



hepsiburada

Fintech Destekli Yapısal Dönüşüm ve Marj Genişleme Potansiyeli

İŞ YATIRIM TAVSİYESİ

AL

HEDEF FİYAT - 12 AYLIK

\$3.73

GÜNCEL FİYAT

\$2.84

13 NİSAN 2026

↑ %32 Yükseliş
Potansiyeli

D-MARKET Elektronik Hizmetler ve Ticaret A.Ş. (Hepsiburada) için araştırma kapsamımıza AL önerisi ve 12 aylık 3.73 ABD doları hedef fiyat ile başlıyoruz. Değerlememiz, %75 İNA ve %25 hedef değerlendirme çarpanlarına (2026T: 9.7x, 2027T: 7.2x FD/FAVÖK) dayanan bir birleşik metodolojiye dayanmaktadır. Yatırım tamamımız, Hepsiburada'nın çoğunluk hissedarı Kaspi.kz liderliğinde yüksek marjlı bir platforma dönüşümü üzerine kuruludur. Bu dönüşümde fintech genişlemesi, pazar yeri ağırlığının artması ve take-rate (komisyon oranı) iyileşmesi orta vadede marj genişlemesinin ana itici güçleri olacaktır. Bu yapısal olumlu unsurlara rağmen, hissenin benzerlerine kıyasla iskontolu işlem gördüğünü ve bu iskontonun şirketin uzun vadeli büyüme ve kârlılık potansiyelini tam olarak yansıtmadığını düşünüyoruz.

Kaspi.kz'nin çoğunluk hissedarlığı ile birlikte Hepsiburada için önemli bir sinerji potansiyeli oluşturduğunu düşünüyoruz. Bu sinerjilerin başlıca üç alanda yoğunlaşmasını bekliyoruz: (i) fintech entegrasyonu, Kaspi'nin güçlü fintech altyapısı, BNPL kabiliyetleri ve potansiyel bankacılık lisansı, Hepsiburada'nın ödeme, kredi ve finansal hizmetler tarafında monetizasyonunu hızlandırabilir; (ii) ürün ve kullanıcı deneyimi iyileştirmeleri, Kaspi'nin süper-app modeli ve veri analitiği kabiliyetleri sayesinde müşteri etkileşimi ve sipariş frekansı artırılabilir; ve (iii) operasyonel verimlilik, ortak teknoloji altyapısı ve Kaspi'nin kanıtlanmış iş modeli sayesinde pazarlama etkinliği ve maliyet yapısında iyileşme sağlanabilir. Kısa vadede bu dönüşüm süreci marjlar üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, orta vadede artan take-rate, fintech gelirlerinin ölçeklenmesi ve operasyonel kaldıraç ile birlikte anlamlı bir marj genişlemesi potansiyeli görüyoruz.

Büyüyen Türkiye e-ticaret pazarında güçlü konumlanma. Türkiye'nin 2025'teki %41,7'lik e-ticaret penetrasyonu gelişmiş pazarların (İngiltere %82, ABD %75) oldukça altında kalmaya devam etmekte olup, çok yıllık yapısal bir büyüme pistine işaret etmektedir. Pazarın 2030 yılına kadar %7,5 YBBO ile büyüyerek 44,8 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir. 85 milyonluk nüfusu, 32 olan yaş ortalaması ve yaklaşık %67'lik akıllı telefon penetrasyonu Türkiye, e-ticaret benimsenmesinin erken-orta aşamalarındaki bir pazarın demografik profiline sahiptir. Güçlü marka bilinirliği ve entegre ekosistemiyle Hepsiburada, bu büyümeden daha çok pay almak için iyi konumlanmıştır. e-ticaret pazarının 2030 yılına kadar ABD doları bazında %7,5 YBBO ile büyümesi öngörüldürken, Hepsiburada'nın GMV büyümesinin aynı dönemde yaklaşık %10,9 YBBO seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Fintech tarafında monetizasyon yukarı yönlü potansiyel sunuyor. Fintech tarafında monetizasyon yukarı yönlü potansiyel sunuyor. Hepsiburada'nın fintech dikeyi, önemli bir farklılaştırıcı unsur ve uzun vadeli bir büyüme kaldıraç olarak öne çıkmaktadır. Finansman çözümlerinin artan penetrasyonu ve kredi hacimlerindeki artış, erken aşama monetizasyon ivmesine işaret etmektedir. İleriye dönük olarak, Kaspi aracılığıyla tam kapsamlı bankacılık lisansının entegrasyonunun adreslenebilir gelir havuzunu önemli ölçüde genişletmesi ve ekosistem monetizasyonunu hızlandırması beklenmektedir.

| Fiyat Bilgileri | USD |
|------------------------|-------|
| Kapanış* | 2.84 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat | 3.73 |
| Piyasa Değeri (mn) | 1,014 |
| Hisse sayısı (Adet mn) | 357 |

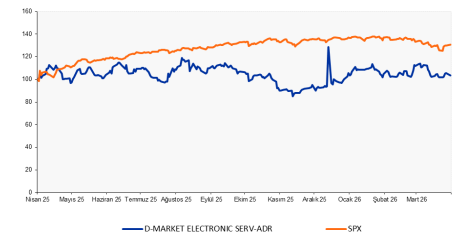
*13.04.2026

| Çarpanlar (\$)* | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------|------|------|------|
| F/K | a.d. | a.d. | a.d. |
| FD/Satışlar | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| FD/FAVÖK | 9.2 | 9.7 | 7.2 |

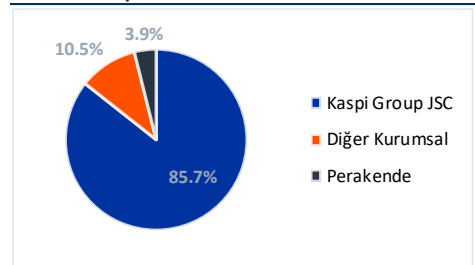
*UMS-29 hariç finansallar üzerinden hesaplanmıştır.

| Fiyat Perf. (%) | 1 Ay | Yılıçi | 12 Ay |
|-----------------|------|--------|-------|
| ABD \$ | 1.5 | 8.9 | -1.8 |

Göreceli Fiyat (Normalize Edilmiş)



Ortaklık Yapısı



Can Kalecik
ckalecik@isyatirim.com.tr
+90 212 350 20 54

Ezgi Akalan
eakalan@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 86

YATIRIM TEZİ

1. Kaspi.kz: Stratejik Ortaklık Fintech DNA'sını Ortaya Çıkarmaktadır

Ocak 2025'te Kaspi.kz tarafından yaklaşık 1,127 milyar ABD doları karşılığında %65,41 oranında kontrol hissesinin satın alınması, Hepsiburada'nın 25 yıllık tarihindeki en önemli stratejik gelişmeyi temsil etmektedir. Kaspi.kz, gelişmekte olan pazarlardaki en başarılı süper uygulama (super-app) platformlarından birini inşa etmiş olup, Kazakistan'daki dijital ödemelerin büyük çoğunluğunu gerçekleştirmekte ve sektör lideri kârlılık (temel ödeme iş kolunda %60'ı aşan FAVÖK marjları) yaratmaktadır. Kaspi'nin satın alma işleminin ardındaki stratejik gerekçe açıktır: Türkiye'nin 85 milyonluk pazarı, Kazakistan'ın 21 milyonluk pazarından 4,5 kat daha büyüktür ve Kaspi'nin ödemeler, pazar yeri ve seyahat hizmetlerini tek bir platformda birleştiren kanıtlanmış yol haritası, Hepsiburada'nın yerleşik markası ve müşteri tabanı aracılığıyla Türkiye pazarına uyarlanabilir.

Entegrasyon süreci halihazırda devam etmektedir. Kaspi, pazarlama genişlemesini hızlandırmak, teslimat hızını artırmak ve tüketicilere kredi kartı uygunluk çözümleri sunmak amacıyla satın alınanın hemen ardından Hepsiburada'ya 100 milyon ABD doları tutarında ek sermaye enjekte etmiştir. Kaspi CEO'su Mikheil Lomtadze, Hepsiburada'nın yönetim kurulu başkanı olarak atanmıştır. Yönetim, 20'den fazla temel iyileştirme girişiminin uygulandığı 2025-2026 dönemini geçiş yılları olarak değerlendirmektedir. Temel sinerji unsurlarını şu şekilde görüyoruz: (1) Kaspi'nin ödeme teknolojisinden ve bankacılık lisansı ile sunulacak yeni finansal hizmetlerden yararlanılarak fintech ürünlerinin ölçeklendirilmesi; (2) Kaspi'nin bilgi birikimini kullanarak tüketici etkileşiminin iyileştirilmesi, daha iyi kullanıcı deneyimi ve sipariş büyümesi sağlanması; ve (3) mükerrer geliştirme maliyetlerini azaltan ortak teknoloji altyapısı. Geçiş aşaması yakın vadede marj baskısı yaratıyor olsa da, fintech monetizasyonunun ölçeklenmesi ve operasyonel verimliliklerin hayata geçirilmesiyle birlikte 2028'den itibaren belirgin bir FAVÖK marjı iyileşmesi bekliyoruz.

2. Artan Sipariş Frekansı Öncülüğünde Pazar Üzeri Büyüme

Türkiye e-ticaret pazarının 2030 yılına kadar ABD doları bazında %7,5 YBBO ile büyümesi öngörülürken, Hepsiburada'nın NİH büyümesinin aynı dönemde yaklaşık %10,9 YBBO seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz; bu durum pazar payı kazanımlarına işaret etmektedir. Bu üstün performansın temel sürükleyicisi olarak, (i) SKU (Stok Tutma Birimi) derinliğindeki ve satıcı tabanındaki genişleme, (ii) daha hedef odaklı pazarlama araçlarına olanak tanıyan teknoloji altyapısına yönelik kesintisiz yatırımlar (iii) tüketici ve satıcı platformlarındaki teknolojik iyileştirmeler aracılığıyla deneyim ve dönüşüm oranlarının artırılması ve (vi) katma değerli hizmetler (lojistik, fintech ve reklamcılık) ile desteklenen müşteri başına sipariş frekansı artışını görmekteyiz.

2025 yıl sonu itibarıyla platformun 11,8 milyon aktif müşterisi bulunmaktadır. Aktif müşteri sayısı yıllık bazda yatay seyretmiştir. Sabit aktif müşteri tabanına rağmen, sipariş frekansı yıllık bazda %9 artışla müşteri başına yıllık 7,4 siparişe yükselmiş olup, bu durum elde tutulan müşteriler ile daha derin bir etkileşime işaret etmektedir. İleriye dönük olarak, sipariş frekansındaki bu yukarı yönlü trendin devam etmesini ve 2028'de 10,3'e, 2032'de ise 12,5'e ulaşmasını bekliyoruz.

3. Pazar Yeri Geçişi ve Komisyon Oranı Optimizasyonunu ile Yapısal Marj Genişlemesi

Hepsiburada'nın iş modeli, önümüzdeki yıllarda ekonomik profilini yeniden şekillendirecek olan, daha yüksek katma değerli hizmetler payına sahip birinci taraf perakende (1P) modelinden üçüncü taraf pazar yeri (3P) modeline doğru temel bir dönüşüm geçirmektedir. Karışımındaki bu değişim, marj genişlemesini yönlendiren faktörlerden biri olacaktır. 2025 yılında pazar yeri GMV'nin %68'ini oluşturmuştur; bu oranın 2032 tahminlerimizde %71'e ulaşmasını öngörüyoruz. Bu geçiş, pazar yeri komisyonlarının, Hepsiburada'nın envanter riski, depolama maliyetleri ve sipariş karşılama giderlerini üstlendiği 1P satışlara kıyasla daha yüksek marjinal kâr marjı taşıması nedeniyle marjlar açısından yapısal olarak pozitifdir.

Marj genişleme yörüngesi modelimizde görülmektedir: FAVÖK marjının 2025'teki %4,2 seviyesinden iyileşerek 2032 tahminlerimizde %11,7'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Temel yönlendiriciler şunlardır: (i) gelir karışımının 1P'den 3P'ye kayması ve katma değerli hizmetlerle komisyon oranının (take-rate) artmasıyla (%33'ten %37'ye) satılan malın maliyetinin gelire oranla düşmesi; (ii) gelir ölçeklendikçe sabit maliyetler üzerindeki operasyonel kaldıraç; ve (iii) promosyonlara daha az bağımlı hâle gelmek için Kaspi'nin operasyonel yol haritasından elde edilen verimlilik kazanımları. Bağlam açısından, MercadoLibre (%16 FAVÖK marjı) ve Allegro (%25+ FAVÖK marjı) gibi olgun pazar yeri platformları, pazar yeri modeli olgunlaştıkça çok daha yüksek marjların elde edilebilir olduğunu göstermektedir. ***Bu rapor boyunca komisyon oranını (take-rate) toplam net gelirin GMV'ye bölünmesiyle hesaplamaktayız.**

4. Türkiye E-Ticaret Pazarındaki Yapısal Büyüme

Türkiye'de e-ticaretin genel ticaret içindeki payı 2024 itibarıyla %19,1 seviyesinde gerçekleşmiş olup (ETBİS), gelişmiş pazarların belirgin gerisinde yer almaktadır (Euromonitor: ABD %28,8; İngiltere %29,0; Güney Kore %49,5). Bu fark, uzun soluklu yapısal bir büyüme pistine işaret etmektedir. Pazarın 2025-2030 döneminde %7,5 YBBO ile büyümesi öngörülmektedir (Statista). 85 milyonluk nüfusu, 34,9 olan ortalama yaşı (TÜİK) ve ~%91'lik internet penetrasyonu ile Türkiye, e-ticaret benimsenmesinin erken-orta aşamalarındaki bir pazarın demografik profiline sahiptir. Güçlü marka bilinirliği ve entegre ekosistemiyle iki numaralı platform olan Hepsiburada, bu büyümeden daha büyük bir pay almak için iyi konumlanmıştır.

5. Verimli Yatırım Harcaması Stratejisiyle Varlık Hafif Yapı

Şirket, varlık hafif bir modelle faaliyet göstermekte ve alan genişletmesi yerine verimliliğe öncelik vererek yatırım harcaması yoğunluğunu yapısal olarak düşük tutmaktadır. Depo metrekaresini artırmak yerine, depolama kapasitesini önemli ölçüde daha düşük marjinal yatırım harcamasıyla genişletmek, alan kullanımını iyileştirmek ve hacim büyümesini desteklemeye devam ederken yeni depo yatırım ihtiyaçlarını ertelemek için dikey raf optimizasyonuna odaklanmaktadır. 3P tarafında, satıcıları teslimat sürelerini kısaltmaya ve envanter devir hızını artırmaya teşvik etmektedirler; bu da depolardaki bekleme süresini azaltmakta, alan yaratmakta ve depolama ile ilgili maliyetleri düşürmektedir.

Bu varlık hafif yapının temel sağlayıcılarından biri, daha hızlı, daha güvenilir teslimatlara ve metrekare başına daha yüksek iş hacmine olanak tanıyan üstün son kilometre operasyonlarıdır. Güçlü son kilometre uygulaması, aşırı tampon stok ve geniş depolama kapasitesi ihtiyacını azaltırken, teslimat yoğunluğunu ve genel lojistik verimliliğini artırmaktadır. Dikey kapasite genişletmesi, daha hızlı envanter döngüleri ve son derece optimize edilmiş son kilometre lojistiğinin bu kombinasyonu, kontrollü yatırım harcamaları ve daha güçlü birim ekonomisi ile ölçeklenebilir büyümeyi desteklemektedir.

6. Değerleme İskontosu Cazip Bir Güvenlik Marjı Sunmaktadır

Hepsiburada, 2026T 0,3x FD/Satışlar ve 2026T 9,7x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmekte olup, bu durum uluslararası benzer şirket grubu çarpanlarına göre sırasıyla %80 ve %9 oranında bir iskontoyu temsil etmektedir. Türkiye'nin makroekonomik riskleri ve Hepsiburada'nın mevcut kârlılık eksikliği göz önüne alındığında belirli bir iskonto makul karşılanırsa da, iskontonun boyutunun, şirketin stratejik konumlanması, büyüme potansiyeli ve Kaspi ortaklığına kıyasla riskleri önemli ölçüde abarttığını değerlendiriyoruz.

Takip Edilmesi Gereken Önemli Gelişmeler

Yakın vadede, artan sipariş frekansı ve derinleşen kullanıcı etkileşimine ilişkin daha fazla kanıt sunması beklenen 2026 yılı finansal sonuç açıklamaları temel katalizörler arasında yer almaktadır. Kaspi ile entegrasyon sürecine ilişkin gelişmelerin yanı sıra 3P pazar yeri ürün karışımı ve katma değerli hizmetlerdeki ilerlemeyi de yakından takip etmekteyiz. Buna ek olarak, sipariş adedi büyümesini platformun ivmesini sürdürme becerisinin temel bir göstergesi olarak izlemekteyiz.

Daha uzun vadede potansiyel katalizörler arasında, Rabobank alımı sonrasında fintech ve e-ticaret ekosisteminin sağlayacağı sinerjilerin somutlaşması ve operasyonel yeteneklerdeki iyileşme yer almaktadır.

Kaspi'nin stratejik planlarına ilişkin iletişimi, düzenli yatırımcı sunumlarının sürdürülmesini ve resmi finansal beklentilerin (guidance) yayımlanmasını da potansiyel pozitif katalizörler olarak değerlendirmekteyiz.

Hepsiburada Büyüme Stratejisi

Türkiye e-ticaret pazarının 2030 yılına kadar ABD doları bazında %7,5 YBBO ile büyümesi öngörülürken, Hepsiburada'nın GMV büyümesinin aynı dönemde yaklaşık %10,6 YBBO seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz; bu durum pazar payı kazanımlarına işaret etmektedir. Bu üstün performansın temel sürükleyicisi olarak, (i) stok tutma birimi (SKU) derinliğindeki ve satıcı tabanındaki genişleme, (ii) daha hedef odaklı pazarlama araçlarına olanak tanıyan teknoloji altyapısına yönelik kesintisiz yatırımlar ve (iii) katma değerli hizmetler (lojistik, fintech ve reklamcılık) aracılığıyla sağlanan komisyon oranı optimizasyonu ile desteklenen müşteri başına sipariş frekansı artışını görmekteyiz. (iv) Tüketici ve satıcı platformlarındaki teknolojik iyileştirmeler aracılığıyla deneyim ve dönüşüm oranlarının artırılması.

4Ç 2025 itibarıyla platformun 11,8 milyon aktif müşterisi bulunmaktadır (son on iki ayda en az bir sipariş veren tekil müşteriler olarak tanımlanmaktadır); bu rakam, bir önceki yılın aynı dönemindeki 11,8 milyona kıyasla yıllık bazda %0,3'lük bir artış temsil etmektedir. Aktif müşteri tabanındaki düşüğe rağmen, sipariş frekansı yıllık bazda %9,2 artışla müşteri başına yıllık 7,4 siparişe yükselmiş olup, bu durum elde tutulan kullanıcılar arasında daha derin bir etkileşime işaret etmektedir. Sipariş frekansındaki bu yukarı yönlü trendin devam etmesini ve 2028'de 10,3'e, 2032'de ise 12,5'e ulaşmasını bekliyoruz.

- **Kategori Genişlemesi ve Satıcı Tabanı:** Elektronik, Hepsiburada'nın GMV kompozisyonunda önemli bir paya sahiptir. Şirketin büyüme stratejisi, satıcı sayısını ve ürün çeşitliliğini artırmaya odaklanarak orta-kuyruk ve uzun-kuyruk kategoriler (giyim, ev ve yaşam, hızlı tüketim ürünleri ve kişisel bakım) alanında genişlemeyi hedeflemektedir. Bu kategoriler tipik olarak daha düşük sepet tutarı değerlerine sahip olsalar da, daha yüksek sipariş frekansı yaratarak genel pazar yeri GMV büyümesini desteklemektedir. Bu strateji, düşük tutarlı ve günlük satın alımlarda büyümeye odaklanan Kaspi girişimleri tarafından desteklenmektedir. Hepsiburada'nın pazar yeri şu anda 102.000'den fazla aktif satıcıya ve 419 milyonu aşkın SKU'ya ev sahipliği yapmaktadır. Küresel emsal karşılaştırmaları ve Türkiye'nin devam eden dijitalleşme yörüngesi göz önüne alındığında, hem satıcı tabanında hem de ürün derinliğinde daha fazla genişleme için anlamlı bir potansiyel değerlendirmekteyiz.
- **Müşteri Kazanımı ve Etkileşim:** Hepsiburada, etkileşimi artırmak amacıyla mobil uygulama deneyimine, kişiselleştirme algoritmalarına ve anlık bildirim yeteneklerine yoğun yatırım yapmaktadır. Müşteri etkileşim stratejisi; dijital pazarlama, dönemsel promosyon kampanyaları, marka ortaklıkları ve giderek artan bir şekilde ücretli bağlılık programı olan Hepsiburada Premium kombinasyonuna dayanmaktadır. 2025'in dördüncü çeyreğinde GMV'nin %3,4'üne (bir yıl önceki %2,3 seviyesine kıyasla) ulaşan reklam giderlerindeki belirgin artış, sipariş ve frekans büyümesini önceliklendirerek müşteri kazanımı ve marka bilinirliğine daha agresif yatırım yapmaya yönelik Kaspi mülkiyeti altındaki bilinçli bir stratejiyi yansıtmaktadır.

- ◆ Kaspî vizyonu altında şirket, teknoloji platformunu iyileştirmeye devam etmekte ve erken aşama sinerji etkilerini gözlemlemeye başlamıştır. Ana sayfa kişiselleştirme tarafında, "Son Gezilenler" ve "Sizin İçin Önerilenler" bölümleri ana sayfanın en üstüne taşınmıştır. Tıklama oranları "Son Gezilenler" bölümü için %15'ten %31'e, "Sizin İçin Önerilenler" bölümü için ise %18'den %23'e yükselmiştir. Ödemeler tarafında, bankalar tarafından sunulan rozetlerin ve detaylı Şimdi Al Sonra Öde (BNPL) seçeneklerinin ürün sayfalarına eklenmesi, GMV'de %4,5'lik bir artış sağlamıştır. Satıcı pazarlama araçlarındaki gelişmeler, teklif verme algoritması yükseltmeleri ve kullanıcı deneyimi iyileştirmeleri dâhil, GMV'de %9,1'lik bir artışa yol açmıştır. Benzer şekilde, influencer tarafında tek tıkla promosyon paylaşımının ve yeniden tasarlanan teklif kartlarının devreye alınması, ilave %9,1'lik bir GMV artışı sağlamıştır.
- ◆ Hepsiburada Premium bağlılık programı, üye olmayanlara kıyasla yaklaşık 1,3 kat daha yüksek sipariş frekansı ve sepet tutarı sergileyen üyeleriyle birlikte, müşteri elde tutmada temel bir araç hâline gelmiştir. 3,7 milyon üye (aktif müşterilerin yaklaşık %30'u) ile penetrasyon uluslararası emsallerin altında kalmakta olup, genişleme için anlamlı bir alan bırakmaktadır. Kademeli teklifler, stratejik ortaklıklar ve Kaspî entegrasyonunu takiben belirlenmesi muhtemel genişletilmiş avantajlarla desteklenen Premium penetrasyonunun, küresel pazar yeri emsalleriyle genel olarak uyumlu bir şekilde 2032 tahminlerimizde %40-50 seviyelerine yükselmesini öngörüyoruz.
- **Komisyon Oranı Optimizasyonu:** Katma değerli hizmetler (lojistik, reklamcılık, finansman) aracılığıyla sağlanan komisyon oranı optimizasyonu (2025'teki yaklaşık %33 seviyesinden %37'ye), 2032 tahminlerimizde yıllık 1,5 milyar ABD doları (toplam GMV'nin %14'ü) tutarında artan gelir yaratabilir. Şirket, satıcılara kapsamlı bir güçlendirme araçları paketi sunmaktadır: son kilometre teslimatı ve kargo için Hepsijet, depolama ve sipariş karşılama için Hepsilojistik, ödeme işlemleri için Hepsipay, reklamcılık için Hepsiad; tüm bu hizmetler, platform genelinde dönüşümü artırmaya yardımcı olan tüketiciye yönelik finansman seçenekleriyle desteklenmektedir. Ekosistem yaklaşımı altındaki bu katma değerli hizmetler, satıcı sürdürmesini azaltırken ve platform bağlılığını artırırken, aynı zamanda platformun komisyon oranı potansiyelini de yükseltmektedir. Hepsiburada'nın teslimat ve diğer hizmet gelirleri son üç yılda ABD doları bazında dört kat artarak toplam GMV içindeki payını 2025'te %7'ye (2022'deki %3'e kıyasla) çıkarmıştır.

Grafik: Hepsiburada Ana Metrikleri | IAS29 Hariç

| Ana Metrikler | 2023G | 2024G | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T |
|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| GMV (mn TL) | 96.487 | 167.695 | 236.518 | 340.459 | 445.024 | 576.340 | 705.945 | 842.237 | 991.167 | 1.155.971 |
| GMV büyüme % | 103,8% | 73,8% | 41,0% | 43,9% | 30,7% | 29,5% | 22,5% | 19,3% | 17,7% | 16,6% |
| Komisyon Oranı % | 30,4% | 30,2% | 32,8% | 34,2% | 34,8% | 35,4% | 36,0% | 36,3% | 36,6% | 37,0% |
| Pazar Yeri GMV Payı (%) | 66,9% | 69,8% | 68,4% | 68,7% | 69,0% | 69,3% | 69,6% | 69,9% | 70,2% | 70,5% |
| Sipariş Sayısı (milyon) | 72,1 | 79,9 | 87,5 | 101,9 | 114,3 | 127,6 | 135,4 | 143,6 | 151,5 | 159,9 |
| Büyüme % | 16,0% | 10,9% | 9,5% | 16,5% | 12,2% | 11,6% | 6,1% | 6,1% | 5,5% | 5,5% |
| Aktif Müşteri (milyon) | 11,6 | 11,8 | 11,8 | 12,0 | 12,3 | 12,4 | 12,5 | 12,6 | 12,8 | 12,9 |
| Büyüme % | -1,6% | 1,4% | 0,0% | 2,0% | 2,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Sıklık | 6,14 | 6,82 | 7,44 | 8,55 | 9,41 | 10,35 | 10,86 | 11,41 | 11,92 | 12,46 |
| Büyüme % | 11,1% | 11,0% | 9,0% | 15,0% | 10,0% | 10,0% | 5,0% | 5,0% | 4,5% | 4,5% |
| OSB (Ortalama Sepet Büyüklüğü) | 1.339 | 2.098 | 2.703 | 3.341 | 3.892 | 4.515 | 5.215 | 5.867 | 6.541 | 7.228 |
| Büyüme % | 75,7% | 56,7% | 28,8% | 23,6% | 16,5% | 16,0% | 15,5% | 12,5% | 11,5% | 10,5% |
| Ort. TÜFE | 53,9% | 58,5% | 34,9% | 28,1% | 20,5% | 20,0% | 18,5% | 15,5% | 14,5% | 13,5% |

Kaynak: İş Yatırım

Fintech: Hepsiburada'nın Hepsipay (cüzdan ve ödemeler) ve Hepsifinans (satın alınabilirlik ve kredilendirme çözümleri) öncülüğündeki fintech dikeyi, yapısal bir büyüme kaldıracı ve Türkiye e-ticaret ortamında temel bir farklılaştırıcı unsurdur. Finansman araçlarının artan penetrasyonu ve yükselen kredi hacimleri, erken dönem para kazanma ivmesine işaret etmektedir.

İleriye bakıldığında, Kaspi'nin Rabobank A.Ş. satın alımı yoluyla tam kapsamlı bir bankacılık lisansının beklenen entegrasyonunun; mevduat, satıcı POS çözümleri, tüketici kredileri ve ödeme/transfer yetenekleri ekleyerek adreslenebilir gelir havuzunu maddi olarak genişletmesi ve ekosistemden para kazanma sürecini hızlandırması beklenmektedir. Hepsipay'in geniş bir adreslenebilir pazar (yaklaşık 263 milyar ABD doları çevrimdışı ve 102 milyar ABD doları çevrimiçi ödeme) içinde ödemelerden ve tüketici finansmanından artan bir pay almak için iyi konumlandığını değerlendirmekteyiz. Özellikle sıkı bir kredi ortamında fintech; komisyon oranı genişlemesini destekleyen, satıcı bağlılığını güçlendiren, müşteri sadakatini artıran ve yapısal olarak rekabetçi bir e-ticaret pazarında gelir akışlarını çeşitlendiren, marj katkısı sağlayan bir motor görevi görmektedir.

HepsiJET ve Hepsilojistik: Hepsiburada'nın HepsiJET ve Hepsilojistik öncülüğündeki tescilli lojistik ekosistemini, üstün birim ekonomisini ve uzun vadeli marj genişlemesini destekleyen temel bir yapısal farklılaştırıcı olarak görüyoruz. Şirketin yoğun ve son derece optimize edilmiş son kilometre ağı, daha hızlı teslimat, daha yüksek teslimat yoğunluğu ve sipariş başına daha düşük maliyet sağlayarak varlık hafif bir işletme modelini desteklerken güçlü bir marka görünürlüğü yaratmaktadır. Sipariş karşılama ve teslimat üzerindeki kontrol, müşteri deneyimini ve tekrarlayan satın alma davranışını geliştirirken, büyüyen platform dışı lojistik iş kolu, para kazanma sürecini pazar yeri faaliyetlerinin ötesine taşımaktadır. HepsiJET'in platform paketlerinin büyük çoğunluğunu (2024'te % 72) taşıması ve dış hacimlerin artmasıyla birlikte teslimat hizmetleri, ABD doları bazında %54 YBBO ile büyüyerek ve 2025'te GMV'nin yaklaşık %5'ine ulaşarak ölçeklenebilir bir gelir akışı olarak ortaya çıkmaktadır. Şirketin lojistik odaklı para kazanma çarkını güçlendirerek bu oranın 2027 yılına kadar yaklaşık %7'ye yükselmesini bekliyoruz.

HepsiAd: Reklamcılık, pazar yeri platformları için mevcut olan en yüksek marjlı gelir akışıdır ve satıcıların ve markaların sponsorlu listelemeler, görüntülü reklamcılık ve diğer platform içi promosyon araçları aracılığıyla ürünleri tanıtmasına olanak tanımaktadır. 2024 yılında reklam gelirlerinin yıllık bazda yaklaşık %67 büyümesiyle yakalanan güçlü ivmeye rağmen, monetizasyon oranı GMV'nin yalnızca yaklaşık %0,5'i seviyesinde kalarak küresel pazar yeri emsallerinin (yaklaşık %2-7) önemli ölçüde altında seyretmektedir. Hepsiburada'nın zengin satın alma verileri (Hepsiexpress ve dijital ürünler hariç yıllık 79,9 milyon sipariş, Hepsiexpress ve dijital ürünler hariç 11,8 milyon aktif müşteri) ile Kaspi'nin veri analitiği yeteneklerinin birleşimi, etkili reklam hedeflemesi ve ölçümleme sağlayarak markalarla daha güçlü bağlar ve komisyon oranı potansiyeli yaratmalıdır.

IAS29-Finansallar

| Gelir Tablosu milyon TL | 2024G | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar | 93,710 | 106,238 | 122,573 | 133,423 | 146,485 |
| Brüt Kar (Zarar) | 35,136 | 38,491 | 46,402 | 53,005 | 57,354 |
| Operasyonel Giderler | -32,405 | -37,193 | -46,102 | -51,223 | -51,790 |
| Esas Faaliyet Karı | 2,730 | 1,298 | 300 | 1,781 | 5,564 |
| Vergi Öncesi Kar (Zarar) | -2,636 | -7,207 | -11,628 | -8,851 | -6,149 |
| Vergi Gideri (Geliri) | 0 | 54 | 87 | 67 | 46 |
| Net Kar | -2,636 | -7,152 | -11,540 | -8,784 | -6,103 |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı | 2,730 | 1,353 | 387 | 1,848 | 5,610 |
| FAVÖK | 3,392 | 1,432 | 484 | 1,737 | 4,139 |

| Nakit Akışı milyon TL | 2024G | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| İşletme Faal. Kay. Net Nakit | 10,313 | 7,370 | 7,689 | 10,135 | 12,507 |
| Düzeltilme Öncesi Kar | -2,636 | -7,152 | -11,540 | -8,784 | -6,103 |
| Amortisman & İtfa Payları | 3,364 | 3,980 | 4,592 | 4,670 | 3,662 |
| İşletme Sermayesindeki Değ. | -1,772 | -1,559 | 914 | 2,207 | 1,164 |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı | 11,358 | 12,101 | 13,723 | 12,043 | 13,784 |
| Yatırım Faal. Kay. Nakit | 1,470 | 3,219 | 923 | 9 | -590 |
| Sabit Sermaye Yatırımları | -3,278 | -3,021 | -4,543 | -4,945 | -5,139 |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı | 4,748 | 6,241 | 5,466 | 4,954 | 4,528 |
| Serbest Nakit Akım | 11,783 | 10,589 | 8,612 | 10,144 | 11,917 |
| Finansman Faal. Kay. Nakit | -9,636 | -11,594 | -15,814 | -13,300 | -16,228 |
| Finansal Borçlardaki Değişim | 2,353 | -1,844 | 751 | 669 | 264 |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı | -11,989 | -9,751 | -16,564 | -13,969 | -16,492 |
| Net Nakit Değişimi | -1,084 | -3,745 | -7,202 | -3,156 | -4,311 |

| Büyümler & Operasyonel Performans | 2024G | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|-----------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Büyümler | | | | | |
| Net Satışlar | 11.0% | 13.4% | 15.4% | 8.9% | 9.8% |
| Faaliyet Karı | -1694.3% | -52.4% | -76.9% | 494.5% | 212.3% |
| FAVÖK | 218.2% | -57.8% | -66.2% | 258.6% | 138.2% |
| Net Kar | -1570.5% | 171.3% | 61.3% | -23.9% | -30.5% |
| Operasyonel Performans | | | | | |
| Brüt Marj | 37.5% | 36.2% | 37.9% | 39.7% | 39.2% |
| Faaliyet Kar Marjı | 2.9% | 1.2% | 0.2% | 1.3% | 3.8% |
| FAVÖK Marjı | 3.6% | 1.3% | 0.4% | 1.3% | 2.8% |
| Efektif Vergi Oranı | 0.0% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| Net Kar Marjı | -2.8% | -6.7% | -9.4% | -6.6% | -4.2% |
| Özkaynak Karlılığı | -49.0% | -294.2% | -313.0% | -457.1% | -556.9% |
| Aktif Karlılığı | -6.2% | -16.0% | -23.2% | -16.2% | -11.0% |
| Yatırım Sermayesi Karlılığı | | | | | |

| Rasyo Analizi | 2024G | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Düzeltilmiş F / K (x) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| FD / FAVÖK (x) | 11.2 | 26.6 | 78.8 | 22.0 | 9.2 |
| FD / Satışlar (x) | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PD / Defter Değeri (x) | 0.1 | 20.3 | 13.0 | 26.3 | 46.4 |
| PD / Nakit Akışı (x) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Hisse Başı Kazanç (USD) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Hisse Başı Temettü (USD) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Temettü Verimi | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Borç (Nakit) (milyon USD) | -10,833 | -13,934 | -13,438 | -10,794 | -11,309 |
| Net Borç / FAVÖK (x) | -3.2 | -9.7 | -27.7 | -6.2 | -2.7 |
| Net Borç / Özkaynak (x) | -2.0 | -5.5 | -3.4 | -5.5 | -10.2 |

Kaynak: İş Yatırım

Rakamlar 2026 yıl sonu alım gücü ile ifade edilmiştir

| Bilanço milyon TL | 2024G | 2025G | 2026T | 2027T | 2028T |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dönen Varlıklar | 34,258 | 37,232 | 42,080 | 42,909 | 45,539 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 15,228 | 16,979 | 16,615 | 14,132 | 14,332 |
| Ticari Alacaklar | 8,312 | 7,831 | 10,207 | 11,410 | 12,424 |
| Stoklar | 9,859 | 10,955 | 13,154 | 14,219 | 15,339 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 859 | 1,468 | 2,104 | 3,148 | 3,445 |
| Duran Varlıklar | 8,690 | 9,136 | 11,220 | 12,056 | 10,341 |
| Ticari Alacaklar | 144 | 34 | 35 | 38 | 41 |
| Maddi Duran Varlıklar | 1,366 | 1,365 | 2,560 | 2,557 | 1,498 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 5,025 | 4,860 | 5,960 | 6,847 | 6,450 |
| Diğer Uzun Vadeli Varlıklar | 2,156 | 2,877 | 2,664 | 2,614 | 2,352 |
| Toplam Varlıklar | 42,948 | 46,368 | 53,300 | 54,965 | 55,880 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 35,459 | 41,905 | 47,257 | 50,805 | 52,548 |
| Finansal Borçlar | 3,436 | 2,068 | 2,129 | 2,225 | 1,863 |
| Ticari Borçlar | 24,910 | 32,807 | 38,011 | 42,252 | 45,261 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 7,113 | 7,031 | 7,117 | 6,328 | 5,423 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 2,033 | 1,939 | 2,099 | 2,209 | 2,227 |
| Finansal Borçlar | 959 | 977 | 1,047 | 1,113 | 1,159 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 1,074 | 962 | 1,052 | 1,095 | 1,068 |
| Özkaynaklar | 5,456 | 2,525 | 3,943 | 1,951 | 1,105 |
| Ödenmiş Sermaye | 1,183 | 1,192 | 950 | 798 | 659 |
| Rezerve ve Diğer Kalemler | 1,405 | -403 | -321 | -270 | -223 |
| Hisse Senedi İhraç Primi | 34,350 | 39,577 | 31,536 | 26,500 | 21,901 |
| Diğer Özkaynak Kalemleri | -28,846 | -30,689 | -16,680 | -16,293 | -15,130 |
| Cari Yıl Kar/(Zarar) | -2,636 | -7,152 | -11,540 | -8,784 | -6,103 |
| Toplam Kaynaklar | 42,948 | 46,368 | 53,300 | 54,965 | 55,880 |

DEĞERLEME

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (%75 Ağırlık)

Temel değerlendirme metodolojimiz, sonsuz değer ile 7 yıllık tahmin dönemi boyunca öngörülen kaldıraçsız serbest nakit akışlarını kullanan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizidir. İNA, Hepsiburada'nın mevcut zararlardan sürdürülebilir kârlılığa geçiş sürecindeki tüm kârlılık yörüngesini kapsamaktadır; ki bu durum cari yıl çarpanlarına tam olarak yansımamaktadır. TL bazlı İNA modelimizde, %21'lik ortalama risksiz getiri oranını, %6'lık hisse senedi risk primini ve 1,00 seviyesindeki beta değerini yansıtan %27'lik ortalama Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır. %10 olan sonsuz büyüme oranı, enflasyonun nihai olarak tek haneli seviyelereavaşlayacağı varsayımıyla uzun vadeli Türkiye nominal GSYH büyümesini yansıtmaktadır. İNA modeli, 72,7 milyar TL (50,50 ABD/TRY kuru ile yaklaşık 1,44 milyar ABD doları) tutarında zimni bir özkaynak değeri üretmektedir.

Grafik: İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi | IAS29 Hariç

| Konsolide Finansallar | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Gelirler | 77,642 | 116,427 | 154,876 | 204,055 | 254,049 | 305,894 | 363,260 | 427,483 |
| Büyüme | 53% | 50% | 33% | 32% | 25% | 20% | 19% | 18% |
| Brüt Kâr | 30,355 | 47,726 | 64,002 | 86,265 | 109,677 | 133,573 | 160,418 | 193,296 |
| Brüt Kâr Marjı | 39.1% | 41.0% | 41.3% | 42.3% | 43.2% | 43.7% | 44.2% | 45.2% |
| Faaliyet Giderleri | -28,742 | -46,471 | -61,380 | -75,484 | -93,328 | -110,405 | -129,363 | -150,237 |
| Faaliyet Gideri Marjı | 37% | 40% | 40% | 37% | 37% | 36% | 36% | 35% |
| FVÖK | 1,613 | 1,255 | 2,622 | 10,781 | 16,349 | 23,168 | 31,055 | 43,060 |
| FVÖK Marjı | 2.1% | 1.1% | 1.7% | 5.3% | 6.4% | 7.6% | 8.5% | 10.1% |
| Amortisman | -1,634 | -2,352 | -3,074 | -3,982 | -4,877 | -5,053 | -5,947 | -6,936 |
| FAVÖK (UFRS 16 Dahil) | 3,247 | 3,607 | 5,696 | 14,763 | 21,226 | 28,221 | 37,002 | 49,995 |
| FAVÖK Marjı | 4.2% | 3.1% | 3.7% | 7.2% | 8.4% | 9.2% | 10.2% | 11.7% |
| UFRS 16 Düzeltmesi | -1,031 | -1,441 | -1,919 | -2,408 | -3,010 | -3,717 | -4,479 | -5,353 |
| Satışlara Oranı | -1.3% | -1.2% | -1.2% | -1.2% | -1.2% | -1.2% | -1.2% | -1.3% |
| FAVÖK (UFRS 16 Hariç) | 2,217 | 2,165 | 3,777 | 12,355 | 18,216 | 24,504 | 32,523 | 44,643 |
| FAVÖK Marjı | 2.9% | 1.9% | 2.4% | 6.1% | 7.2% | 8.0% | 9.0% | 10.4% |
| (+/-) Finansman Düzeltmeleri* | -6,289 | -9,824 | -10,091 | -14,948 | -13,820 | -14,282 | -15,448 | -16,385 |
| Satışlara Oranı | -8.1% | -8.4% | -6.5% | -7.3% | -5.4% | -4.7% | -4.3% | -3.8% |
| Düzeltilmiş FAVÖK | -4,073 | -7,659 | -6,314 | -2,593 | 4,396 | 10,222 | 17,075 | 28,258 |
| Düzeltilmiş FAVÖK Marjı | -5.2% | -6.6% | -4.1% | -1.3% | 1.7% | 3.3% | 4.7% | 6.6% |
| (-) Vergiler | 0 | 0 | 0 | 0 | 48 | -775 | -1,669 | -3,198 |
| (+/-) Net İşletme Sermayesi Değişimi | -7,754 | -7,435 | -7,816 | -9,363 | -9,227 | -9,792 | -10,699 | -10,800 |
| Satışlara Oranı | -10.0% | -6.4% | -5.0% | -4.6% | -3.6% | -3.2% | -2.9% | -2.5% |
| (-) Yatırım Harcamaları | -2,174 | -4,075 | -5,421 | -6,734 | -7,621 | -9,177 | -10,898 | -12,824 |
| Satışlara Oranı | -2.8% | -3.5% | -3.5% | -3.3% | -3.0% | -3.0% | -3.0% | -3.0% |
| Serbest Nakit Akışı | 1,508 | -4,299 | -3,918 | 36 | 6,050 | 10,062 | 15,207 | 23,035 |
| Büyüme | -650% | -385% | -9% | -101% | 16830% | 66% | 51% | 51% |
| Serbest Nakit Akışı Marjı | 1.9% | -3.7% | -2.5% | 0.0% | 2.4% | 3.3% | 4.2% | 5.4% |
| İskonto Faktörü | 1.00 | 0.75 | 0.57 | 0.44 | 0.35 | 0.28 | 0.23 | 0.19 |
| İskonto Edilmiş Serbest Nakit Akışı | 1,508 | -3,220 | -2,240 | 16 | 2,095 | 2,811 | 3,481 | 4,358 |

| | |
|--|---------------|
| İNA Toplam BD | 7,301 |
| Terminal Büyüme | 10% |
| Terminal Değer BD | 34,244 |
| Şirket Değeri (ŞD) | 41,545 |
| Net Nakit / (Borç) (4Ç25) (UFRS 16 Öncesi) | 12,932 |
| Mevcut Özkaynak Değeri | 54,477 |
| Mevcut Piyasa Değeri | 44,724 |
| 12A Hedef Özkaynak Değeri | 72,726 |
| Hisse Sayısı | 357 |
| 12A Hedef Hisse Fiyatı - TL | 203.6 |
| 12A Hedef Hisse Fiyatı - USD | 4.0 |

Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Tablosu

| | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Risksiz Faiz Oranı | 27.5% | 25.0% | 24.0% | 21.0% | 18.0% | 16.0% | 15.0% |
| Özkaynak Risk Primi | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| Beta | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Özkaynak Maliyeti | 34% | 31% | 30% | 27% | 24% | 22% | 21% |
| Borç Maliyeti | 41% | 26% | 27% | 22% | 21% | 20% | 19% |
| Vergi Sonrası Borç Maliyeti | 41% | 26% | 27% | 20% | 18% | 17% | 16% |
| Borç Ağırlığı | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Özkaynak Ağırlığı | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| AOSM | 34% | 31% | 30% | 27% | 24% | 22% | 21% |

Kaynak: İş Yatırım

Sonsuz büyüme değeri, toplam firma değerinin yaklaşık %82'sini oluşturmaktadır; bu oran gelişmiş piyasa şirketleri için tipik olan seviyelerden daha yüksek olsa da, yakın vadeli nakit akışlarının yatırım harcamaları ve ölçek tarafından baskılandığı erken aşama kârlılık yörüngesiyle tutarlıdır. Buna uygun olarak, İNA kaynaklı hedef fiyatımız, sonsuz büyüme varsayımındaki değişikliklere karşı duyarlılık göstermektedir.

Grafik: Hedef Fiyat ve Değerleme Metodu

| Değerleme Metodolojisi | İma Edilen Değer | Ağırlık | Ağırlık. Özsermaye Değeri |
|-----------------------------------|------------------|---------|---------------------------|
| İNA | 1,440 | 75% | 1,080 |
| Uluslararası Benzerler (FD/FAVÖK) | 1,017 | 25% | 254 |
| Hedef Değer | | | 1,334 |
| Hedef Hisse Fiyatı | | | 3.73 |
| Mevcut Hisse Fiyatı | | | 2.84 |
| Yükseliş Potansiyeli | | | 32% |

Kaynak: İş Yatırım

Grafik: AOSM ve Sonsuz Büyüme Değeri Fiyat Hassasiyeti Tablosu (12 Aylık Hedef Fiyat (\$))

| AOSM (SB) | Sonsuz Büyüme Oranı | | | | | | |
|-----------|---------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 7% | 8% | 9% | 10% | 11% | 12% | 13% |
| 21% | 3.96 | 4.18 | 4.43 | 4.72 | 5.08 | 5.51 | 6.05 |
| 22% | 3.80 | 3.99 | 4.20 | 4.45 | 4.75 | 5.11 | 5.55 |
| 23% | 3.65 | 3.82 | 4.01 | 4.23 | 4.48 | 4.78 | 5.14 |
| 24% | 3.53 | 3.67 | 3.84 | 4.03 | 4.25 | 4.51 | 4.81 |
| 25% | 3.41 | 3.55 | 3.69 | 3.86 | 4.05 | 4.28 | 4.53 |
| 26% | 3.31 | 3.43 | 3.56 | 3.71 | 3.88 | 4.08 | 4.30 |
| 27% | 3.22 | 3.33 | 3.45 | 3.58 | 3.73 | 3.91 | 4.10 |

Kaynak: İş Yatırım

Projeksiyonlar

Gelirler: Gelir kompozisyonu; 3P, teslimat ve diğer hizmet gelirlerinin artan payı ile birlikte çarpıcı bir şekilde değişmiştir. 2021 yılında 1P gelirleri toplam gelirler içinde %81'lik pay ile faaliyetlere hâkim iken, 2025 yılı itibarıyla bu oran %67'ye gerilemiştir. Bu geçişin devam etmesini öngörüyoruz. Gelirlerin, 3P, teslimat ve diğer hizmet gelirlerinin artan payı ile birlikte 2026-2032 tahmin döneminde TL bazında %24 YBBO (ABD doları bazında %11) ile büyümesini öngörmekteyiz.

Brüt Marj: GMV yüzdesi olarak brüt katkı marjının, temel olarak katma değerli hizmetlerin ve teslimat gelirlerinin artan payı ile 1P'den 3P'ye ürün karışımı geçişinin yönlendirmesiyle, 2025'de gerçekleşen %12,8 seviyesinden 2032 tahminlerimizde %16,7'ye iyileşmesini öngörüyoruz.

Faaliyet Giderleri: Amortisman hariç faaliyet giderlerinin GMV'ye oranının 2025'teki %10,9 seviyesinden 2027'de %12,6 ile zirve yapmasını ve 2032'de %11,8'de istikrar kazanmasını bekliyoruz. Hepsiburada müşteri kazanımı ve marka bilinirliğine yatırım yapmaya devam ederken, 2026–2027 dönemi yüksek reklam harcamalarına sahne olacaktır. Teslimat hizmeti iş kolunun toplam GMV'den daha hızlı büyümesi ve platform dışı satışlar nedeniyle bu gelirlerin bir kısmının GMV hesaplamasına dâhil edilmemesi sebebiyle, kargo maliyetlerinin GMV'ye oranının da daha yüksek olmasını bekliyoruz.

FAVÖK: GMV yüzdesi olarak FAVÖK'ün 2025'teki %1,4 seviyesinden 2032'ye kadar kademeli olarak %4,3'e yükselmesini öngörüyoruz. Finansmana ilişkin belirli kalemlerin şirketin faaliyet modeline entegre bir yapıda olması nedeniyle, altta yatan faaliyet performansını daha doğru yansıtmak amacıyla FAVÖK'ü buna göre düzeltmekteyiz. Tahminlerimize göre, düzeltilmiş FAVÖK (IAS 29 hariç) 2025 mali yılında negatif 4,0 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK'ün 2029 yılına kadar negatif bölgede kalması muhtemel olsa da, projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak iyileşmesini bekliyoruz. Ardından, düzeltilmiş FAVÖK'ün 2032 yılına kadar GMV'nin %2,5'ine tekabül eden 28,5 milyar TL'ye ulaşmasıyla birlikte anlamlı bir kârlılık dönüm noktası öngörüyoruz. Finansman düzeltmeleri; vadeli satışlardan elde edilen faiz gelirini, kredi kartı alacaklarının erken tahsilatına ilişkin faiz geliri ve komisyon giderlerini, emsal faizi ve kira ödemelerini (UFRS 16) kapsamaktadır.

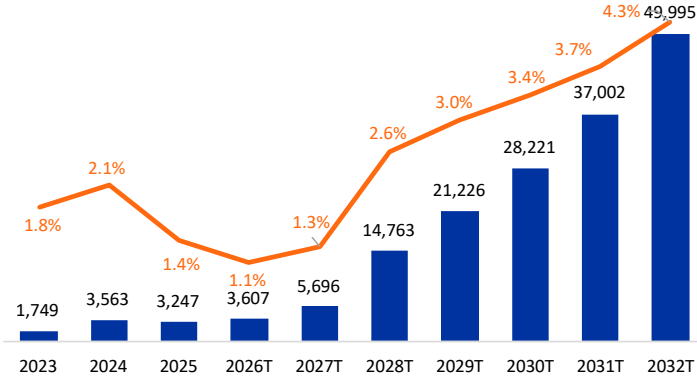
Net Kâr: Hepsiburada henüz sürdürülebilir kârlılığa ulaşmamıştır. Şirketin net zararı, temel olarak yüksek net finansman giderleri ve artan reklam harcamalarının etkisiyle, 2024 yılındaki 688 milyon TL seviyesinden 2025 yılında 5,1 milyar TL'ye genişlemiştir. Net kârlılığın 2030 yılına kadar negatif bölgede kalmasını bekliyoruz.

Yatırım Harcamaları: Yatırım harcamaları/satışlar oranının (2026T-2032T) gelirlerin ortalama %3,2'si seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz; bu düzey yaklaşık %3,5 olan tarihsel ortalamanın hafif altındadır. Yatırım harcamalarının büyük kısmı, depo otomasyonu ve teknoloji altyapısı ile ilgilidir. Kaspi'nin lojistik ve teknolojiye yönelik yatırımlarını hızlandırması nedeniyle yatırım harcamalarının 2026-2028T döneminde ortalamanın hafif üzerinde olacağını varsayıyoruz.

İşletme Sermayesi: Hepsiburada, negatif nakit dönüşüm süresiyle faaliyet göstermekte olup, bu durum şirketin müşteri ödemelerini satıcılara fon aktarmadan önce tahsil ettiği pazar yeri modelinin doğasında var olan elverişli işletme sermayesi dinamiklerini yansıtmaktadır. 2025 yılındaki zorlu makroekonomik ortama rağmen şirket, işletme sermayesini verimli bir şekilde yönetmiş ve işletme sermayesi/satışlar oranı 2024'teki -%16 seviyesinden -%20'ye iyileşmiştir. Projeksiyon dönemimiz boyunca, üç yıllık ortalamadan anlamlı bir sapma varsaymamakta ve işletme sermayesi/satışlar oranını yaklaşık -%20 seviyesinde modellemekteyiz.

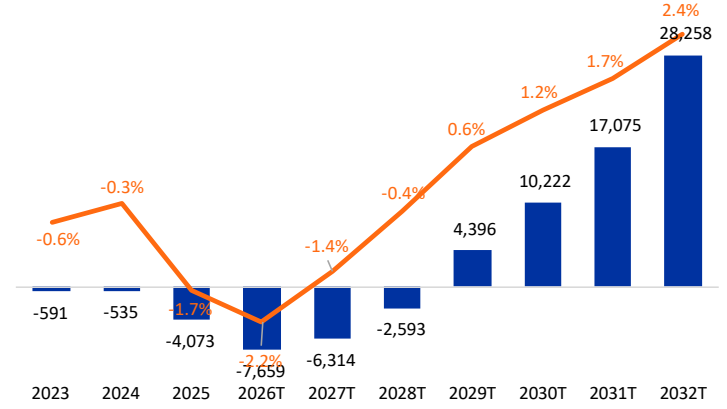
Finansal Projeksiyonlar - IAS29 Hariç

Grafik: FAVÖK ve FAVÖK/GMV(TL mn)



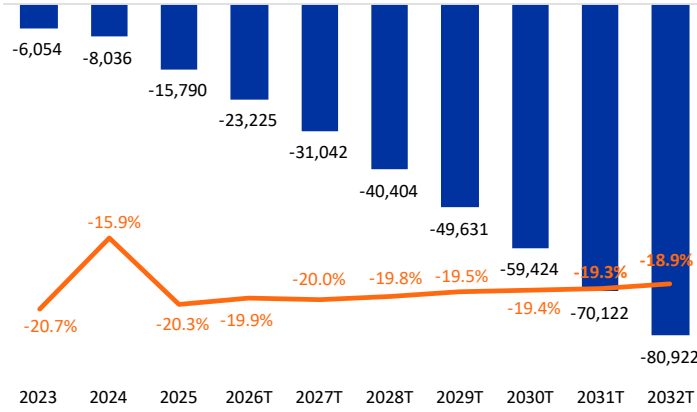
Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Düz. FAVÖK ve Düz. FAVÖK/GMV(TL mn)



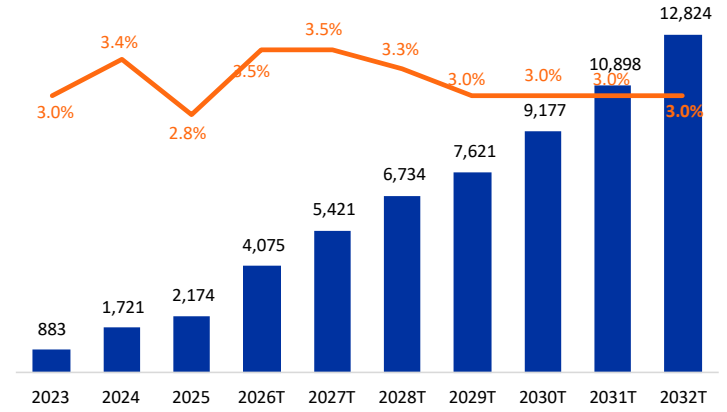
Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Net İşletme Sermayesi ve NİS/Satışlar (TL mn)



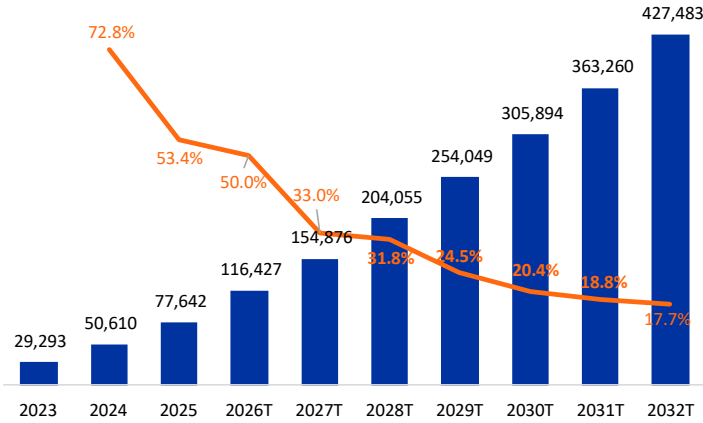
Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Yatırım Harcamaları ve Satışlara Oranı (TL mn)



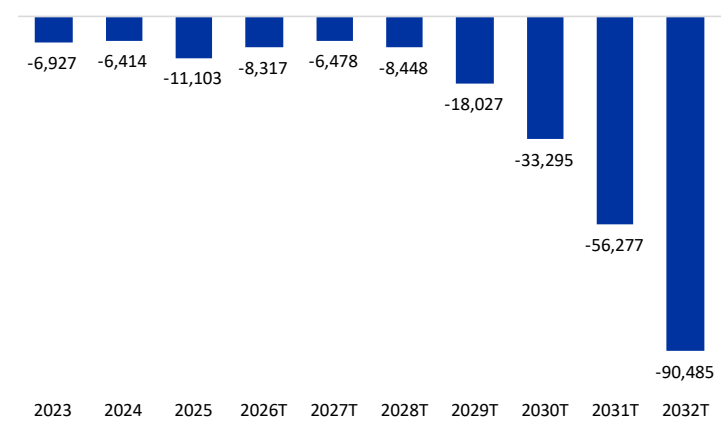
Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Toplam Satışlar (TL mn)



Kaynak: İş Yatırım

Grafik: Net Borç (TL mn)



Kaynak: İş Yatırım

- Benzer Şirket Çarpanları (%25 Ağırlık)

Hepsiburada'yı uluslararası e-ticaret ve fintech entegreli pazar yeri şirketlerinden oluşan bir benzer şirket grubuyla karşılaştırmaktayız. Benzer şirket seçimi, Hepsiburada'nın gelişmekte olan bir pazarda büyüyen fintech yeteneklerine sahip bir e-ticaret platformu olarak konumlanmasını yansıtmaktadır. İş modeli uygunluğu, kârlılık aşaması ve coğrafi riskler açısından benzer şirket grubu genelinde anlamlı farklılıklar olduğunu not ediyoruz; bu nedenle öncelikli olarak FD/FAVÖK çarpanına odaklanmaktayız. 2026T 9,7x ve 2027T 7,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla HEPS, sırasıyla 10,6x ve 8,1x olan benzer şirket medyanlarına kıyasla %9 ve %15 oranında bir iskontoyla işlem görmektedir.

Değerleme modelimizde benzer şirket çarpanlarına; (i) şirketin 2030 yılına kadar zarar etmeye devam edeceği beklentisini, (ii) yüksek faiz ortamında taksitli ödeme seçeneklerinin yaygın kullanımını ve (iii) makroekonomik kırılma riskleri yansıtmak üzere %15 oranında ek bir iskonto uygulamaktayız.

Sonuç olarak, Hepsiburada için 1,33 milyar ABD doları hedef özkaynak değeri ile hisse başına 3,73 ABD doları hedef fiyat elde ediyoruz; bu durum %32 oranında bir artış potansiyeline işaret etmektedir.

Grafik: Hepsiburada Benzer Şirket Çarpanları

| Şirket | Ülke | Piy. Büyüklüğü | FD/FAVÖK | | | FD/Satışlar | | | Ciro YBBO 2024-2027T | FAVÖK Marjı 3Y Ort. | Net Kar YBBO 2024-2027T | GMV ABD\$ 2025YS* | FD/GMV 2025T |
|----------------|------------|----------------|----------|-------|-------|-------------|-------|-------|----------------------|---------------------|-------------------------|-------------------|--------------|
| | | | 2025T | 2026T | 2027T | 2025T | 2026T | 2027T | | | | | |
| ALE PW Equity | Polonya | 7,802 | 9.2 | 8.1 | 7.2 | 2.6 | 2.4 | 2.2 | 11.8% | 29.4% | 16.4% | 17.1 | 0.5x |
| CPNG US Equity | ABD | 33,730 | 17.2 | 18.0 | 12.5 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 12.6% | 4.8% | 21.7% | 41.9 | 0.7x |
| MELI US Equity | Uruguay | 84,664 | 21.9 | 17.2 | 12.9 | 3.1 | 2.4 | 1.9 | 31.8% | - | - | 65.0 | 1.4x |
| SE US Equity | Singapur | 50,914 | 12.1 | 10.9 | 8.4 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 28.5% | 14.4% | 37.3% | 127.4 | 0.3x |
| KSPI KZ Equity | Kazakistan | 13,859 | 3.9 | 3.7 | 3.1 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 28.5% | 25.8% | -4.4% | 13.4 | 1.0x |
| GOTO IJ Equity | Endonezya | 3,648 | 62.7 | 18.9 | 11.8 | 2.4 | 2.1 | 1.8 | 15.6% | 10.2% | -227.2% | 55.9 | 0.0x |
| AMZN US Equity | ABD | 2,229,321 | 13.1 | 10.5 | 8.5 | 3.2 | 2.8 | 2.5 | 12.2% | 25.9% | 22.0% | 830.0 | 2.7x |
| EBAY US Equity | ABD | 40,920 | 13.1 | 12.1 | 11.2 | 4.1 | 3.8 | 3.6 | 7.2% | 31.1% | 7.4% | 79.6 | 0.6x |
| BABA US Equity | Hong Kong | 322,802 | 8.8 | 12.9 | 9.3 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 8.4% | 17.0% | 1.5% | - | - |
| JD US Equity | Çin | 41,157 | 8.7 | 5.3 | 3.5 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 10.8% | 2.2% | -2.4% | - | - |
| PDD US Equity | İrlanda | 145,727 | 5.8 | 4.7 | 4.2 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 13.6% | 24.4% | 8.5% | - | - |
| ZAL GR Equity | Almanya | 7,031 | 5.6 | 5.1 | 4.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | - | - | - | 18.4 | 0.3x |
| Medyan | | | 10.7 | 10.7 | 8.5 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 12.4% | 17.6% | 8.5% | 48.9 | 0.6x |
| Ortalama | | | 15.2 | 10.6 | 8.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 15.7% | 18.4% | -8.2% | 124.9 | 0.8x |
| HEPS | | | 9.2x | 9.7x | 7.2x | 0.4x | 0.3x | 0.3x | 22.6% | 3.7% | - | 6.0 | 0.1x |
| İskonto / Prim | | | -14% | -9% | -15% | -80% | -80% | -79% | | | | | -78% |

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

SENARYO ANALİZİ

Hepsiburada'nın gelecekteki yörüngesine ilişkin; Türkiye'nin makroekonomik ortamı, Kaspi entegrasyonuna yönelik uygulama süreci ve rekabet dinamiklerinin yönlendirdiği geniş yelpazedeki potansiyel sonuçları yansıtan üç farklı senaryoyu değerlendirmekteyiz.

Kötümser senaryomuzda dahi aşağı yönlü risk yaklaşık %6 olarak hesaplanırken, temel senaryo +%42 oranında cazip bir artış potansiyeli sunmaktadır. Asimetrik risk/getiri profili, Hepsiburada'nın henüz erken aşamadaki ve piyasa tarafından henüz fiyatlanmamış önemli bir opsiyon değeri sunan fintech gelir yaratma sürecini yansıtmaktadır.

İyimser Senaryo (5,98 ABD doları, +%111 artış potansiyeli)

İyimser senaryo, Hepsiburada'nın Kaspi.kz'nin fintech entegreli pazar yeri modelini Türkiye'de başarıyla kopyaladığını ve beklenenden daha hızlı marj genişlemesi ile gelir büyümesi elde ettiğini öngörmektedir. Bu senaryo altında, Tüketici Finansmanı, Hepsipay, HepsiAd ve Hepsiburada Premium abonelik ücretlerinden oluşan Diğer Gelirler kaleminde, 2032 yılına kadar yaklaşık %7,0'lık nihai komisyon oranına ulaşacak şekilde, GMV'ye oranla yıllık +%0,7'lik (temel senaryodaki +%0,5'e kıyasla) daha güçlü bir büyüme varsayıyoruz. Geliştirilmiş dijital altyapıyı ve etkili pazarlama uygulamalarını yansıtacak şekilde, sipariş frekansı büyümesinin yıllık %10,0 (temel senaryoda %7,5) olacağı varsayılmaktadır. Dayanıklı tüketici talebiyle desteklenen ortalama sepet tutarı büyümesinin, projeksiyon dönemi boyunca ortalama %16,2 (temel senaryoda %15,2) seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Makroekonomik tarafta, Türkiye'deki faiz normalleşmesi ve sürdürülebilir nominal GSYH büyümesine yönelik daha olumlu görüşümüzle tutarlı olarak, daha düşük bir nihai WACC (%24'e kıyasla %22) ve daha yüksek bir nihai büyüme oranı (%10'a kıyasla %12) uygulamaktayız. Bu senaryo, mevcut 2,84 ABD doları seviyesinden +%111 artış potansiyeline işaret eden 5,98 ABD doları tutarında 12 aylık bir hedef fiyat sunmaktadır.

Temel Senaryo (4,03 ABD doları, +%42 artış potansiyeli)

Temel senaryomuz, Hepsiburada'nın mevcut operasyonel yörüngesini ve yönetimin belirttiği stratejik önceliklerini yansıtmaktadır. Hem ana şirketin hem de Hepsiburada yönetiminin bankacılık lisansını bekliyor olmasıyla tutarlı olarak, kademeli fintech monetizasyonunu yansıtan, GMV'nin yıllık +%0,5'i oranında bir Diğer Gelirler artışı modelliyor ve nihai komisyon oranının yaklaşık %5,6'ya ulaşmasını öngörüyoruz. Sipariş frekansı yıllık %7,5, ortalama sipariş tutarı %15,2 oranında büyümekte ve reklam giderleri GMV'nin %3,0'ü seviyesinde istikrar kazanmaktadır. Net kârın 2030T'de, kaldıraçsız serbest nakit akışının ise 2028T'de pozitif dönmeye öngörülmektedir. Temel senaryo, +%42 artış potansiyeline işaret eden 4,03 ABD doları tutarında 12 aylık bir hedef fiyat sunmaktadır.

Kötümser Senaryo (2,68 ABD doları, %6 düşüş potansiyeli)

Kötümser senaryo; daha zayıf bir tüketici zeminini, Trendyol ve uluslararası oyuncuların gelen yoğunlaşan rekabeti ve fintech alanındaki uygulama sürecindeki gecikmeleri yansıtmaktadır. Diğer Gelirler artışı yıllık GMV'nin +%0,3'üne (nihai komisyon oranı yaklaşık %4,2) gerilemekte, sipariş frekansı büyümesi %5,0'e yavaşlamakta ve ortalama sepet tutarı büyümesi %13,2'de dengelenmektedir. Ayrıca şirketin pazar payını savunmak için harcama yapması nedeniyle GMV'nin %3,5'i oranında daha yüksek bir reklam yoğunluğu varsayıyoruz. Makroekonomik tarafta, para politikası normalleşmesine yönelik daha temkinli bir görüşü yansıtacak şekilde, %26'lık bir nihai WACC ve %8'lik bir nihai büyüme oranı uyguluyoruz. Bu senaryo, temelde mevcut piyasa fiyatında olan ve yalnızca %6 düşüş potansiyeli sunan 2,68 ABD doları tutarında 12 aylık bir hedef fiyat üretmektedir.

Grafik: Senaryo Analizi Tablosu

| | | | |
|---|-----------------|----------------------------------|-----------------------------------|
|  | İYİMSER | Hızlanan Fintek Monetizasyonu | \$5,98 +%111 potansiyel |
|  | BAZ | Kontrollü Toparlanma | \$4,03 +%42 potansiyel |
|  | KÖTÜMSER | Operasyonel ve Makro Baskılar | \$2,68 -%6 potansiyel |

Kaynak: İş Yatırım

YATIRIM RİSKLERİ

Makro Riskler

Reel gelir aşınması ve tüketici baskısı: Yüksek enflasyon ortamında reel gelirler düşmekte, sepet büyüklüğü ve sipariş frekansı üzerinde aşağı yönlü baskı oluşmaktadır. Giderlerin bir kısmının döviz bazlı olması (teknoloji altyapısı, yazılım lisansları) kur kaynaklı marj aşınması riski yaratmakta; resmi bir hedge mekanizması bulunmamaktadır.

Bununla beraber, Önce Al Sonra Öde ve Hepsifinans ürünleri satın alma gücünü desteklerken, long-tail kategorilere yönelim düşük sepetli yüksek frekanslı işlem hacmi yaratmaktadır; gelir-gider yapısının ağırlıklı TL bazlı olması kısmi doğal koruma sağlamaktadır. Ayrıca daralan reel gelirlerin bir tür "lipstick effect" yaratması beklenmektedir: tüketiciler konut ve otomobil gibi büyük harcamaları erteledikçe, harcanabilir gelirin görece erişilebilir kalan elektronik, kişisel bakım ve ev içi tüketim kategorilerine yönelmesi e-ticaret platformları lehine çalışabilecek bir dinamiktir.

Rekabet Riskleri

Yoğun fiyat rekabeti ve marj baskısı: Türk e-ticaret pazarında rekabet baskısının ağırlık merkezi açık ara Trendyol'dur. Alibaba destekli Trendyol, GMV bazında pazarın en yüksek çoğunluğunu kontrol etmekte olup agresif satıcı teşvikleri, derin kampanya bütçeleri ve Uber altında faaliyet gösteren TrendyolGo ile hızlı teslimat altyapısıyla hem 1P hem 3P segmentlerinde fiyat baskısı oluşturmaktadır. Trendyol'un Milla markasının e-ticaret mevzuatı kapsamında zorunlu ayrıştırılması kısa vadede operasyonel yük oluşturmuş olsa da, şirketin ölçek avantajı ve satıcı tabanı üzerindeki hakimiyeti sürmektedir. Amazon Türkiye ise Prime altyapısı ve global tedarik zinciri gücüyle üst gelir segmentinde konumlanmakta ve özellikle elektronik kategorisinde rekabeti derinleştirmektedir. Üç büyük oyuncu arasında süregelen fiyat rekabeti, satıcı teşvikleri ve kampanya yarışı komisyon oranı (take rate) artışını sınırlandırmaktadır. GMV'de elektronik kategorisinin yüksek ağırlığı fiyat baskısını artırmakta; Akakçe/Cimri gibi karşılaştırma araçları tüketicinin platformlar arası geçiş maliyetini düşürmektedir.

Öte yandan; Premium abonelik (3 yılda 125 milyon+ sipariş, 25 milyar TL üye faydası) geçiş maliyetini artırmakta; HepsijET'in ertesi gün teslimat performansı (%63) ve Hepsipay ekosistemi fiyat dışı farklılaşma sağlamaktadır. Ayrıca Trendyol'un özel marka (private label) maruziyetinin düzenleyici risk oluşturması, Hepsiburada'nın özel markası bulunmaması nedeniyle asimetric bir avantaj yaratmaktadır.

Sınır ötesi platform tehdidi: Temu ve Shein, gümrük düzenlemelerinin sıkılaştırılmasıyla kısa vadede gerilemişlerdir; ancak yerel depo ve ticari ithalat modeline geçerek pazara yeniden uyum sağlama ihtimalleri orta vadeli risk olarak durmaktadır.

Fakat, basitleştirilmiş gümrük beyannamesi muafiyetinin tamamen kaldırılması ve ürün güvenliği denetimleri (%81 uygunsuzluk oranı) güçlü giriş engeli oluşturmaktadır.

Büyüme Stratejisi Riskleri

Orta vadede sürdürülebilir net karlılık eksikliği: Şirket, operasyonel FAVÖK bazında iyileşme kaydetmekle birlikte, nominal olarak modelimize göre 2029 yılına kadar net zarar raporlamaya devam edecektir. Bunun temel sebebi, operasyonel FAVÖK'ün net gelire dönüşüm sürecinde aşağı yönlü baskı yaratan kalemlerdir: yüksek faiz ortamının tetiklediği zımni faiz (imputed interest) düzeltmeleri, kredi kartı komisyon giderleri ve IAS 29 kapsamındaki parasal kalem kayıpları net karlılığı baskılamaktadır. Bu durum, hisse senedinin yukarı yönlü yeniden fiyatlanmasını geciktirebilecek önemli bir unsurdur. Yönetimin öncelikli yol haritası, önce FAVÖK'ü sürdürülebilir pozitif bölgeye taşımak, ardından faiz giderlerinin nominal bazda gerilemesiyle net kara geçişi hedeflemektir.

Öte yandan, 3P pay artışı ve yüksek marjlı gelir kalemlerinin (HepsiAd, Premium, Hepsipay) ölçeklenmesi brüt katkı marjını yapısal olarak iyileştirmekte; Kaspi entegrasyonunun operasyonel verimlilik üzerindeki beklenen etkisi bu geçiş sürecini hızlandırma potansiyeli taşımaktadır.

Kaspi entegrasyonu ve süper uygulama dönüşümü: %85,66 kontrolle birlikte süper uygulama dönüşümü, fintech genişlemesi ve lojistik ölçekleme hızlanacaktır. Beklenen sinerjilerin gerçekleşmemesi, entegrasyon sürecinin uzaması veya beklenenden yüksek maliyetler oluşması ihtimali mevcuttur.

Buna Karşın, Kaspi'nin Kazakistan'da aynı dönüşümü başarıyla tamamlamış olması kanıtlanmış bir yol haritası sunmakta; her dikey (HepsiAd, Premium, Hepsipay, Hepsijet) bağımsız ölçeklenebilir niteliktedir.

Long-tail kategori genişlemesi: Giyim, ev ve yaşam kategorilerinde yeterli satıcı derinliğine ulaşamaması veya tüketici alışkanlıklarının dönüştürülememesi uygulama riski taşımaktadır...

...ancak HepsiAd'in hedefli kampanya kabiliyetleri ve Hepsijet'in lojistik altyapısı yeni kategorilerin ölçeklenmesini desteklemektedir.

Tüketici finansmanı kredi riski: Hepsifinans ve Şimdi Al, Sonra Öde portföyü büyüdükçe yüksek enflasyon ortamında temerrüt oranlarının yükselmesi riski bulunmaktadır.

Telaflı: Yapay Zeka tabanlı kredi skorlama (25 yıllık alışveriş verisi + KKB entegrasyonu) ve dinamik taksit limitleri kullanılmakta; portföy henüz küçük ölçekte (561 bin kullanıcı).

Regülasyon Riskleri

Düzenleyici ortam değişim riski: Mevcut düzenlemeler Net İşlem Hacmi (NİH) bazlı reklam sınırı, özel marka yasağı, e-ticaret lisansı) ağırlıklı olarak pazar liderini hedef almış olup Hepsiburada'nın NİH'i eşiklerin altında kalmaktadır. Ancak ileriye dönük komisyon tavanı, Gatekeeper yasa taslağı (AB Dijital Pazarlar Yasası (DMA) benzeri) ve satıcı koruma düzenlemelerinin sıkılaştırılması olası riskler arasındadır.

Düzenlemeler sektör genelini etkilemekte olup göreceli dezavantaj yaratmamakta; Şirket'in 25 yılı aşan regülatör ilişki deneyimi ve proaktif uyum yaklaşımı (Alternatif Uyuşmazlık Çözümü (APM) taahhüt kararı) bulunmaktadır.

ŞİRKET'E GENEL BAKIŞ

Genel olarak Hepsiburada adıyla bilinen D-MARKET Elektronik Hizmetler ve Ticaret A.Ş., genel merkezi Şişli, İstanbul'da ve operasyon merkezi Gebze, Kocaeli'de bulunan, ülkenin en büyük ikinci e-ticaret teknoloji platformudur. NASDAQ Borsası'nda HEPS koduyla işlem gören Hepsiburada, Türkiye'nin en bilinir tüketici teknolojisi markalarından biri olup, faaliyetlerine geniş kitlelerin internet tabanlı ticareti benimsemesinden çok önce, 2000 yılında başlayarak ülkedeki çevrimiçi perakendenin öncüsü konumundadır.

Grafik: Hepsiburada Önemli Kilometre taşları



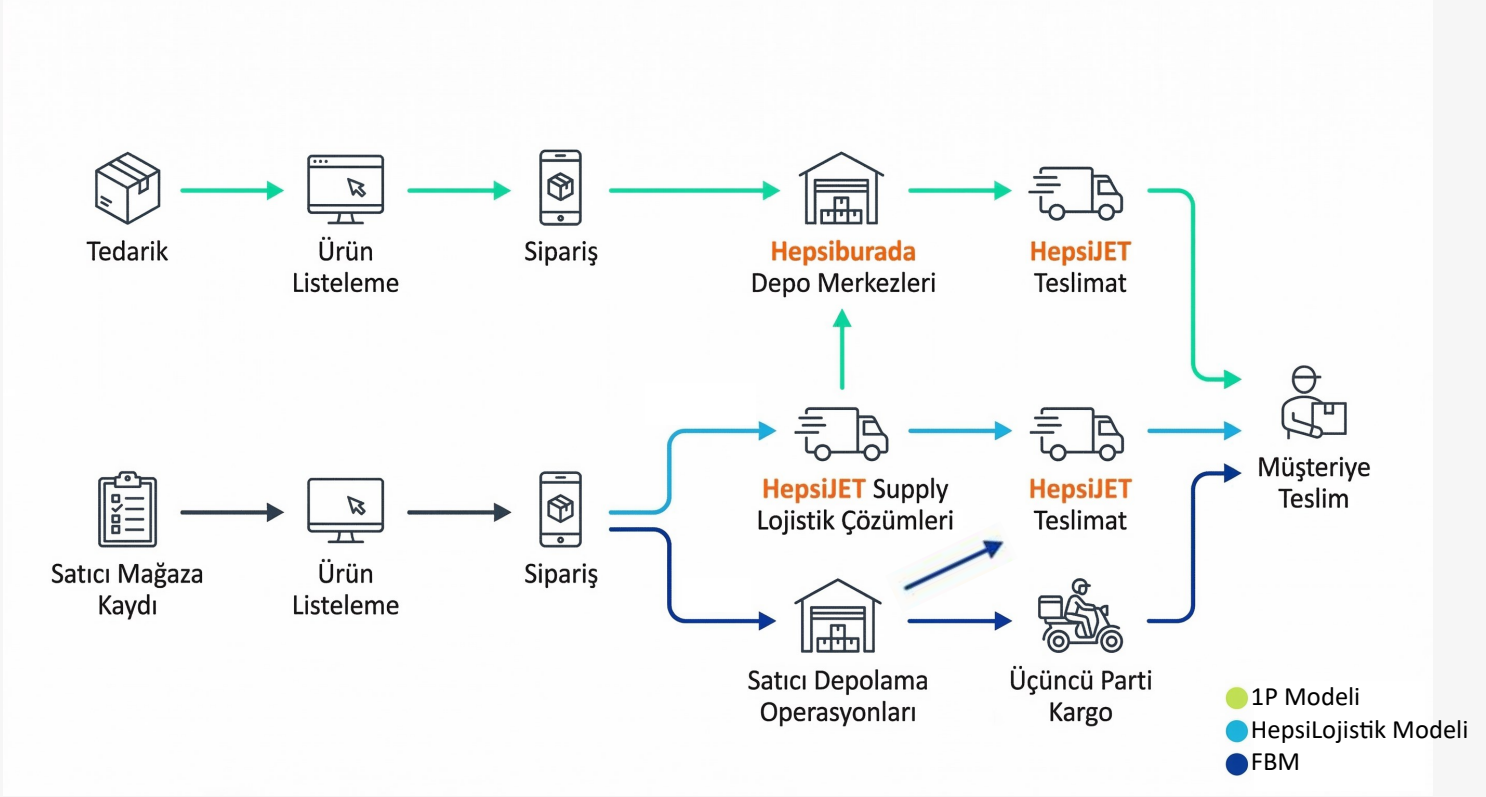
Kaynak: Şirket

Hepsiburada, birinci taraf doğrudan satış (1P) modeli ile üçüncü taraf pazar yeri (3P) modelini birleştiren hibrit bir e-ticaret modeli ile faaliyet göstermektedir. Aralık 2024 itibarıyla platform, milyonlarca kayıtlı üyeyi 33'ü aşkın ürün kategorisinde yaklaşık 419 milyon stok tutma birimi (SKU) ile buluşturmaktadır. Pazar yeri, 2025 yılında GMV'nin yaklaşık %68,4'ünü oluşturan 102 bini aşkın aktif satıcıya ev sahipliği yapmakta olup, bu durum daha yüksek marjlı pazar yeri modeline doğru yapısal bir geçişi yansıtmaktadır. Şirket, 2025 mali yılında yıllık bazda % 9,5 artışla 87,5 milyon sipariş işlemi gerçekleştirirken, IAS 29 kapsamı dışında tutulan gelirleri yıllık %27,8 büyümeyeyle yaklaşık 2,0 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. IAS 29 kapsamı dışındaki GMV ise %17,1 oranında büyüyerek 6,0 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket, gelirlerini çok çeşitli kanallar aracılığıyla yaratmaktadır: 1P modeli kapsamındaki ürün satışları, 3P satıcılardan elde edilen pazar yeri komisyonları, HepsijET aracılığıyla sağlanan teslimat hizmeti gelirleri, HepsiAd üzerinden sunulan reklam hizmetleri, Hepsiburada Premium (2024 sonu itibarıyla 3,7 milyon üyeye ulaşan bağlılık programı) kaynaklı abonelik gelirleri ile Hepsipay ve Hepsifinans üzerinden yürütülen fintech operasyonları. Gelir kaynaklarındaki bu çeşitlilik, Hepsiburada'nın yalnızca bir e-ticaret perakendecisi olmaktan çıkarak lojistik, ödeme sistemleri, reklamcılık ve tüketici finansmanını kapsayan entegre bir ekosistem platformuna dönüşmeye yönelik bilinçli stratejisini yansıtmaktadır.

Operasyonel Model: Hepsiburada Sipariş Karşılama Yapısı

Hepsiburada, sipariş karşılama sürecini üç farklı modelle yönetmektedir. Bu modeller; ürünün tedarikinden depolanmasına, paketlenmeden son kilometre teslimatına ve iade yönetimine kadar tüm operasyonel akışı kapsar.



Doğrudan Satış Modeli (1P)

1P modelinde Hepsiburada, tedarikçilerden toptan ürün satın alarak envanteri kendi bünyesinde yönetir. Ürünler; fiyat, özellik, stok ve kargo koşulları gibi bilgilerle platforma listelenir ve Türkiye genelinde stratejik konumlardaki 10 depo merkezinde (toplam 171.000+ m²) depolanır. Siparişler, Hepsijet'in 81 ilde +250 şube ve 21 transfer merkezinden oluşan dağıtım ağı veya diğer kargo şirketleri aracılığıyla müşteriye ulaştırılır. Bu modelde gelir, satış fiyatının tamamı üzerinden brüt olarak muhasebeleştirilir.

Pazar Yeri - Hepsilojistik Modeli (3P-FBH)

Amazon'un FBA yapısına benzer biçimde, platforma kabul edilen satıcılar ürünlerini Hepsiburada'nın depo merkezlerine gönderir. Bu aşamadan sonra adresleme, etiketleme, stok oluşturma, paketlenme ve teslimatın tamamı Hepsiburada tarafından yürütülür. Siparişler Hepsijet veya diğer kargo şirketleri aracılığıyla teslim edilir. Hepsiburada bu modelde satıcıdan komisyon (take rate) ve lojistik hizmet bedeli tahsil eder.

Pazar Yeri - Satıcı Tarafından Karşılama (3P-Satıcı Tarafından Karşılama, FBM)

FBM modelinde satıcılar ürünlerini kendi depolarında muhafaza eder ve sipariş karşılama ile teslimat süreçlerini tamamen kendileri yönetir. Teslimat için Hepsijet veya üçüncü parti kargo şirketleri tercih edilebilir. Hepsiburada bu modelde yalnızca pazar yeri komisyonu (take rate) geliri elde eder.

Dönüştürücü Ortaklık: Kaspi.kz Satın Alımı

Dönüştürücü nitelikteki bir kurumsal gelişme olarak, Kazakistan merkezli lider bir süper uygulama ve fintech platformu olan Kaspi.kz (NASDAQ: KSPI), 29 Ocak 2025 tarihinde Hepsiburada'nın %65,41 oranındaki kontrol hissesinin yaklaşık 1,127 milyar ABD doları karşılığında satın alınması işlemini tamamlamıştır. Bu oran güncel olarak %85,66'ya çıkmıştır.

Hepsiburada'nın pay sınıfı yapısı, Kaspi satın alımının ardından önemli bir kurumsal yönetim revizyonundan geçmiştir. 31 Ocak 2025 tarihinde gerçekleştirilen Olağanüstü Genel Kurul Toplantısı'nda pay sahipleri; ikili imtiyazlı pay yapısının (daha önce her bir A Grubu pay için 15 oy hakkı tanıyan) sonlandırılmasını, yönetim kurulunun on bir üyeden dokuz üyeye düşürülmesini ve Kaspi.kz yöneticilerinin ağırlıkta olduğu yeni bir yönetim kurulunun atanmasını onaylamıştır. Kurumsal yönetimdeki bu değişim, şirketin Doğan ailesi yönetimindeki kurucu aile kontrollü döneminden net bir kopuşu temsil etmekte ve Kaspi'nin stratejik yönü aktif olarak şekillendirme niyetinin sinyalini vermektedir.

IAS 29 Kapsamında 2025 Yılı Değerlendirmesi

Şirket, 2025 yılında üst satır büyüme ivmesini sürdürmüştür: GMV yıllık bazda %4,3 büyüyerek 257,5 milyar TL'ye, gelirler ise %13,4 artışla 84,7 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bununla birlikte, kârlılık baskı altında kalmaya devam etmektedir; şirket yeni mülkiyet yapısı altında reklam ve büyüme girişimlerine yoğun yatırım yaparken FAVÖK %57,8 düşüşle 1,14 milyar TL'ye gerilemiş, net zarar ise 5,699 milyar TL'ye genişlemiştir. Aktif müşteri sayısı %0,3'lük sınırlı bir artışla 11,8 milyona ulaşırken, sipariş frekansı %9,2 iyileşmeyle 7,4 seviyesine yükselmiş olup, bu durum mevcut müşteri tabanı arasında daha derin bir etkileşime işaret etmektedir. İyileşen işletme sermayesi ve kontrollü yatırım harcamaları sayesinde serbest nakit akışı 2025 yılında 8,9 milyar TL (yıllık bazda +%83,2) ile pozitif kalmaya devam etmiştir.

Grafik: Hepsiburada Segmentleri

HepsiJET**TAŞIMACILIK & SON
KİLOMETRE TESLİMAT**

Hepsiburada'nın %100 bağlı ortaklığı olan son kilometre teslimat şirketi. Türkiye'nin 81 ilinde 250'den fazla şube ve yaklaşık 4.000 kurye ile faaliyet gösterir. Randevulu teslimat, ertesi gün teslimat ve randevulu iade toplama gibi farklılaştırılmış hizmetler sunar. Yaklaşık 3.500 araçlık dağıtım ağına sahiptir ve elektrikli araç filosuyla sürdürülebilir lojistik yatırımlarını sürdürmektedir. Platform dışı üçüncü taraf müşterilere de kargo hizmeti vermektedir.

HepsiLogistics**UÇTAN UCA LOJİSTİK &
FULFILLMENT**

Türkiye genelinde 5 depoda hizmet veren fulfillment operasyonu. Hepsiburada ve diğer e-ticaret platformlarındaki satıcılar adına depolama, adresleme, paketlenme, faturalama, kargolama, teslimat ve iade süreçlerinin tamamını yönetir. Amazon'un FBA modeline benzer bir yapıda çalışır. Operasyonel maliyetlerde yaklaşık %15 tasarruf sağladığı belirtilmektedir.

Hepsipay**FINANSAL TEKNOLOJİ /
ÖDEME ALTYAPISI**

2016 yılında Hepsiburada'nın %100 bağlı ortaklığı olarak kurulan fintek şirketi. TCMB tarafından lisanslanan ilk ve tek platform cüzdanıdır. 17 milyonu aşkın kullanıcıya sahiptir. Dijital cüzdan, ön ödemeli kart (Visa iş birliğiyle), Şimdi Al Sonra Öde ve taksitli ödeme çözümleri sunar.

HepsiAd**REKLAM & REKLAM
TEKNOLOJİLERİ**

Hepsiburada'nın perakende medya ağı (retail media network) programı. 2023 yılında yeniden yapılandırılarak platform dışı perakendecilere de hizmet sunacak şekilde genişletilmiştir. Aylık ortalama 210 milyonun üzerinde ziyaretçinin verilerini kullanarak iş ortaklarını 14 farklı iletişim kanalıyla hedef kitleleriyle buluşturur. Google ile iş birliği yaparak programatik reklam altyapısı kullanmaktadır.

Hepsiburada Global**SINIR ÖTESİ E-TİCARET**

Şirketin sınır ötesi e-ticaret faaliyetleri, Hollanda merkezli Hepsiburada Global B.V. tüzel kişiliği altında yürütülmektedir. 2025 yılı başında yürürlüğe giren gümrük mevzuatı değişikliklerinin ardından gelen (inbound) kol halihazırda aktif faaliyet yürütmemekte olup giden (outbound) kol kârlılık odaklı bir küçülme sürecine girmiştir.

Hepsiburada İşortağım**SATICI HİZMETLERİ & B2B
ÇÖZÜMLER**

Hepsiburada'nın satıcı yönetim platformu ve iş ortaklığı ekosistemi. Satıcılara kazanç takibi, envanter yönetimi, sipariş yönetimi, müşteri soruları yanıtlama, satış performansı analizi ve akademi desteği gibi araçlar sunan bir satıcı paneli (mobil ve web) olarak çalışır. Ayrıca 'Tedarikçi Finansman Sistemi' ile satıcıların alacaklarını nakde çevirmesine olanak tanır. Teslimat noktası, tedarikçi ve çözüm ortağı olma seçenekleriyle farklı iş modellerini destekler.

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

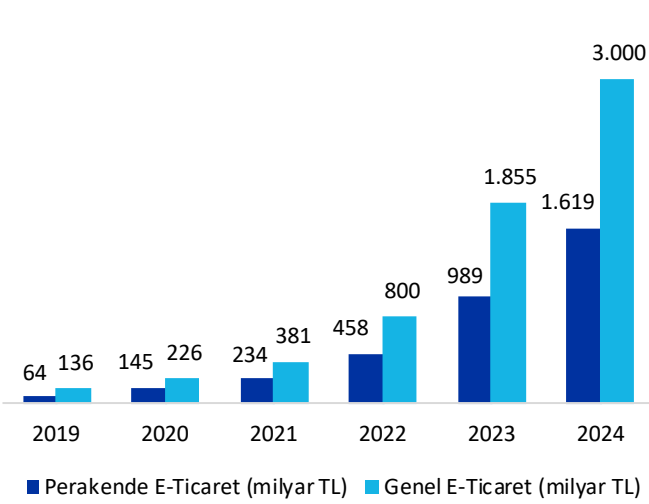
Türkiye E-Ticaret Sektörü

Türkiye E-Ticaret Pazarı: Büyük Ölçekli ve Yapısal Olarak Büyüyen Bir Pazar

Türkiye e-ticaret pazarı, 2019-2024 döneminde güçlü bir ölçeklenme süreci yaşayarak 2024 itibarıyla yaklaşık 3,0 trilyon TL toplam işlem hacmine ulaşmıştır. Aynı dönemde perakende e-ticaret hacmi 64 milyar TL'den 1,6 trilyon TL'ye yükselmiş, perakende segmentin genel e-ticaret büyümesinin üzerinde performans göstermesi, tüketici odaklı dijital ticaretin sektör içindeki ağırlığının giderek arttığına işaret etmektedir.

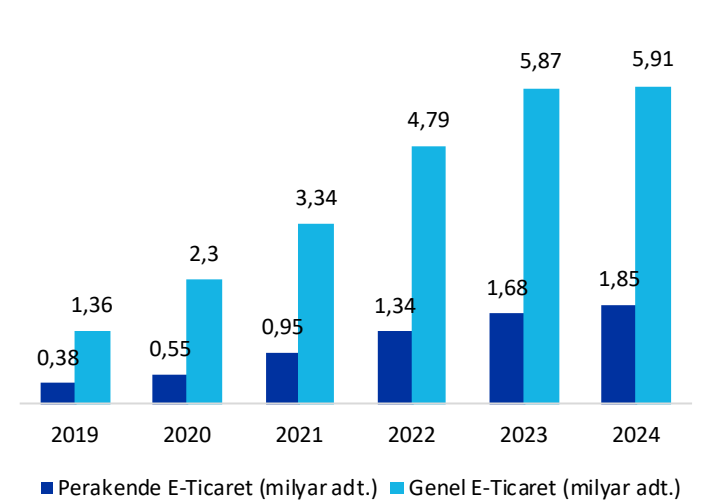
Reel büyüme perspektifinden bakıldığında, 2019-2024 döneminde ortalama yıllık enflasyonun ~%41,8 olduğu bir ortamda genel e-ticaret hacmi yaklaşık %30,9, perakende e-ticaret segmenti ise %35,7 reel YBBO sergilemiştir. ABD bazındaki seyir de bu tabloyu teyit etmektedir: genel e-ticaret hacmi 2019'da 23,9 milyar ABD'den 2024'te 89,6 milyar ABD'ye ulaşarak %30,2 yıllık bileşik büyüme kaydetmiştir.

Grafik: Türkiye E-Ticaret Hacmi: Genel ve Perakende



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

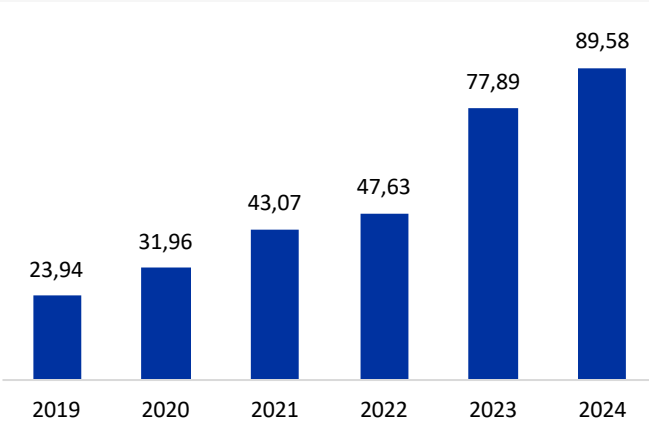
Grafik: Türkiye E-Ticaret İşlem Sayısı: Genel ve Perakende



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

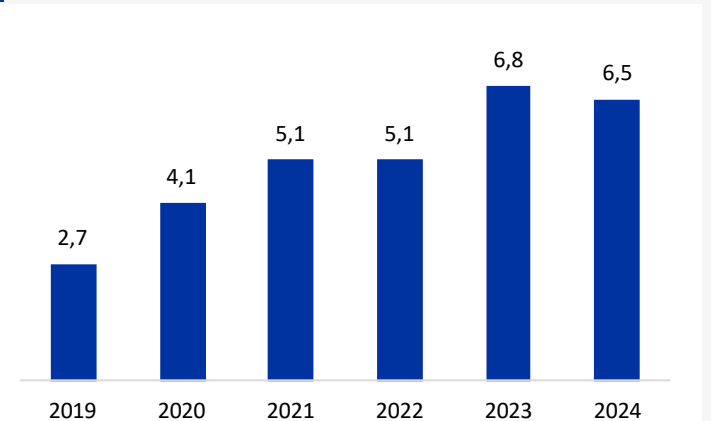
E-ticaretin GSYH içindeki payı 2019'da %2,7'den 2024'te %6,5'e yükselerek beş yılda yaklaşık 2,5 katna çıkmıştır. 2023'te %6,8 ile zirve yapan bu oranın 2024'te sınırlı bir normalleşme göstermesi, pandemi sonrası dönemde pazarın daha dengeli ve sürdürülebilir bir büyüme patikasına girdiğine işaret etmektedir.

Grafik: Türkiye Genel E-Ticaret Hacmi (milyar ABD)



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Grafik: Türkiye E-Ticaretin GSYH İçindeki Payı (%)



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Sektörün Büyüme Görünümü

Türkiye e-ticaret pazarının 2025-2030 döneminde reel bazda küresel ortalamasının üzerinde büyümeye devam etmesi beklenmektedir (Statista, 2025: %7,47 YBBO vs. dünya ortalaması %6,29). Ortalamanın üzerindeki bu büyüme beklentisini destekleyen temel yapısal dinamikler aşağıda özetlenmektedir:

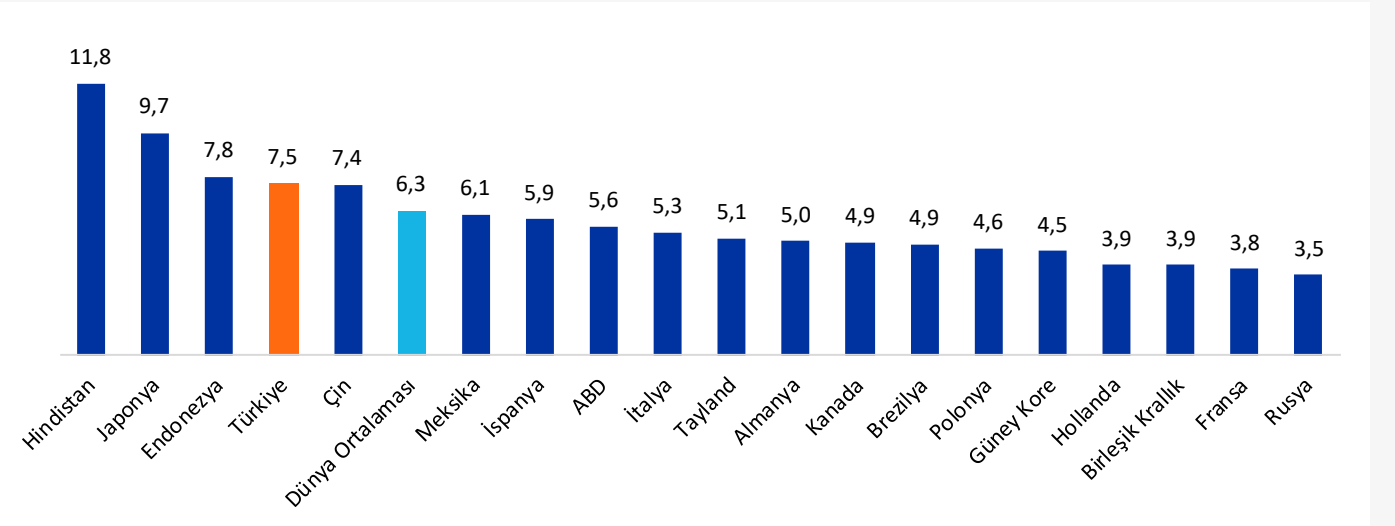
- **Düşük penetrasyon ve küresel yakınsama potansiyeli** - Türkiye'de son 12 ayda online alışveriş yapan bireylerin oranı ~%55 seviyesinde olup AB ortalamasının (%75) belirgin şekilde gerisinde yer almaktadır; kapanma süreci devam etmektedir.
- **Sektörel derinleşme** - Giyim, ev eşyaları ve günlük ihtiyaç gibi düşük penetrasyonlu kategorilerde yapısal büyüme alanı mevcuttur.
- **Makro büyüme temelleri** - Güçlü iç talep yapısı, ruj etkisi, yüksek internet penetrasyonu ve olgun dijital ödeme altyapısı büyümeyi desteklemektedir.
- **Destekleyici demografik yapı** - Genç nüfus yapısı ve dijital kanallara yatkın tüketici profili, yaygın sosyal medya kullanımı, e-ticaret adaptasyonunu hızlandırmaktadır.

Aşağıdaki bölümlerde bu dinamiklerin her biri ayrı başlıklar altında detaylandırılmaktadır.

Büyüme Dinamikleri: Düşük Penetrasyon ve Küresel Kıyaslama

E-ticaret hacmi büyüme beklentilerinde Türkiye dünya ortalamasının belirgin seviyede üzerinde bir konuma sahiptir. 2025-2030 döneminde perakende e-ticaret YBBO beklentisi sıralamasında Türkiye %7,47 ile dünya ortalamasının (%6,29) yaklaşık 120 baz puan üzerinde konumlanmaktadır (Statista, 2025).

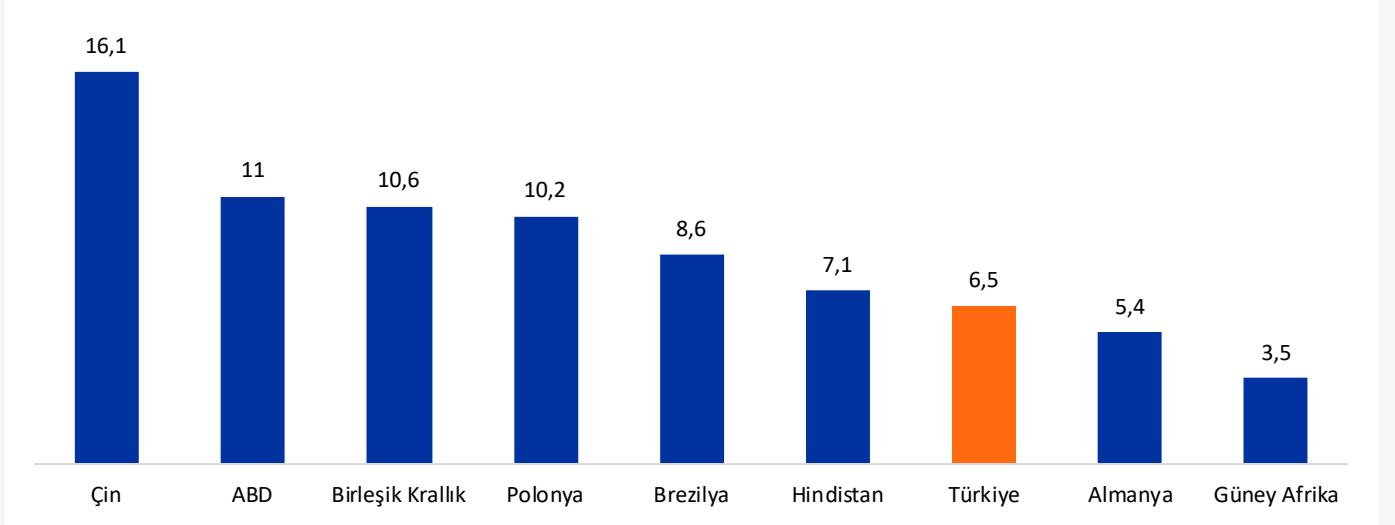
Grafik: Ülke Bazlı E-Ticaret Hacmi YBBO Tahminleri (%) (2025-2030)



Kaynak: Statista

GSYH payı açısından da tablo benzerdir. Türkiye'de e-ticaretin GSYH içindeki payı %6,5 seviyesinde olup olgun dijital pazarların belirgin gerisinde yer almaktadır. Bu fark, penetrasyon artışından kaynaklanan organik büyüme alanının korunduğunu göstermektedir.

Grafik: Ülkelere Göre 2024 E-Ticaret/GSYH Oranı (%)

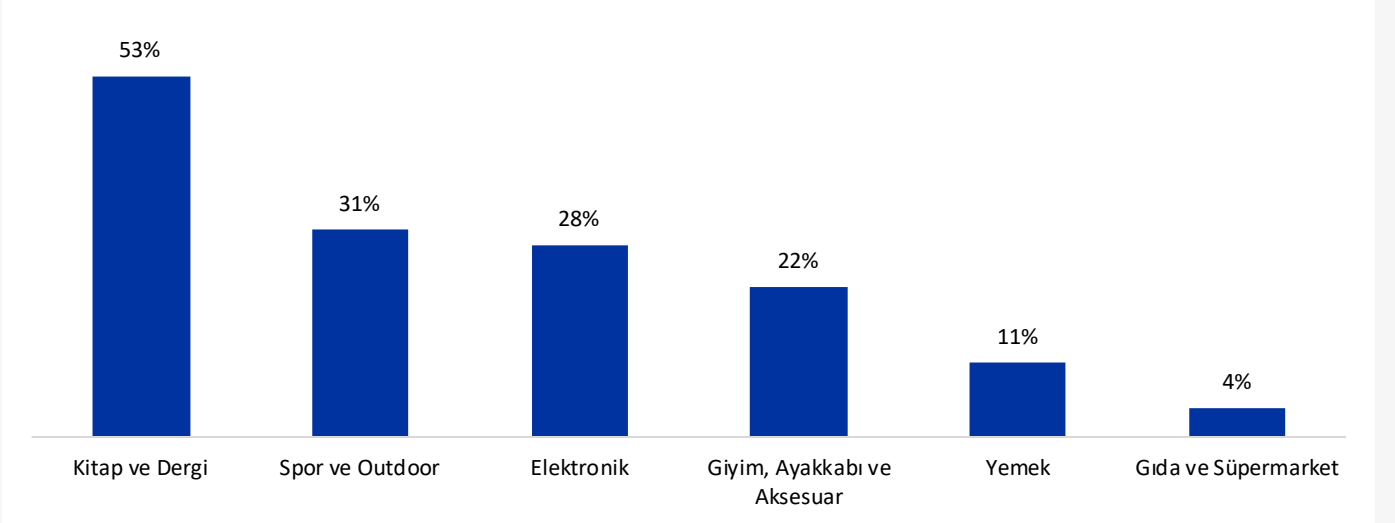


Kaynak: Ticaret Bakanlığı, İş Yatırım

Sektörün Derinleşme Potansiyeli

Toplam e-ticaret penetrasyonunun ötesinde, sektörel bazda bakıldığında büyüme potansiyelinin asimetrik biçimde dağıldığı görülmektedir. ETBİS verilerine göre 2024 yılında e-ticaretin ilgili sektörün genel ticaretine oranı şu şekilde gerçekleşmiştir:

Grafik: Sektörel E-Ticaret Hacminin Genel Ticaret Hacimlerine Oranı



Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Kitap ve spor gibi kategoriler olgunlaşmış penetrasyon seviyelerine ulaşmış durumdadır. Buna karşılık, elektronik (%28,3) ve giyim (%22,1) gibi yüksek hacimli kategorilerde hala anlamlı bir büyüme boşluğu mevcuttur. Bu kategoriler toplam e-ticaret pastasında büyük ağırlık taşıdığından, penetrasyon artışının sektör genelindeki etkisi orantısız biçimde yüksek olacaktır.

Düşük penetrasyonlu sektörlerin toplam e-ticaret pastasındaki payının artması, sektör genelinde büyümeyi destekleyen yapısal bir dinamik olarak öne çıkmaktadır.

Makro Büyüme Temelleri

Türkiye ekonomisi, büyüme kompozisyonu itibarıyla iç talebin belirleyici olduğu bir yapıya sahiptir. Hanehalkı tüketimi GSYH'nin önemli bir bölümünü oluştururken, genç nüfus yapısı ve tüketim eğiliminin yüksekliği, tüketici odaklı sektörler açısından destekleyici bir zemin yaratmaktadır.

Türkiye'nin demografik profili bu temeli güçlendirmektedir. TÜİK verilerine göre ortanca yaş 34,9 olup AB ortalamasının (~44) belirgin altındadır. ETBİS'e göre 2024'te e-ticaret hacminin yarısından fazlasını 25-36 yaş grubu oluşturmuş, en yüksek bireysel harcama 29 yaş grubunda gerçekleşmiştir, nüfusun ağırlık merkezi e-ticaretin en aktif harcama bandıyla örtüşmektedir.

Dijital Altyapı

Türkiye'nin dijital altyapı göstergeleri de bu temeli güçlendirmektedir. 2025 itibarıyla internet kullanan bireylerin oranı yaklaşık %91'e ulaşmış, toplam kart sayısı 460 milyon adedi aşmıştır (BKM). Mobil internet kullanımının yaygınlığı ve kartlı ödeme altyapısının güçlülüğü, e-ticaretin geniş bir nüfus tabanına erişebilecek altyapısal koşulları sağladığını göstermektedir. Ödeme yöntemleri bazında bakıldığında e-ticaret hacminin %66'sı kartlı ödemeler, %26'sı havale/EFT ile gerçekleşmekte, kapıda ödeme payı yalnızca %3 seviyesinde kalmaktadır (ETBİS). 2023'te %6,39 olan kapıda ödeme payının bir yıl içinde %3'e gerilemesi ve dijital ödeme yöntemlerinin toplam hacim içindeki payının %97'ye yükselmesi, tüketicilerin platform içi ödeme araçlarına (taksitli kart, dijital cüzdan, BNPL) adaptasyonunun hala derinleşmekte olduğunu ve e-ticaret platformlarının sunduğu ödeme altyapısı özelliklerine meylin arttığını göstermektedir.

Pandemi Kırılımı ve Kalıcı Davranış Değişimi

Pandemi dönemi, dijital kanalların benimsenmesini hızlandıran bir kırılma noktası oluşturmuş; e-ticaret kullanımını geniş bir kullanıcı tabanına yaymıştır. Bu dönüşümün geçici mi yoksa kalıcı mı olduğu, penetrasyon verilerinin pandemi sonrası seyrinden net biçimde okunabilmektedir.

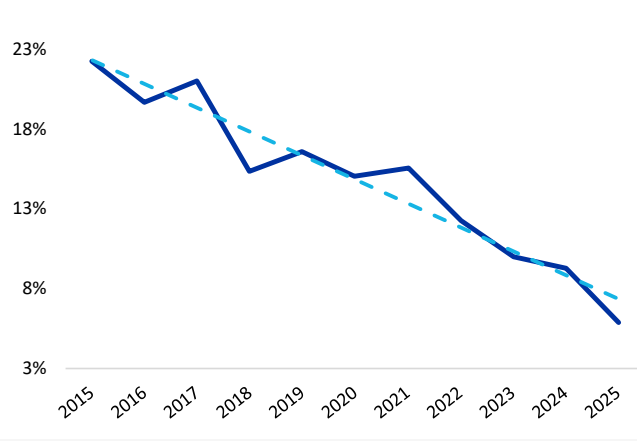
Pandemi öncesi (2017-2019): Toplam kartlı harcamalar içinde e-ticaretin payı %5-6 bandında seyretmiş, online alışveriş görece sınırlı bir tüketici segmentine hitap eden tamamlayıcı bir kanal konumunda kalmıştır.

Pandemi dönemi (2020-2021): Penetrasyon hızlı bir sıçrama yaşayarak %10-14 bandına yükselmiştir. Fiziksel perakende kısıtlamalarının yanı sıra, tüketicilerin ilk kez dijital kanalı deneyimlemesi geniş çaplı bir kullanıcı kazanımına yol açmıştır.

Pandemi sonrası konsolidasyon (2022-2025): Penetrasyon oranlarında geri çekilme yaşanmamış, aksine artış devam etmiştir. 2022'de %18 seviyesini aşan e-ticaret payı, 2024-2025 döneminde %23-25 bandında dengelenmiş; Kasım 2025 itibarıyla %25,2'ye ulaşmıştır. Bu seyir, pandemi döneminde kazanılan dijital alışkanlıkların kalıcı bir davranış değişimine dönüştüğünü açık biçimde ortaya koymaktadır.

Pandemi sonrası dönemde penetrasyon artmaya devam etse de, internet kullanıcıları arasından son 12 ayda e-Ticaret harcaması yapanların artış oranlarının dört yıllık hareketli ortalaması aşağı yönlü seyretmektedir. Bu durum, yapısal büyümenin sürdüğünü ancak harcama yapan kişilerin artış ivmesinin doğal olarak pandemi dönemine kıyasla normaleştiğini göstermektedir.

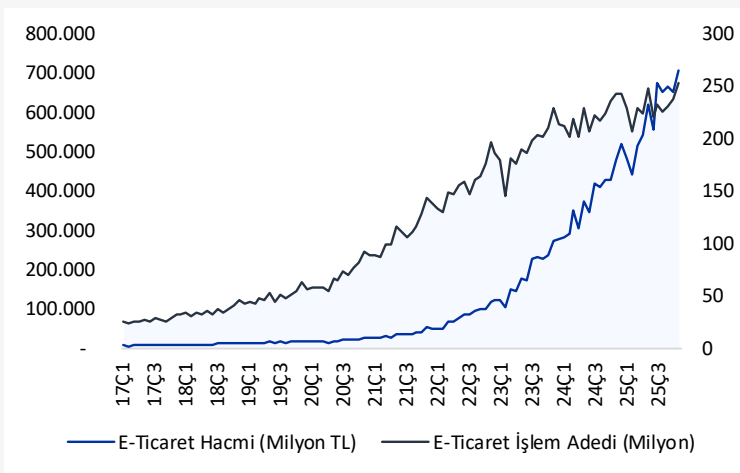
Grafik: Son 12 Ayda E-Ticaret Harcaması Yapanların Artış oranı



Kaynak: TÜİK, İş Yatırım

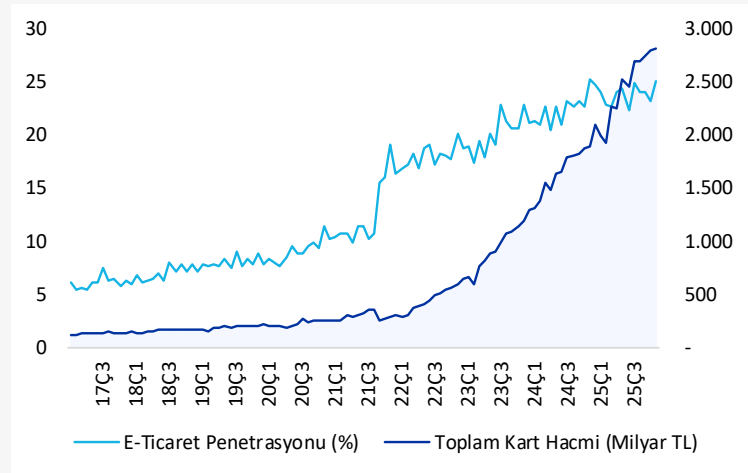
İşlem dinamikleri incelendiğinde, hacim artışının yalnızca işlem sayısından değil, ortalama sepet tutarındaki yükselişten de beslendiği görülmektedir. BKM verilerine göre Kasım 2025 itibarıyla internetten yapılan kartlı ödeme tutarı yıllık bazda %47 artışla 710,7 milyar TL'ye ulaşırken, işlem adedi aynı dönemde %4 artışla 254,2 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Tutar artışının işlem adedinin belirgin şekilde üzerinde seyretmesi, online kanalda daha yüksek sepetli alışverişlerin yaygınlaştığını ve e-ticaretin düşük tutarlı, tamamlayıcı harcamalarla sınırlı kalmadığını göstermektedir.

Grafik: Toplam Kartlı E-Ticaret İşlem Hacmi ve Adedi



Kaynak: Bankalararası Kart Merkezi

Grafik: E-Ticaret İşlem Hacmi ve Penetrasyon (Aylık)

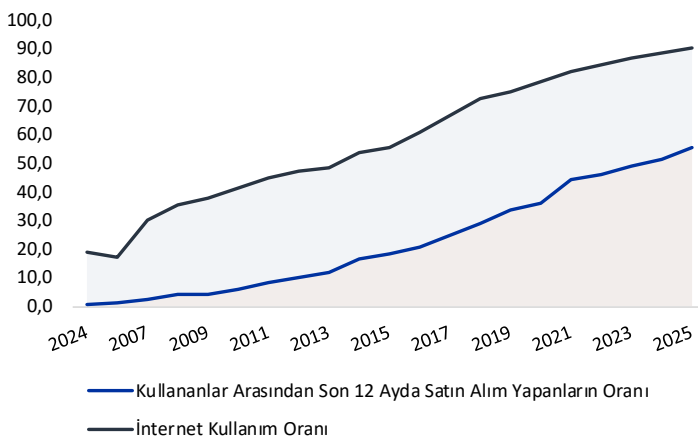


Kaynak: Bankalararası Kart Merkezi

Kullanıcı Derinleşmesi ve Arz Tarafı Potansiyeli

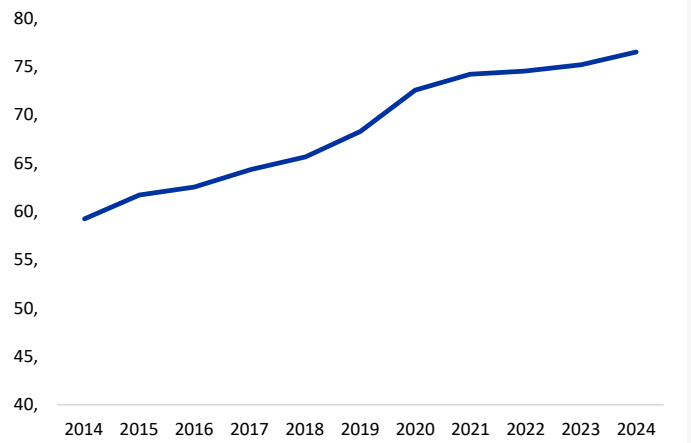
Türkiye'de internet erişimi ve dijital altyapı göstergeleri yüksek seviyelere ulaşmış olmakla birlikte, e-ticaret kullanımının tam olarak düzenli ve yüksek frekanslı bir alışkanlık haline geldiğini söylemek henüz mümkün değildir. İnternet kullanan nüfus oranı (~%91) ile son 12 ayda online alışveriş yapan kullanıcı oranı arasındaki belirgin fark, büyümenin sadece yeni kullanıcı kazanımından ziyade mevcut kullanıcıların kullanım sıklığı ve harcama derinliği üzerinden de ilerleyebileceğini göstermektedir. Bunun yanında AB ortalamasında internet kullanım oranı % 94, online alışveriş oranı ise %77 seviyesinde olması da Türkiye'deki oranın yükseliş potansiyeli olduğunu göstermektedir. Potansiyeli destekleyecek bir başka oran da AB'de e-Ticaret harcaması yapan kişilerin cinsiyet dağılımının %50-%50 olarak dağılması ve bu oranın Türkiye'de %58'li kadın, %42'lik dilimin ise erkekler olmasıdır.

Grafik: Türkiye: İnternet Kullanımı ve Online Alışveriş Oranı



Kaynak: TÜİK

Grafik: Online Alışveriş Oranı AB Ortalaması



Kaynak: Eurostat-Avrupa Komisyonu | İnt. Kullanıcılar arasında satın alım oranı

Bir yandan tüketici tarafında büyük şehirlerde online alışveriş davranışları görece olgunlaşmış bir profile yaklaşıırken, ülke geneline yayılan kullanıcı kitlesinde e-ticaret harcamaları düzensiz ve kampanya dönemlerine duyarlı bir seyir izlemektedir. Söz konusu eğilim de, pazar büyümesinin önümüzdeki dönemde daha sık alışveriş, daha geniş kategori kullanımı ve artan sepet tutarları üzerinden devam edebileceğine işaret etmektedir.

KOBİ Segmenti: Düşük Adaptasyon, Yüksek Potansiyel

Türkiye ekonomisinin omurgasını KOBİ'ler oluşturmaktadır; toplam işletmelerin yaklaşık %99,6'sı KOBİ statüsünde faaliyet göstermektedir. Ancak bu geniş işletme tabanının e-ticarete adaptasyonu hala düşük seviyelerdedir.

ETBİS verilerine göre 2024 yılı itibarıyla Türkiye'de 600.800 kayıtlı e-ticaret işletmesi faaliyet göstermektedir. İşletmelerin %72,1'i düşük hacimli, %14,4'ü orta hacimli, %13,5'i ise yüksek ve çok yüksek hacimli segmentlerde yer almaktadır. Satıcı tabanının genişliğine karşın ekonomik değer sınırlı sayıda ölçekli oyuncuda yoğunlaşması, mevcut satıcıların operasyonel kapasite ve satış hacmi artırımı yoluyla büyüme alanı bulunduğu işaret etmektedir.

Satıcı davranışları incelendiğinde, yemek sektörü hariç tutulduğunda e-ticaret yapan işletmelerin %78,1'inin yalnızca tek bir pazar yerinde faaliyet gösterdiği görülmektedir. Çoklu platform kullanımının sınırlı kalması, satıcıların halen derinleşme aşamasında olduğunu ve büyümenin platform içi hacim artışı üzerinden şekillendiğini

göstermektedir.

Bu tablo, adreslenebilir pazarın yalnızca tüketici tarafından değil, arz tarafından da genişleme potansiyeli taşıdığını ortaya koymaktadır. KOBİ'lerin dijitalleşme oranının artması, pazar yeri platformları için hem satıcı komisyon gelirlerini hem de katma değerli hizmet (lojistik, fintech, reklam) gelirlerini büyütebilecek yapısal bir büyüme kanalı oluşturmaktadır.

Tüketici Davranışlarındaki Yapısal Dönüşüm

Türkiye'de çevrim içi alışverişin birincil itici gücü fiyat avantajıdır: tüketicilerin %61'i uygun fiyatı, %54'ü zaman tasarrufunu ve %46'sı ürün çeşitliliğini online kanalı tercih etmelerinin temel gerekçesi olarak belirtmektedir. Bu motivasyon yapısı, platform rekabetinin neden büyük ölçüde fiyatlama, kampanya dönemleri ve taksit olanakları etrafında şekillendiğini açıklamaktadır. Tüketicilerin %65'i büyük alışverişlerden önce mutlaka internet araştırması yapmakta, %41'i farklı satıcılardan alışveriş yapmak için aynı pazar yerini tercih etmektedir - bu oran, yatay pazar yeri modelinin tüketici tarafındaki çekim gücünü doğrudan yansıtmaktadır.

Alışveriş davranışı belirgin bir şekilde mobil odağa kaymış durumdadır: tüketicilerin %50'si düzenli siparişlerini akıllı telefon üzerinden yönetirken, %55'i hızlı kargoyu tercih etmekte, %30'u aldığı ürünü aynı gün elinde tutmak istemektedir. Teslimat hızına yönelik bu talep, hızlı ticaret modellerinin büyüme potansiyelini desteklerken, geleneksel pazar yeri platformlarını da lojistik altyapı yatırımlarına yönlendirmektedir.

Sosyal medya ise giderek daha aktif bir ticaret kanalı işlevi üstlenmektedir. 2023 itibarıyla sosyal medya kullanıcılarının %33'ü satın alacak ürün bulmak, %32'si ilham almak ve %28'i marka içeriklerini takip etmek amacıyla bu platformları kullanmaktadır (TÜSİAD: E-Ticaret Lojistiğinde Sorunlar ve Politika Önerileri, 2024).

Ayrıca yüksek enflasyon ortamında reel harcanabilir gelirin baskılanması, büyük yatırım kararlarının ertelenmesine yol açarken tüketimi tamamen bastırmamakta; talep kozmetik, kişisel bakım ve aksesuar gibi 'küçük lüks' kategorilere kaymakta. E-ticaret bu segmentte fiyat karşılaştırması ve kampanya erişimi sunarak öne çıkmaktadır.

Talep Tarafı Analizi: Tüketiciler Mobil Odaklı, Fiyata Duyarlı



Mobil Öncelikli Davranış (Mobile-First)

E-ticaret trafiğinin büyük bölümü mobil kanallar üzerinden gerçekleşmekte, siparişlerin ise ağırlıklı kısmı mobil uygulamalar aracılığıyla tamamlanmaktadır. Uygulama içi kullanıcı deneyimi, hız ve ödeme akışı, dönüşüm oranları açısından kritik belirleyiciler arasında yer almaktadır.

Yüksek Fiyat Hassasiyeti

Tüketiciler satın alma öncesinde farklı platformlar arasında yoğun fiyat karşılaştırması yapmakta; rekabetçi fiyatlama ve görünür indirimler talep üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Bu yapı, platformlar arası geçiş maliyetinin düşük olduğunu ve fiyatın hâlen en güçlü karar faktörlerinden biri olduğunu göstermektedir.



Kampanya ve İndirim Odaklı Talep

Kasım ayı kampanyaları ve özel indirim dönemleri, yıl içindeki en yüksek işlem hacimlerinin gerçekleştiği zaman dilimlerini oluşturmaktadır. Ücretsiz kargo, kupon ve dönemsel indirimler, satın alma kararını hızlandıran temel tetikleyiciler olarak öne çıkmaktadır.

Teslimat Hızı ve Operasyonel Güven

Türkiye e-ticaret pazarında tüketici güveni, yalnızca fiyat ve ürün çeşitliliği üzerinden değil; teslimat hızı, siparişin sorunsuz tamamlanması ve iade süreçlerinin etkinliği üzerinden şekillenmektedir. Aynı gün veya ertesi gün teslimat seçenekleri, özellikle şehir merkezlerinde satın alma kararını hızlandıran kritik unsurlar haline gelmiştir.



Sektör Paydaşları ve Rekabet Haritası

Bu talep yapısı altında rekabet, yalnızca fiyat seviyeleri üzerinden değil; iş modeli, operasyonel ölçek, entegrasyon seviyesi ve müşteriyle kurulan ilişkinin derinliği üzerinden şekillenmektedir. Türkiye e-ticaret pazarında faaliyet gösteren oyuncular, bu rekabet ortamında farklı eksenlerde konumlanmakta ve her bir iş modeli farklı avantaj ve sınırlılıklar taşımaktadır.

Türkiye e-ticaret pazarında farklı iş modelleri bulunmakla birlikte, rekabet dinamiklerini belirleyen ana oyuncu grupları yatay pazar yerleri, entegre perakendeciler, hızlı ticaret oyuncuları ve dikey uzmanlaşmış platformlar etrafında toplanmaktadır.



Türkiye e-ticaret pazarında rekabetin ağırlık merkezi yatay pazar yeri modelidir. Hepsiburada, Trendyol, n11 (Getir) ve Amazon Türkiye'nin başlıca oyuncular olarak öne çıktığı bu segmentte rekabet gücü büyük ölçüde ölçek ekonomilerine dayanmaktadır: geniş kullanıcı tabanı ve yüksek işlem hacmi, birim maliyetleri aşağı çekerken fiyatlandırma tarafında daha agresif hareket alanı yaratmaktadır.

Modelin sürdürülebilirliğini belirleyen temel dinamik ağ etkisidir. Satıcı sayısının artması ürün çeşitliliğini ve fiyat rekabetini güçlendirmekte, bu da tüketici trafiğini yükselterek yeni satıcıların katılımını teşvik etmektedir. Karşılıklı beslenen bu döngü, mevcut oyuncuların rekabet avantajını pekiştirirken pazara giriş bariyerlerini de yukarı taşımaktadır. Kampanya dönemlerinde bu avantaj daha da belirginleşmekte; yüksek trafik hacmi, güçlü pazarlama bütçeleri ve platforma özgü taksit/finansman olanakları talebin büyük ölçüde bu platformlarda toplanmasını sağlamaktadır.

Türkiye'de Faaliyet Gösteren Başlıca E-Ticaret Oyuncuları

| Başlık | Trendyol | Hepsiburada (HEPS) | Amazon Türkiye | n11 |
|-----------------------|---|--|---|---|
| Sahiplik | Alibaba Group (%70) | Kaspi.kz (%85,17) | Amazon.com Inc. | DMSF Holding (Abu Dhabi, Mayıs 2025) |
| Pazar Konumu | Lider (~\$12,5 milyar GMV, 2024) | İkinci büyük, halka açık (NASDAQ: HEPS) | 3. büyük platform (web trafiği bazında) | Düşen trafik, yeni sahiplik altında yeniden yapılanma |
| Aktif Müşteri | ~30 milyon | 11,8 milyon (4Ç25) | Açıklanmıyor | Açıklanmıyor |
| Aktif Satıcı | 250.000+ | 101.200 (4Ç25) | Açıklanmıyor | Açıklanmıyor |
| 3P / Marketplace Payı | 3P ağırlıklı | %68,4 (4Ç25) | Ağırlıklı 3P | Ağırlıklı 3P |
| Super App Stratejisi | İleri (Go, Dolap, Cüzdan) + Alibaba know-how | Gelişmekte (HepsiPay, HepsiJet, HepsiAd, Premium) + Kaspi know-how | Sınırlı (Prime odaklı) | Erken aşama |
| Lojistik | Trendyol Express (kendi ağı) | HepsiJet (teslimatların %72'si, 4Ç24; 3. taraf hizmet büyüyor) | FBA modeli | Kendi ağı yok |
| Fintech | Baykar + ADQ + Ant International ile fintech platformu (MoU, Temmuz 2025) | HepsiPay + BNPL (LTM ₺13,6 milyar finanse edilen hacim, 3Ç24) | Sınırlı | Erken aşama |
| Sermaye Erişimi | Alibaba + SoftBank + ADQ + QIA | Kaspi.kz (Aralık 2025'te \$100M sermaye artırım) | Global Amazon | DMSF Holding |
| Uluslararası | 27 Avrupa ülkesi + Körfez + Azerbaycan, ~%20 uluslararası gelir, 2030 öncesi IPO hedefi | Sınırlı | Global altyapı | Sınırlı |

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.