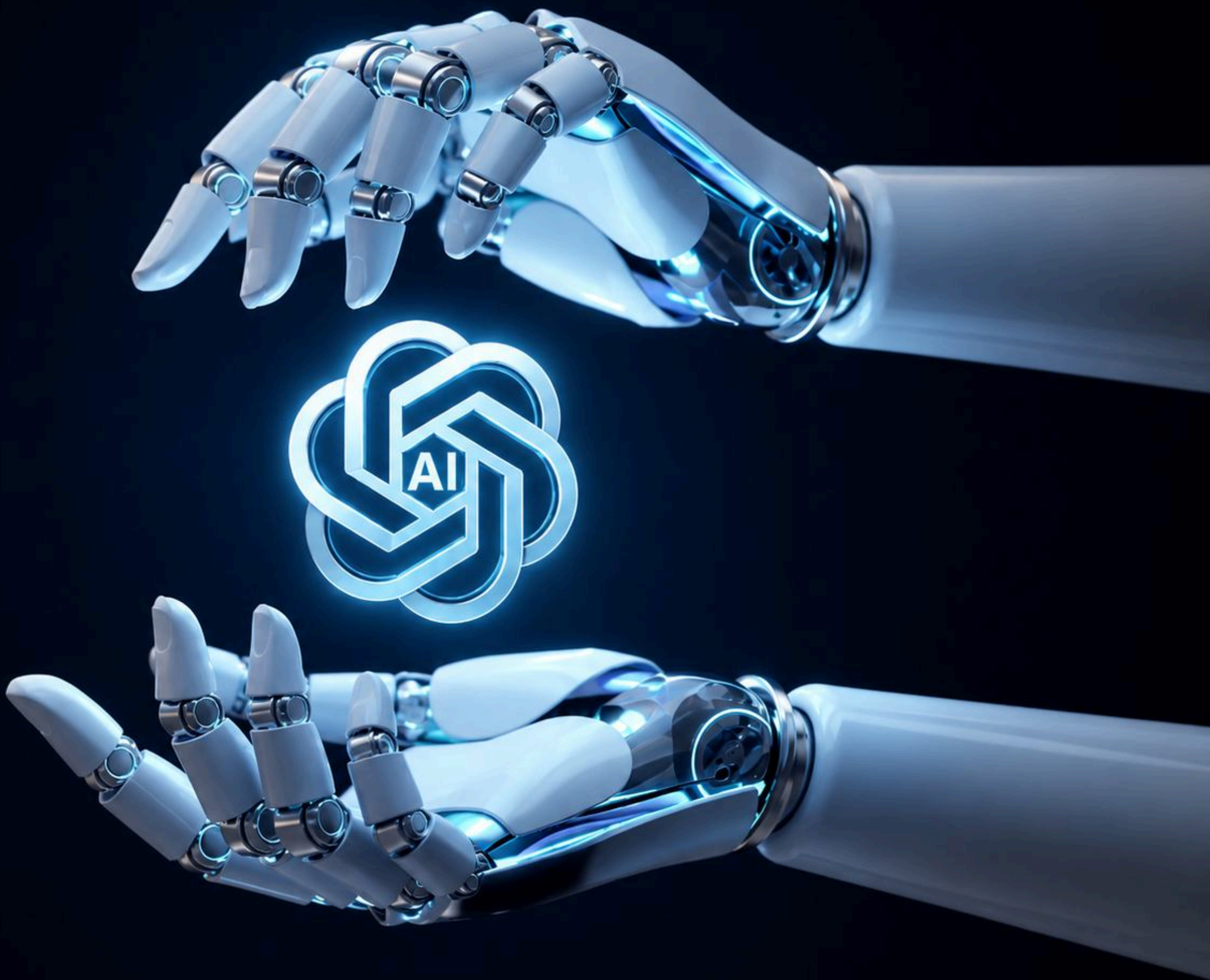
Anthropic'in yıllık tekrar eden geliri Aralık 2025'teki 9 milyar dolardan Temmuz 2026'da yaklaşık 69 milyar dolara yükseldi. Kullanım bazlı, B2B ağırlıklı model, sabit ücretli abonelik modelini açık ara geride bırakıyor; bu, bir sonraki büyük dalganın kurumsal tüketimden geleceğine işaret ediyor. En hızlı büyüyen ürünlere baktığımızda tablo bunu açıkça gözler önüne seriyor.

Kurumsallardan özellikle son 9 ayda gelen bu yoğun talebin sürdüğünü ve arttığını düşünsek bile, bunun yine de büyük ölçekteki yapay zeka veri merkezi inşasının masrafını karşılamaya yetip yetmeyeceği sorusu akıllara geliyor. Yoksa aynı kurumsalların bugünlerde yaşattığı talep dalgası gibi bir başka yerden daha yoğun bir talep dalgası mı gelecek?

Bir sonraki talep dalgası: Robotik

Kurumsal harcamaların ardından bir sonraki işlem gücü talep patlamasının sebebinin otonom insansı robotlar olacağı öngörülüyor. Bu robotlar sayesinde şu anki kurumsal token harcamasının yüzlerce katına çıkacağı düşünülüyor.

Google DeepMind ve Rhino VLA araştırmalarına göre ortalama bir ChatGPT sorgusu yaklaşık 20–100 metin tokeni ile başlar ve tek seferlik bir yanıt üretir. Buna karşılık otonom bir robot, 200–300 milisaniyede bir çevresini yeniden analiz ederek her karar döngüsünde yaklaşık 500–2.000 token eşdeğeri (görüntü, robot durumu ve hareket verisi) işler. Yani tek bir robot karar döngüsü bile ortalama bir ChatGPT sorgusundan yaklaşık 10 ile 100 kat arasında daha fazla token tüketir ve bu döngüyü saniyede birkaç kez, üstelik gün boyunca sürekli tekrarladığı için toplam yapay zekâ işlem ihtiyacı sohbet botlarına 10.000’lerce kat daha fazla token tüketimine sebep olur.



Roland Berger'e göre insansı robot pazarı 2035'e kadar 750 milyar dolar, 2050'ye kadar 4 trilyon dolar olabilir. Yani, bugünkü küresel otomotiv endüstrisi ölçeğinde “Fiziksel AI” pazarının (robot + otonom makine) 2025'teki 81,4 milyar dolarlık büyüklüğünden 2035'te 1,145 trilyon dolarlık hacme ulaşması öngörülüyor (yıllık ~%33,5 artış).

Bunun için atılan somut adımlar başladı. Tesla, Optimus Gen 3'ün seri üretimine geçti ve 2026 için 20 milyar dolar yatırım taahhüt etti; Boston Dynamics'in yeni Atlas'ı Hyundai fabrikalarına ve Google DeepMind'a teslim ediliyor; Agility'nin Digit robotu Amazon depolarında çalışıyor.

Aslında burada her otonom robotu; sürekli algılayan-planlayan-karar veren bir “fiziksel ajan”, token ve işlem gücü talebinin fiziksel dünyaya uzantısı olarak görebiliriz. Bugünkü veri merkezi yatırımlarının uzun vadeli talep dayanaklarından biri de budur.

ANTHROPIC
AI

6. Göreli Değerleme Testi: Walmart vs Nvidia vs Visa

Tüm bu arz-talep konusunu tartışığımıza göre, değerlemeler ne durumda, bir de ona göz atalım. Günümüz piyasasında bazı sektörlerin tekelleri veya diğer rakiplerine kıyasla çok güçlü oyuncuları var. Bunlar, rekabet avantajları ve hazır müşteri tabanlarını kullanarak sektörde lider kalmayı sürdürebiliyorlar. Bu nedenle piyasa böyle şirketlere hep bir miktar fazla değer biçiyor. Elbette bu şirketlerin farklı sektörlerde olması ve bazı sektörlerin her türlü krize karşın vazgeçilemez olması, değerlendirme ölçütlerini değiştiriyor ancak buradaki asıl amacımız monopollerini kıyaslamak ve yapay zeka şirketlerinde hala ucuz opsiyonların bulunduğunu göstermek.

Aşağıdaki tabloda perakende (market) sektörünün lideri Walmart (WMT), yapay zeka donanım üreticilerinin lideri Nvidia (NVDA) ve ödeme sistemlerinin en kuvvetli oyuncusu Visa (V)'yı görüyorsunuz.

	WMT	NVDA	V
F/K — bu yıl beklenen kâr	39,5	21x	28x
F/K — 2 yıl sonrası beklenen kâr	34,8x	14,8x	24,7x
F/K — son 12 ay (GAAP)	40,2x	30x	31,3x
PEG (ileriye dönük)	4,18	0,48	2,10
Fiyat/Satış (son 12 ay)	1,26x	18,2	15,8x
Gelir büyümesi (son 1 yıl)	%5,9	%70,7	%14,4
Net kâr büyümesi (3 yıl, yıllık ort.)	%27	%225	%14,3

Veriler 30 Temmuz tarihinde hazırlanmıştır.



Tablo neyi özetliyor?

Yılda %6 büyüyen bir perakendeci, kârının yaklaşık 40 katına, %14 büyüyen bir ödeme şirketi yaklaşık 31 katına, %70 büyüyen ve %50 marjlı bir çip devi ise sadece 30 katına satılıyor.

PEG (fiyat/kazanç/büyüme) bazında Walmart “çok pahalı” (4,18), Visa “adil” (2,1), Nvidia ise ucuz 0,48 denebilecek seviyelerden işlem görüyor.

Eğer piyasada bir fiyatlama aykırılığı varsa, bu noktada yapay zekâdan değil istikrarına aşırı prim ödenen güvenli hisselerden bahsetmek gerekir. 2000'de Cisco kârının 200 katıydı; bugün Nvidia bir market zincirinden de bir ödeme devinden de ucuz. 2026 ile 2000 arasındaki fark, tek tabloda bu.

Nüanslı Çerçeve ve Riskler

Hisse fiyatlarındaki balon, fiyatlar yalnızca bugünkü gerçekleri değil, geleceğin gerçekçi olarak sunabileceklerini de aştığında vardır. Bu tanıma göre bugünkü piyasa henüz balon demek pek mümkün olmasa da bazı hisselerin yıllarca sürecektir olağanüstü büyümeyi şimdiden fiyatlamış olduğunu da söylemek lazım.

Talep (token, ajan, robot) gerçek. Buradaki risk, bu talebin paraya dönüş zamanlaması ile bugünkü harcama ve fiyatların zamanlamasının uyuşmaması. Alphabet örneği durumu özetliyor: 22 Temmuz tarihinde Google, yapay zeka yatırımları sebebiyle 22 yıldan sonra ilk kez eksi serbest nakit akışına düştü. Gelirleri her ne kadar artsa da bu denli büyük ve kârlı bir şirketin kasasından nakit harcaması, hissesinde baskı görmesine sebep oldu. Bu giderler tamamen haklı olabilir ancak bu harcamanın dönüşünün ne zaman olacağı büyük bir bilinmezliğin konusu.

Bu tartışmanın kazananını değerlendirme metrikleri değil, önümüzdeki beş yılın kâr büyümesi ve marj seyri belirleyecek. Ajanlar ve robotik, Goldman'ın "ayda 120 katrilyon token" öngörüsünü doğrularsa kârlar bugünün çarpanlarını normalleştirir. Ancak öngörü doğrulanmazsa tarihin bize gösterdiği çok açık: CAPE rasyosu 40'tan başlayan her on yıl, yatırımcı için hüsrarla bitti.

Özetle piyasa yapay zekânın geleceğini peşin satın aldı ve beklentilerin bir kısmını önden fiyatladı ancak güncel durum için balon demek pek mümkün değil. Önümüzdeki dönemde bu devasa yatırımların, tıpkı sanayi devriminde olduğu gibi, tarihin en büyük kâr dalgasını yaratmasına tanıklık edebiliriz.

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 bilgiler ise genel nitelikte olup raporda yer alan kişilerin yorum ve görüşlerini içermektedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Ayrıca, şirketimizin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlave olarak, burada yer alan dokümanlar ile ilgili olarak yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.



midas-arastirma@getmidas.com