



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Oracle Corporation: ставка на AI ценой кредитного рейтинга



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Oracle Corporation: ставка на AI ценой кредитного рейтинга

Oracle Corporation (ORCL) совершает один из самых амбициозных корпоративных разворотов в истории технологической индустрии — трансформируется из зрелой софтверной компании с предсказуемым денежным потоком в крупнейшего строителя AI-инфраструктуры. Стабильный бизнес баз данных генерирует \$12–13 млрд чистой прибыли ежегодно, обеспечивая финансовый фундамент для масштабных инвестиций в дата-центры. Контракт с OpenAI на \$300 млрд за 5 лет, участие в проекте Stargate (\$500 млрд) и сделка с TikTok формируют потенциально трансформационный портфель возможностей. Однако эта стратегия требует колоссальных капитальных затрат — \$50 млрд только в FY2026 — и уже привела к падению акций более чем на 50% от пика, негативному свободному денежному потоку и ухудшению кредитных рейтингов. Перед инвестором стоит фундаментальный вопрос: оправдает ли AI-спрос эту ставку или Oracle перегрузит баланс до точки невозврата?

Фундамент бизнеса: \$57 млрд выручки и растущая облачная доля

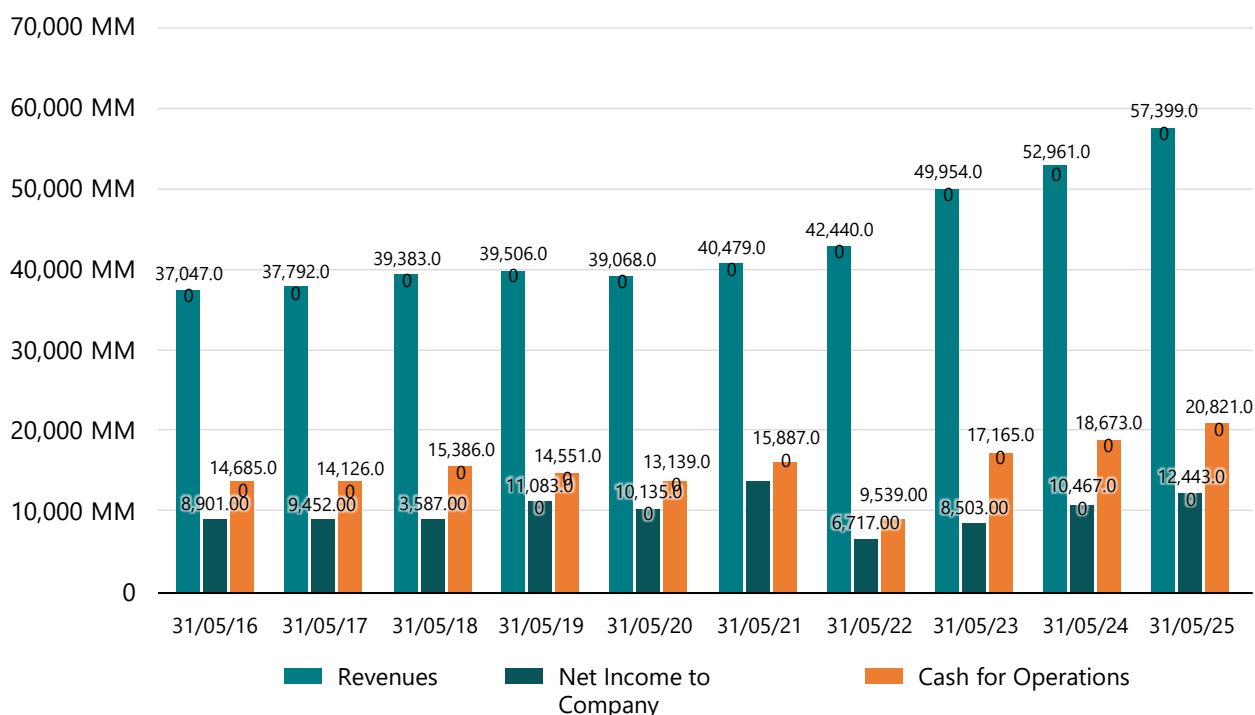
Oracle — одна из крупнейших корпоративных софтверных компаний мира с диверсифицированной бизнес-моделью, охватывающей базы данных, облачную инфраструктуру (OCI – Oracle Cloud Infrastructure), ERP (Enterprise Resource Planning)/HCM (Human Capital Management)-приложения (Fusion, NetSuite), а также аппаратное обеспечение и сервисы. Фискальный год компании заканчивается 31 мая.

Общая выручка Oracle устойчиво растёт. В Q1 FY2026 (август 2025) квартальная выручка составила \$14,9 млрд (+12% г/г), а в Q2 FY2026 — \$16,1 млрд (+14%), что свидетельствует об ускорении темпов роста.

Структура выручки активно смещается в сторону облака. Сегмент «Cloud Services & License Support» вырос с \$30,2 млрд (FY2022) до \$44,0 млрд (FY2025) и составляет ~76% общей выручки.

Выручка, прибыль и операционные денежные потоки Oracle

ORCL (Oracel Corporation)





Облачная выручка (IaaS + SaaS) выросла с \$10,6 млрд (25% от выручки в FY2022) до \$24,4 млрд (~43% в FY2025). Oracle Cloud Infrastructure (IaaS) — основной драйвер роста — принёс \$10,3 млрд в FY2025 (+50% г/г) и \$4,1 млрд в одном только Q2 FY2026 (+68% г/г).

Прибыльность компании стабильно улучшается. Операционная маржа выросла с 26% (FY2022) до 30,8% (FY2025). Чистая прибыль почти удвоилась — с \$6,7 млрд (FY2022) до \$12,4 млрд (FY2025). Non-GAAP чистая прибыль достигла \$17,3 млрд. Эта траектория подтверждает операционный рычаг: прибыль растёт быстрее выручки.

Традиционные лицензионные продукты (Cloud License & On-Premise License) приносят \$5,1–5,9 млрд ежегодно, с тенденцией к снижению по мере миграции клиентов в облако. Инфраструктурная поддержка лицензий (database, middleware) генерирует порядка \$17–21 млрд в год — это высокомаржинальный, повторяющийся денежный поток с минимальным оттоком клиентов. Именно этот пласт выручки формирует базу прогнозируемой прибыли в \$13–14 млрд ежегодно (non-GAAP), финансирующей экспансию в AI.

Почему клиенты не уходят: анатомия конкурентного рва Oracle

Конкурентный ров Oracle в базах данных — один из самых глубоких в софтверной индустрии. Аналитики характеризуют его как один из самых широких рвов среди всех софтверных компаний. В основе этого рва лежат экстремально высокие издержки переключения. 97% компаний из Fortune 100 используют базы данных Oracle.

Компания удерживает ~30% мирового рынка системы управления базами данных. Базы данных хранят «драгоценности короны» — критически важные данные предприятий. Миграция с Oracle на альтернативу (PostgreSQL, AWS Aurora, или другие решения) — это многомесячный или многолетний проект с высоким риском сбоев в работе бизнес-критичных систем. Проприетарные хранимые процедуры PL/SQL, Oracle RAC, Data Guard и оптимизации Exadata не имеют прямых аналогов. Переход требует переписывания запросов, тестирования edge-cases, переобучения ИТ-персонала и несёт риск простоя миссионно-критичных систем.

Лицензионная модель Oracle создаёт дополнительный замок: ежегодная поддержка стоит 22% от стоимости лицензии, а возврат на поддержку после отказа требует оплаты всех пропущенных периодов. Лицензия Enterprise Edition стоит порядка \$47 500 за процессор, и типичная инсталляция среднего масштаба обходится в \$100 000+ ежегодно, масштабируясь до миллионов для крупных развёртываний. Это создаёт мощный финансовый стимул оставаться на платформе.

Стратегия мультиоблака дополнительно укрепляет ров. Oracle Database теперь доступна нативно на Azure (28 регионов), Google Cloud (8 регионов) и AWS (2 региона). Рост выручки мультиоблачных баз данных составил 1 529% г/г в Q1 FY2026 и 817% в Q2 FY2026. Клиенты могут использовать предпочтительного облачного провайдера, не покидая экосистему Oracle, — это снижает мотивацию к миграции.

Стабильность денежного потока от базовых продуктов — не просто преимущество, а стратегическая необходимость. Операционный денежный поток Oracle составил \$20,8 млрд в FY2025, и именно этот поток позволяет компании финансировать капитальные затраты на AI-инфраструктуру в десятки миллиардов долларов ежегодно.

AI-инфраструктура: контракт века и гигаваттные дата-центры

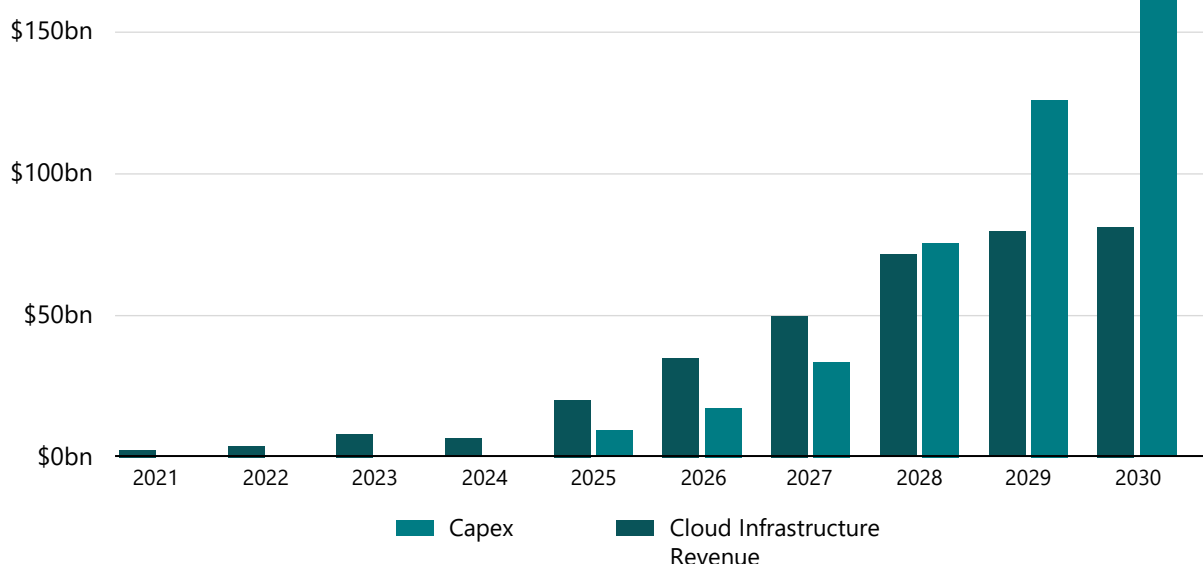
Oracle совершила стратегический прорыв в индустрию AI-инфраструктуры, которая определит ландшафт технологий на ближайшие десятилетия. Центральный элемент этой стратегии — проект Stargate, анонсированный 21 января 2025 года в Белом доме при участии Ларри Эллисона, Сэма Альтмана (OpenAI) и Масаёси Сона (SoftBank).

Stargate предполагает инвестиции в \$500 млрд за четыре года в AI-инфраструктуру в США. Первоначальный капитал составляет \$100 млрд. Структура владения: SoftBank и OpenAI — по 40% (по \$19 млрд каждый), Oracle и MGX (ОАЭ) — по \$7 млрд.

Флагманский объект — кампус в Абилине, Техас: 450 000 GPU NVIDIA GB200, 1,2 ГВт мощности, восемь соединённых зданий на 1 000 акрах. К сентябрю 2025 года объявлено пять дополнительных площадок: Шакелфорд (Техас), Нью-Мексико, Лордстаун (Огайо), Милам (Техас) и Порт-Вашингтон (Висконсин). Суммарная планируемая мощность приближается к 7 ГВт.

В сентябре 2025 года Oracle подписала с OpenAI контракт на \$300 млрд за пять лет (начиная с 2027 года) — один из крупнейших облачных контрактов в корпоративной истории. Oracle предоставит 4,5 ГВт вычислительных мощностей — это эквивалент электроэнергии двух дамб Гувера. Подразумеваемый объём — ~\$60 млрд облачных расходов ежегодно. Этот контракт стал ключевым фактором взрывного роста RPO (Remaining Performance Obligations) Oracle: с \$98 млрд (май 2024) до \$455 млрд (август 2025) и \$523,3 млрд (ноябрь 2025, +433% г/г).

Консенсус прогнозы на капексы Oracle и выручку дата центров



Менеджмент Oracle озвучил амбициозную дорожную карту выручки OCI: \$18 млрд (FY2026), \$32 млрд (FY2027), \$73 млрд (FY2028), \$114 млрд (FY2029), \$144 млрд (FY2030). Долгосрочная цель — общая выручка \$225 млрд и EPS \$21 к FY2030. Эти прогнозы следует рассматривать как аспирационные, но они подкреплены контрактным бэклогом более полутриллиона долларов.

Строящийся датацентр Stargate



Операционная маржа AI-контрактов — ключевой вопрос для инвесторов. Текущая валовая маржа GPU-аренды составляет лишь ~14–16%, а на чипах NVIDIA Blackwell Oracle пока несёт убытки (~\$100 млн за квартал). Однако менеджмент прогнозирует выход на 30–40% валовой маржи по мере масштабирования мощностей. На аналитическом дне (октябрь 2025) был представлен иллюстративный пример: 6-летний контракт на \$60 млрд с годовыми затратами ~\$6,4 млрд даёт ~35% валовой маржи в устойчивом режиме. Со-CEO Клэй Магурк подчеркнул: «Лучший способ быстро улучшить маржу — это максимально быстро вводить мощности в строй».

Баланс под давлением: \$108 млрд долга и негативный свободный денежный поток

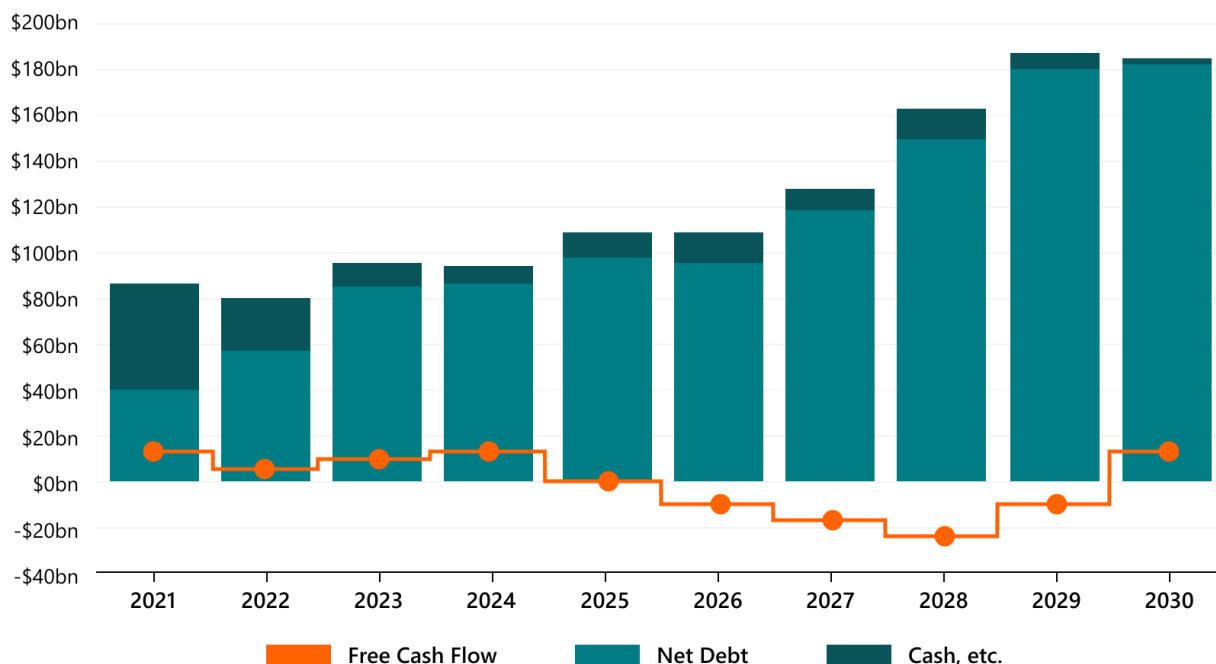
Финансирование AI-экспансии стало главным источником беспокойства инвесторов и рейтинговых агентств. Общий долг Oracle вырос с \$75,9 млрд (FY2022) до \$108 млрд (Q2 FY2026, ноябрь 2025), а с учётом февральского размещения облигаций на \$25 млрд приближается к \$124–131 млрд. Чистый долг (за вычетом \$19,2 млрд кэша) составляет ~\$88–90 млрд. Соотношение долга к EBITDA — 3,3–5,5х в зависимости от методологии, при этом S&P прогнозирует превышение 4х в FY2027–2028, что является триггером понижения рейтинга.

Капитальные затраты выросли экспоненциально: \$6,9 млрд (FY2024) → \$21,2 млрд (FY2025) → \$50 млрд (гайданс FY2026, удвоенный с первоначальных \$25 млрд). Свободный денежный поток впервые с 1992 года стал отрицательным: -\$0,4 млрд в FY2025 и -\$13,2 млрд за скользящие 12 месяцев на конец Q2 FY2026. Аналитики прогнозируют сохранение негативного FCF до FY2029.

Кредитные рейтинги: BBB/Baa2 — всего на две ступени выше «мусорного» уровня. Moody's и S&P присвоили негативный прогноз, Fitch сохраняет стабильный. Moody's охарактеризовал контракт с OpenAI как «фактически одно из крупнейших проектных финансирований в мире» и предупредил о «значительном контрагентном риске». CDS-спреды Oracle достигли максимума с кризиса 2008 года.

Стратегия финансирования на 2026 календарный год — привлечь \$45–50 млрд через комбинацию инструментов. В феврале 2026 года Oracle разместила облигации на \$25 млрд (восемь траншей, от 3 до 40 лет) с рекордным спросом в \$129 млрд.

Долгая дорога к позитивным денежным потокам (Свободные денежные потоки, чистый долг и кэш)





Параллельно объявлена программа продажи акций на рынке на \$20 млрд (~5% разводнение) и выпуск конвертируемых привилегированных бумаг. Дополнительно привлекаются \$38 млрд банковских кредитов для проектов Stargate/OpenAI и \$18 млрд облигаций для дата-центров.

Процентные расходы растут: с \$2,0 млрд (FY2020) до \$3,6 млрд (FY2025), а в аннуализированном выражении на Q2 FY2026 — ~\$4,2 млрд+. При этом Oracle приостановила масштабные buyback-программы (лишь \$86 млн в Q1 FY2026 против \$16,25 млрд в FY2022) и сохраняет дивиденд \$2,00/акция в год (доходность ~1,0–1,4%).

Акции Oracle упали с исторического максимума \$345,72 (10 сентября 2025) до ~\$137 к началу февраля 2026 — падение более 60%, уничтожив ~\$460 млрд рыночной капитализации. Причины: экспоненциальный рост capex, негативный FCF, контрагентный риск OpenAI (компания убыточна, её годовая выручка ~\$12 млрд при контрактных обязательствах на \$60 млрд/год перед Oracle), ухудшение кредитных метрик, разводнение через эмиссию акций, отказ Blue Owl Capital от дата-центра в Мичигане и общие страхи «AI-пузыря».

Дефицит мощностей: почему рынок AI-инфраструктуры растёт быстрее предложения

Инвестиционный тезис Oracle в AI невозможно оценить без понимания макроконтекста: мир переживает беспрецедентный дефицит вычислительных мощностей для AI. Совокупные капитальные затраты пяти ведущих гиперскейлеров достигнут ~\$602 млрд в 2026 году (+36% г/г), после \$443 млрд в 2025 году.

Масштаб инвестиций отдельных игроков поражает. Google объявил capex на 2026 год в \$175–185 млрд (более чем вдвое против 2025). Amazon направит \$125 млрд в 2025 году (+61% г/г). Microsoft тратит на квартальной основе \$34–37 млрд (run-rate >\$150 млрд/год). Meta планирует \$115–135 млрд на 2026 год. Goldman Sachs прогнозирует суммарный capex гиперскейлеров в 2025–2027 годах на уровне \$1,15 трлн.

Несмотря на эти инвестиции, спрос существенно превышает предложение. Сроки поставки GPU для дата-центров составляют 36–52 недели. NVIDIA фиксирует рекордную квартальную выручку в \$57 млрд, но «каждый доступный чип продан, и могли бы продать больше при наличии запасов». CEO Microsoft Сатья Наделла признал, что у компании GPU «лежат на складе», потому что нет электроэнергии для их установки. Dominion Energy Virginia получил запросы на подключение дата-центров общей мощностью 40,2 ГВт (февраль 2025), что вдвое больше, чем полгода назад. McKinsey прогнозирует потребность в 156 ГВт мощностей AI дата-центров к 2030 году, требующих ~\$5,2 трлн капитальных вложений.

В этих условиях Oracle обладает рядом конкурентных преимуществ. OCI предлагает bare metal GPU-инстансы — единственный из крупных облачных провайдеров без виртуализационного оверхеда. RDMA-сетевая архитектура обеспечивает задержку 2,5 микросекунды. OCI Supercluster масштабируется до 131 072 GPU NVIDIA, а ZettaScale10 — до 800 000 GPU (16 зеттаФЛОПС). По ценовым бенчмаркам OCI дешевле AWS на 57% для стандартных инстансов, на 78% для блочного хранилища и в 10–13 раз для исходящего трафика. Для обучения LLM стоимость на AWS составляет 155% от стоимости на OCI. Стратегия «чиповой нейтральности» (Oracle продала Ampere за \$6,5 млрд SoftBank) даёт компании привилегированный доступ к GPU NVIDIA и AMD, поскольку она не конкурирует с ними собственными чипами.

Доля Oracle на рынке облачной инфраструктуры пока невелика — ~3% (против 30% AWS, 20% Azure, 13% GCP), но растёт семь кварталов подряд. IDC присвоил OCI статус «Лидера» в MarketScape для публичного облака IaaS в 2025 году. Ключевой вопрос: может ли Oracle конвертировать ценовое преимущество и контрактный бэклог в устойчивую рыночную долю?



Сделка с TikTok: 15% за \$2 млрд и гарантированный облачный клиент

Сделка Oracle с TikTok — стратегически значимое приобретение, сочетающее облачный контракт и долю в одной из крупнейших социальных платформ мира. 22 января 2026 года было официально закрыто создание TikTok USDS Joint Venture LLC — совместного предприятия, передающего операционный контроль над TikTok в США американским инвесторам.

Структура владения: Oracle, Silver Lake и MGX — по 15% (совокупно 45% у трёх управляющих инвесторов). ByteDance сохраняет 19,9% (ровно ниже 20%-го лимита по закону). Остальные доли — у Dell Family Office, Alpha Wave Partners, NJJ Capital и аффилиатов существующих инвесторов ByteDance (Susquehanna, General Atlantic, Dragoneer). Общее не-китайское владение — 80,1%.

Оценка TikTok US в сделке составила ~\$14 млрд по заявлению вице-президента Вэнса, что значительно ниже аналитических оценок (\$30–50 млрд). Стоимость 15%-й доли Oracle — приблизительно \$2,1 млрд, что легко финансируется из денежных средств на балансе (\$19,2 млрд на конец ноября 2025). При том что годовая выручка TikTok в США составляла ~\$16 млрд в 2023 году, а глобальная оценка ByteDance достигала \$480 млрд, цена выглядит привлекательной.

Стратегическая ценность сделки выходит далеко за рамки 15%-й доли. Oracle является эксклюзивным облачным провайдером для американских операций TikTok. Все данные американских пользователей хранятся на OCI (Oracle Cloud Infrastructure). Oracle осуществляет аудит исходного кода и контроль доступа к данным. По оценкам аналитиков, TikTok приносит Oracle \$480–800 млн ежегодной облачной выручки (~5% от OCI в FY2025). Эта выручка носит устойчивый, нециклический характер. Эксклюзивность контракта исключает конкуренцию AWS и Google Cloud за этого клиента.

Владение долей в TikTok создаёт уникальный стратегический актив: Oracle получает экспозицию на индустрию социальных сетей и цифровой рекламы — рынки, ранее полностью закрытые для компании. Если TikTok продолжит расти (1,5+ млрд глобальных пользователей), стоимость 15%-й доли может значительно превысить первоначальные инвестиции. При этом представитель Oracle (EVP Кеннет Глюк) входит в совет директоров JV, обеспечивая влияние на стратегические решения.

Риски сделки включают сохраняющуюся зависимость от алгоритма ByteDance (лицензируется, а не передаётся), потенциальные геополитические осложнения, и вопросы вокруг реальности «чистого разрыва» с ByteDance — рекламный и e-commerce бизнес TikTok остаётся под контролем отдельной структуры ByteDance. Тем не менее, с точки зрения unit economics, сделка выглядит как высокоасимметричная ставка: ограниченный downside (\$2,1 млрд) при потенциально значительном upside (рост стоимости доли + гарантированная облачная выручка на годы).

Инвестиционный тезис: стабильный кэш финансирует историческую ставку на AI

Инвестиционная логика Oracle строится на фундаментальной асимметрии между зрелым, предсказуемым бизнесом и трансформационной возможностью в AI-инфраструктуре.

Аргументы «за» (bull case). Базовый бизнес баз данных и enterprise-приложений с годовым операционным денежным потоком \$20+ млрд — один из самых устойчивых в технологическом секторе, защищённый экстремальными switching costs. Этот поток финансирует экспансию в AI-инфраструктуру — рынок, который потребует \$5,2 трлн инвестиций к 2030 году. Oracle уже закрепились в этом рынке: контрактный бэклог \$523 млрд, контракт с OpenAI на \$300 млрд, стратегическое партнёрство через Stargate. OCI демонстрирует ценовое преимущество в 2–10 раз над конкурентами и рост выручки 50–68% г/г.



Сделка с TikTok добавляет гарантированного клиента и экспозицию на \$16-миллиардный рынок цифровой рекламы. При реализации прогнозов менеджмента (\$225 млрд выручки к FY2030) акции торгуются с огромным дисконтом к будущему потенциалу.

Аргументы «против» (bear case). Контрагентный риск критически высок: OpenAI — убыточная компания с выручкой ~\$12 млрд, обязавшаяся платить Oracle \$60 млрд ежегодно начиная с 2027 года. Долг Oracle приближается к \$130 млрд, кредитные рейтинги — на две ступени от «мусорного» статуса. Свободный денежный поток останется отрицательным предположительно до FY2029. Текущая валовая маржа GPU-контрактов (~14–16%) далека от целевых 30–40%. Доля рынка OCI (3%) ничтожна по сравнению с гиперскейлерами, имеющими несравнимо большие ресурсы. Конкуренция с AWS, Azure и GCP, каждый из которых тратит \$100–185 млрд/год на AI, будет только нарастать. Разводнение акционеров через эмиссию на \$20 млрд и потенциальный рост процентных расходов до \$5+ млрд/год создают давление на доходность.

Ключевые факторы для мониторинга. Инвесторам следует отслеживать пять критических метрик: (1) темпы конверсии RPO в реальную выручку — если \$523 млрд бэклога начнут монетизироваться, это подтвердит тезис; (2) маржинальность AI-контрактов по мере выхода мощностей на целевую загрузку — переход от 16% к 30%+ валовой маржи; (3) динамику соотношения долга к EBITDA — пробой уровня 4х вызовет понижение рейтинга; (4) финансовую устойчивость OpenAI как ключевого контрагента; (5) сохранение дефицита вычислительных мощностей — появление избытка GPU обрушит ценовую премию OCI.

Заключение: высокорисковая ставка с несимметричным профилем доходности

Oracle находится в точке бифуркации. Компания перешла от модели «генератора кэша» к модели «строителя инфраструктуры», и обратного пути нет. Это не постепенная эволюция, а фундаментальная трансформация с сарех-интенсивностью 57% от выручки — беспрецедентный показатель среди крупных технологических компаний. Парадокс в том, что именно ров традиционного бизнеса делает эту ставку возможной: без \$20 млрд годового операционного кэша от баз данных и enterprise-софта Oracle не могла бы привлечь \$130 млрд долга и получить контракты уровня Stargate. Это фундаментально отличает Oracle от «неооблачных» компаний (CoreWeave и другие), не имеющих подобного якорного бизнеса.

Текущая оценка (~\$420–440 млрд рыночной капитализации, ~\$555 млрд enterprise value) закладывает значительный скептицизм. Если AI-спрос окажется устойчивым, маржи AI-контрактов выйдут на целевые 30–40%, а OpenAI выполнит обязательства, Oracle может стать одним из крупнейших бенефициаров AI-трансформации мировой экономики. Если же спрос замедлится или контрагенты не смогут платить, компания окажется с перегруженным балансом, сжимающимися маржами и понижением до «мусорного» кредитного рейтинга. Это ставка не для всех — но для тех, кто верит в долгосрочный AI-суперцикл и готов принять кредитный риск, Oracle предлагает редкую комбинацию защитного рва и трансформационного потенциала.

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz