

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.



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

hepsiburada



Kaspi.kz

Нepsiburada и выход Kaspi на рынок Турции





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.

Hepsiburada и выход Kaspi на рынок Турции

Инвестиционный обзор

1. Бизнес-модель и экосистема

Hepsiburada – один из лидеров турецкого e-commerce, работающий по гибридной модели, сочетающей прямые продажи от собственного имени (модель **1P**) и маркетплейс с привлечением сторонних продавцов (**3P**). В рамках 1P компания сама закупает товары и продает их потребителям, получая всю выручку от продаж, тогда как в модели 3P площадка предоставляет витрину для более чем 100 тысяч продавцов, приносящих платформе комиссионный доход. Такой подход позволяет одновременно контролировать качество ключевого ассортимента (через 1P) и быстро масштабировать выбор товаров без собственного стока (через 3P).

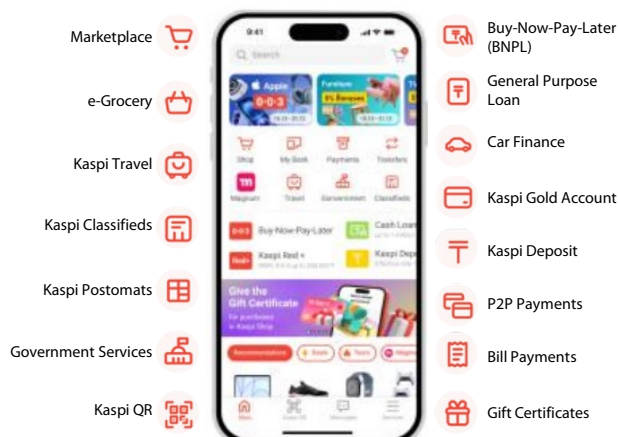
Доля маркетплейса последовательно растет: в 2024 году на сторонних продавцов пришлось около 69,8% общего валового оборота (GMV) платформы против 66,9% годом ранее, что свидетельствует о смещении фокуса в сторону модели 3P.

После закрытия сделки 29 января 2025 года Kaspi.kz стал контролирующим акционером Hepsiburada, владея около 65,4% акций. В результате этой сделки Kaspi получил стратегический контроль над Hepsiburada, интегрировав её в свою экосистему электронной коммерции, платежей и финансовых сервисов. Для Kaspi данное приобретение стало ключевым шагом по выходу на крупный и быстрорастущий рынок электронной коммерции Турции, тогда как Hepsiburada получила доступ к финансовым технологиям, платежной инфраструктуре и операционной экспертизе Kaspi, что усиливает её конкурентные позиции и долгосрочный потенциал роста.



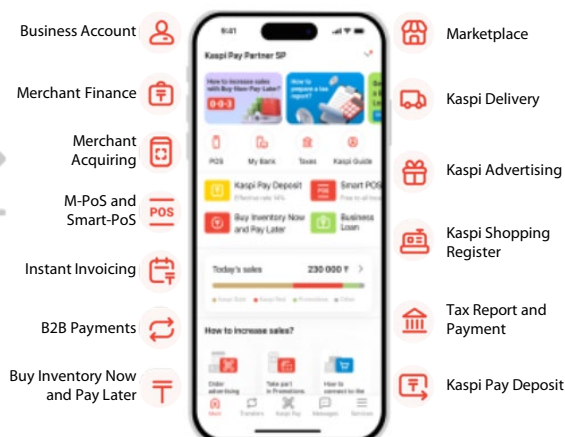
Суперприложение Kaspi.kz для потребителей

≈ 14,7 млн
пользователей



Суперприложение Kaspi Pay для торговых партнёров

≈ 700 тыс. торговых
партнёров (мерчантов)



Уникальная двусторонняя бизнес-модель Super App



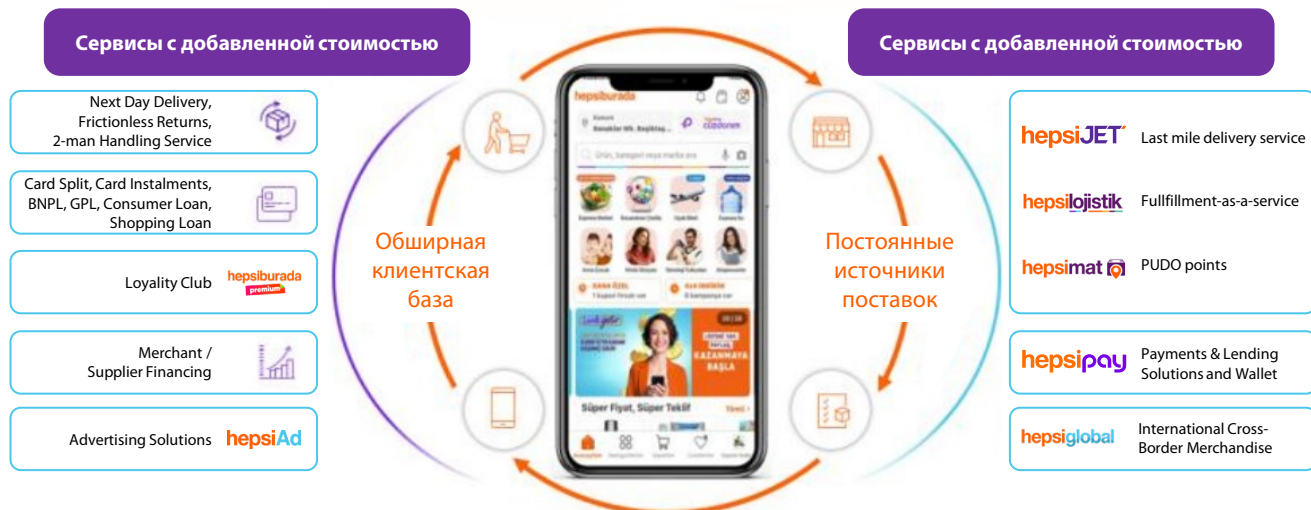
hepsiburada

12,2 млн

активных
клиентов

более
100 тыс.

активных продавцов



Экосистема Hepsiburada

Помимо торговой площадки, Hepsiburada выстроила полноценную экосистему сервисов:

- **Логистика.** Компания развивает собственную логистику: служба доставки **HepsiJet** осуществляет курьерскую доставку заказов по всей стране (81 провинция) и обрабатывает возвраты. Уже 72% всех посылок на платформе доставляются силами Hepsijet, что повышает контроль над качеством сервиса и скоростью доставки. Для складского фулфилмента запущена услуга **HepsiLojistik** – сеть из 6 распределительных центров по Турции, где партнёры могут хранить товар, а Hepsiburada берет на себя упаковку, доставку и обработку возвратов.
- **Финтех.** Интегрирована **финтех-платформа Hepsipay**: электронный кошелек и платежный шлюз, позволяющие проводить быстрые онлайн-платежи, рассрочки и кредиты покупателям (включая Buy-Now-Pay-Later). В 2024 году через **небанковские инструменты рассрочки Hepsipay** (BNPL, потребкредиты и пр.) было проведено около 3,3 млн заказов, а функцию **Pay with Hepsipay** компания начала предлагать и внешним ритейлерам.
- **Реклама.** Hepsiburada монетизирует трафик через **рекламную платформу Hepsiad**: платформа предоставляет продавцам на маркетплейсе инструменты продвижения с использованием данных о пользователях, помогая брендам повышать узнаваемость и продажи на платформе.
- **Лояльность** Hepsiburada внедрила **подписку «Hepsiburada Premium»**, аналогичную Amazon Prime. Подписка стоит 19,90 ₺ в месяц и обеспечивает бесплатную доставку заказов (для покупок от 25 ₺), 3% кешбэк на покупки (при выполнении условий), бесплатный доступ к стриминговому сервису, скидки на услуги и другие привилегии. Эта программа стимулирует повторные покупки и удержание клиентов: подписчики Premium оформляют заказы значительно чаще, чем обычные пользователи, а также позволяют компании экономить на маркетинге за счет роста естественной лояльности.



- **Кросс-бордер. Онлайн-супермаркет** и экспресс-доставка продуктов также были частью экосистемы (сервис Hepsiburada Market), однако в 2024 году компания приняла стратегическое решение прекратить самостоятельные операции в продуктовой рознице из-за высокой конкуренции и низкой маржинальности этого сегмента. Вместо этого Hepsiburada сосредоточилась на основных категориях и развитии кросс-границной торговли через платформу **HepsiGlobal**, которая позволяет зарубежным продавцам предлагать товары турецким покупателям, а турецким предприятиям – продавать за границу.

Таким образом, бизнес-модель Hepsiburada представляет собой **цифровой экосистемный холдинг**, включающий маркетплейс (1P + 3P), логистику, финтех, рекламу и другие сервисы, объединенные единой платформой.

2. Ключевые активы и конкурентные преимущества

Hepsiburada располагает рядом уникальных активов, обеспечивающих ее конкурентоспособность на рынке:

- **Масштаб и узнаваемость бренда.** Компания работает с 2000 года и накопила огромную клиентскую базу и ассортимент. Платформа объединяет **66 млн зарегистрированных пользователей** и предлагает более **298 млн товарных позиций (SKU)** в 30 категориях – от электроники и бытовой техники до моды и товаров для дома. Ежемесячно сайт Hepsiburada посещают свыше 20 млн человек. Такие масштабы обеспечивают сильный сетевой эффект: покупатели знают, что на Hepsiburada «есть всё», а продавцы стремятся присутствовать на площадке с максимальным трафиком.
- **Интегрированная логистика и доставка.** Собственная служба HepsiJet и инфраструктура фулфилмента позволяют контролировать качество последней мили и скорость доставки. В 2024 году **72% всех отправок** с платформы доставлено посредством HepsiJet, тогда как у конкурентов значительная часть доставки аутсорсится внешним курьерским службам. Наличие своих складов и курьеров дает Hepsiburada преимущество в надежности и позволяет предлагать такие услуги, как экспресс-доставка (в крупных городах за 1 день) и плановая доставка по расписанию для удобства клиентов. Высокое качество сервиса подтверждается уровнем удовлетворенности покупателей: индекс потребительской лояльности NPS у Hepsiburada достиг **74 пунктов** в 2024 году (против 72 годом ранее), что является одним из лучших показателей в отрасли.
- **Широкая экосистема сервисов. Hepsiburada** – не просто интернет-магазин, а **многофункциональная платформа**. Наличие встроенного кошелька и **платежной системы Hepsipay** облегчает оплату и повышает конверсии продаж; собственная рекламная сеть **HepsiAd** даёт продавцам инструмент для продвижения товаров прямо на сайте; сервисы лояльности (Premium) стимулируют повторные продажи; программы для предпринимателей (например, инициатива поддержки женщин-продавцов) улучшают имидж компании и привлекают на платформу новые магазины. Благодаря этому Hepsiburada выстраивает **замкнутую экосистему**, где продавцы могут получить полный спектр услуг (от складирования до продвижения и финансовых решений), а покупатели – удобный «one-stop-shop» опыт.
- **Лояльная клиентская база.** С запуском Hepsiburada Premium компания добилась значительного роста удержания клиентов. К концу 2024 года число подписчиков Premium достигло **3,7 млн** (против около 2,2 млн годом ранее). Участники программы оформляют в среднем около 11 заказов в год (частота покупок на одного активного клиента выросла на 14% до 10,8 заказов в 2024), что существенно выше обычных пользователей и усиливает общую стабильность оборотов. Помимо Premium, Hepsiburada активно использует персонализацию, программы скидок и кешбэка через Hepsipay, что создает **эффект экосистемной привязки**: клиенту выгодно совершать все покупки в пределах одной платформы.



- **Партнерская сеть и ассортимент.** Маркетплейс Hepsiburada насчитывает около **101 тысячи активных продавцов**, включая как крупные бренды, так и малый бизнес. Благодаря инициативам поддержки предпринимателей, вроде «**Technology Empowerment for Women Entrepreneurs**», подключившей к площадке около 57,5 тыс. женщин-продавцов, компания расширяет пул партнеров и ассортимент товаров. Огромный выбор (около 298 млн позиций) привлекает широкую аудиторию потребителей. При этом компания удерживает **контроль качества** через рейтинги продавцов, отзывы, а также собственные продажи 1P в ключевых категориях (например, электроника), где важно гарантировать подлинность и сервис.

В совокупности перечисленные активы создают для Hepsiburada **устойчивые конкурентные преимущества**: мощная платформа с самодостаточной инфраструктурой, лояльная база клиентов, репутация надежного онлайн-гипермаркета и широкие возможности для монетизации (комиссии с ЗР, продажи 1P, доставка, финтех, реклама и пр.). Это позволяет компании конкурировать на равных с крупнейшими игроками рынка и успешно противостоять внешним вызовам, о которых речь пойдет ниже.

3. Финансовые показатели (2022–2024)

За последние три года Hepsiburada демонстрирует устойчивый рост оборотов и восстановление прибыльности на фоне сложной макроэкономической ситуации в Турции. Ниже приведена динамика ключевых финансовых показателей компании – валового товарооборота (GMV), выручки и показателя EBITDA за 2022–2024 годы.

Год	GMV, млрд TL	Выручка, млрд TL	EBITDA, млрд TL
2022	88,9	26,5	-4,27
2023	116,5	35,6	0,45
2024	188,6	57,0	2,07

Примечание: Финансовые показатели приведены с учетом требований IAS 29 (скорректированы на гиперинфляцию в соответствии с МСФО). Для сопоставимости данные 2022–2023 гг. пересчитаны в ценах конца соответствующего года. Курсы валют и инфляция влияли на номинальные значения, поэтому темпы роста приведены в реальном выражении.

Динамика валового товарооборота (GMV). GMV вырос с 88,9 млрд ₺ в 2022 году до 188,6 млрд ₺ в 2024 году благодаря расширению ассортимента и увеличению числа заказов.

Как видно таблицы выше, валовой оборот (GMV) компании уверенно растет. В 2023 году GMV достиг 116,5 млрд ₺, увеличившись на 31,1% по сравнению с 2022 годом (88,9 млрд ₺). Существенный прирост обеспечен ростом количества заказов на 40% (до 113 млн заказов в 2023 против 80 млн в 2022) и активным привлечением новых продавцов и SKU на платформу. В 2024 году темпы роста несколько замедлились из-за охлаждения потребительского спроса на фоне инфляции, однако GMV все равно увеличился еще на 12,1% год к году, достигнув 188,6 млрд ₺. Число оформленных заказов в 2024 выросло до 131,4 млн (+16% г/г), что компенсировало небольшое снижение среднего чека в реальном выражении. Драйвером роста остаются продажи через маркетплейс (ЗР): оборот ЗР-сегмента увеличился на 17% в 2024, и его доля выросла до 70% GMV.

Динамика выручки. Выручка увеличивается более быстрыми темпами, чем инфляция: с 26,5 млрд ₺ в 2022 до 57,0 млрд ₺ в 2024.

Рост выручки компании также впечатляет. В 2022 году, на фоне гиперинфляции, выручка составила 26,5 млрд ₺, но уже в 2023 увеличилась до 35,6 млрд ₺ (+34,3% г/г в реальном выражении). Столь значительный рост связан с расширением монетизации: помимо увеличения GMV, Hepsiburada повысила эффективность комиссии с продавцов и развивала новые источники дохода (реклама, платные сервисы и др.).



В 2024 году выручка достигла 57,0 млрд ₺, что на 11,1% больше, чем годом ранее (51,3 млрд ₺ в пересчете на цены 2024).

Несмотря на умеренный реальный рост, выручка увеличилась после инфляционной корректировки по IAS 29, при среднегодовой инфляции в Турции около 58,5%, что указывает на сохранение операционного роста компании в сложной макроэкономической среде. Рост выручки в 2024 главным образом обеспечен увеличением доходов от услуг доставки (HepsiJet) на 50% до 7,86 млрд ₺, а также стабильным ростом комиссионных доходов с GMV маркетплейса. Это говорит о том, что компания смогла частично переложить возросшие издержки на клиентов и продавцов, сохранив валовую маржу.

Динамика показателя EBITDA. Видно резкое улучшение операционной прибыльности – EBITDA вышла в плюс в 2023 году и значительно выросла в 2024 году.

Особенно примечательна динамика прибыльности по EBITDA. В 2022 году бизнес был убыточен на операционном уровне – показатель EBITDA составил -4,27 млрд ₺. Убытки были связаны с высокими маркетинговыми расходами в условиях конкурентной гонки за долю рынка, а также с обесценением лиры, существенно увеличившим расходы на закупки импортных товаров и логистику. В 2023 году ситуация кардинально улучшилась: EBITDA стала положительной – 0,45 млрд ₺ (около 0,4% от GMV), что отражает успешную реализацию программы оптимизации затрат и роста комиссионных доходов. Фактически компания сумела сократить операционные убытки более чем на 4,7 млрд ₺ за год и достигнуть чистой прибыли 75,5 млн ₺ по итогам 2023 (против убытка 4,79 млрд ₺ в 2022). В 2024 году тренд продолжился – EBITDA выросла до 2,07 млрд ₺, что в 3,2 раза превышает уровень 2023. Маржа EBITDA увеличилась до около 1,1% от GMV (против 0,4% годом ранее), что свидетельствует о росте эффективности бизнеса.

В целом, финансовые результаты указывают на **устойчивое улучшение операционной эффективности**: Hepsiburada перестроила модель с акцентом на прибыльность, сокращая субсидирование доставки и маркетинга, чему способствовали и новые ограничения на агрессивные скидки в отрасли.

4. Сделка с Kaspi.kz: условия и стратегическое значение

Одним из ключевых событий в истории компании стала **продажа контрольного пакета акций Hepsiburada казахстанскому финтех-холдингу Kaspi.kz**. В октябре 2024 года Kaspi.kz заключил соглашение о покупке 65,41% акций Hepsiburada у основателя Ханзаде Доган Бойнер и других членов семьи. Сделка была закрыта 29 января 2025 года после получения необходимых регуляторных одобрений. **Структура сделки** предусматривает общую оценку в \$1,127 млрд: из них \$600 млн выплачены продавцам сразу денежными средствами, а оставшиеся \$526,9 млн будут выплачены в течение 6 месяцев после закрытия (отложенный платеж обеспечен залогом 65,2 млн акций Class B Hepsiburada в пользу семьи Доган. В результате сделки Kaspi.kz стал новым контролирующим акционером с долей 65,41%, в то время как основатели полностью вышли из капитала. Публичный статус компании на NASDAQ при этом сохранен (около 34,6% акций остаются в свободном обращении).

Kaspi.kz – ведущий игрок цифровой экономики Казахстана, развивающий **экосистему из финтех-платформы, платежного сервиса и e-commerce**. Руководство Hepsiburada позитивно оценивает стратегическое партнерство с Kaspi, рассчитывая использовать опыт казахстанской компании в сфере маркетплейсов, платежей и финтеха. По словам CEO Kaspi Михаила Ломтадзе, объединение усилий позволит охватить суммарно **рынок более 100 млн человек** (население Турции + Казахстана) и будет нацелено на обмен технологиями и знаниями между командами двух компаний. При этом **Hepsiburada сохранит свой бренд и операционную структуру** в Турции, а Kaspi планирует развивать синергии преимущественно в бэк-энде и новых сервисах. В краткосрочной перспективе в стратегии Hepsiburada ожидаются следующие эффекты от прихода Kaspi:



- **Усиление финтех-направления.** Kaspi – эксперт в финансовых сервисах (в Казахстане у него собственный банк, платежная система и BNPL-сервис). Это может помочь Hepsiburada ускорить развитие Hepsipay, предложить новые кредитные продукты покупателям и продавцам, улучшить монетизацию платежей. Возможно, Hepsiburada интегрирует части экосистемы Kaspi (например, платежную систему Kaspi или программы лояльности) для турецких пользователей.
- **Оптимизация и эффективность.** Kaspi известен высокой рентабельностью и дисциплиной расходов. Вероятно, новый собственник будет фокусироваться на прибыльном росте, что означает продолжение курса на оптимизацию маркетинга и логистики. Уже на момент сделки Hepsiburada значительно улучшила EBITDA, и Kaspi, как мажоритарий, заинтересован закрепить эту тенденцию. Совместные закупки технологий, обмен лучшими практиками (например, в алгоритмах риск-менеджмента или аналитике данных) могут снизить расходы.
- **Новые рынки и кросс-бордер.** Обе компании заявили о планах **взаимного развития e-commerce в Турции и Казахстане**. Это может означать, что Hepsiburada получит выход на казахстанский рынок (возможно, через интеграцию с маркетплейсом Kaspi или запуск Hepsiglobal в Казахстане), а Kaspi – доступ к турецкому рынку для своих услуг. Турецкие продавцы Hepsiburada смогут легче экспортировать товары в Центральную Азию, используя инфраструктуру Kaspi.kz, и наоборот – казахстанские бренды выйти на площадку Hepsiburada. Таким образом, Hepsiburada из национального игрока может постепенно превратиться в регионального.
- **Финансовая поддержка и инвестиции.** Хотя покупка акций – это переход средств бывшим владельцам, присутствие сильного инвестора может облегчить доступ Hepsiburada к капиталу в будущем. Kaspi – публичная компания с устойчивым денежным потоком, и в случае необходимости может поддержать инвестиционные проекты Hepsiburada или помочь привлечь финансирование на более выгодных условиях. Например, развитие логистической инфраструктуры или ИИ-технологий может быть профинансировано совместно.

Наряду с плюсами, **сделка несет и риски**, о которых подробнее в разделе рисков. Интеграция двух разных по культуре и рынку компаний – сложный процесс. Однако уже сейчас можно констатировать, что приход Kaspi.kz укрепил доверие инвесторов к Hepsiburada (сделка одобрена регуляторами, акции компании получили нового крупного владельца, заинтересованного в росте её стоимости). В целом, стратегический союз с Kaspi воспринимается как **долгосрочный драйвер** развития Hepsiburada, позволяющий ускорить инновации и расширить географию бизнеса.

5. Макроэкономическая среда и влияние на бизнес

Ведение бизнеса в Турции накладывает на Hepsiburada ряд макроэкономических и регуляторных особенностей, которые существенно влияют на результаты компании:

- **Гиперинфляция и падение покупательной способности.** Турция с 2022 года испытывает крайне высокую инфляцию: индекс цен потребителей достигал пика более 85% в годовом выражении в конце 2022, а к декабрю 2023 инфляция оставалась на уровне **64,8%**. Хотя в 2024 году темпы инфляции несколько снизились (до 44% г/г на конец года), общий уровень цен за три года вырос в разы. Для Hepsiburada это создает сразу несколько вызовов. Во-первых, из-за инфляции компания обязана **вести учет по IAS 29**, что усложняет отчетность и анализ показателей, требует корректировки исторических данных (как отмечалось, цифры 2022–2023 гг. пересчитывались в ценах 2023 или 2024 года). Во-вторых, падает реальная покупательная способность населения: хотя номинальные обороты растут, потребители могут позволить себе меньше товаров, уменьшается размер среднего чека в реальном выражении. Например, в 2024 компания отметила снижение продаж продуктовой категории и была вынуждена закрыть сервис Hepsiburada Market, так как в условиях инфляции спрос сместился в сторону базовых товаров у офлайн-дискаунтеров. Высокая инфляция также провоцирует **повышенную чувствительность клиентов к ценам**, усиливает акцент на скидки и распродажи. В начале 2025 года в Турции даже прошла волна «бойкота покупок» – потребители в соцсетях призывали воздержаться от покупок, протестуя против роста цен, что негативно сказалось на продажах в ритейле.



Hepsiburada ощутила этот эффект: в отчетах отмечено замедление роста заказов и сокращение маркетинговых активностей в ответ на падение потребительской активности.

- **Девальвация лиры и валютные риски.** Тесно связанная проблема – обесценивание турецкой лиры. За 2022–2024 годы курс лиры к доллару США ослаб более чем в 2 раза, что повышает стоимость импортируемых товаров и комплектующих. Для Hepsiburada это означает удорожание закупок (в 1P-модели) и давления на цены у 3P-продавцов (многие товары, особенно электроника, привязаны к валюте). Компания вынуждена регулярно **индексировать цены** под курсовые колебания, чтобы сохранить маржу, но при этом рискует снижением спроса. Кроме того, девальвация привела к росту финансовых расходов: проценты по кредитам в лирах выросли после повышения ставки ЦБ (ставка была увеличена с 8,5% до 30%+ в 2023–24 гг.), а валютные обязательства (если были) дали курсовые убытки. В 2024 году Hepsiburada получила чистый убыток, частично из-за **курсовых разниц и переоценки денежных остатков** на фоне резкой девальвации лиры в конце года. Таким образом, валютная нестабильность является значимым фактором риска для финансовых результатов компании.
- **Регулирование электронной торговли.** Турецкие власти в 2022 году внедрили новую законодательную базу для e-commerce, стремясь сдержать антиконкурентные практики крупнейших онлайн-площадок. В июле 2022 был принят закон **с поправками «О регулировании электронной коммерции»**, который ввел ряд ограничений для крупных игроков рынка. В частности, установлена прогрессивная шкала **«лицензионного сбора»**: компании с годовым оборотом онлайн-продаж свыше 65 млрд ₺ обязаны уплачивать в госбюджет 25% с части оборота, превышающей 65 млрд (сумма индексируется на инфляцию), и пониженные проценты с последующих порогов. Для Hepsiburada, чей GMV в 2024 был около 188,6 млрд ₺, такой сбор потенциально может стать существенным оттоком денежных средств (точные детали взимания и переходные положения пока обсуждаются бизнес-сообществом). Кроме того, законом введены **ограничения на рекламу и скидки**: крупные площадки не могут неограниченно субсидировать цену для конечного покупателя и обязаны ограничивать расходы на привлечение клиентов. Это, с одной стороны, сдерживает ценовые войны, что выгодно для прибыльности Hepsiburada, но с другой – усложняет привлечение новых пользователей через агрессивный маркетинг. Введен также запрет для крупных игроков продавать товары собственных торговых марок (private label) на своей платформе, чтобы они не злоупотребляли преимуществом. В совокупности новый закон формирует более **олигополистическую и контролируемую среду**: Hepsiburada и Trendyol, обладая крупнейшими долями рынка, подпадают под наибольшие ограничения. Конкурент Alibaba (Trendyol) открыто выражал недовольство законом, но в 2023 Конституционный суд Турции подтвердил его силу. Для Hepsiburada выполнение новых норм означает необходимость уплаты значительных сборов (что отразится на марже), а также пересмотр бизнес-практик (уменьшение собственных распродаж, акций и т.д.). Позитивный момент – этот закон в некоторой степени **сдерживает экспансию глобальных конкурентов** (таких как Amazon), которым будет сложнее демпинговать или вытеснять локальных игроков нескончаемыми скидками.
- **Демография и рост онлайн-penetration.** Турция – страна с молодым и активно цифровизирующимся населением (около 60% жителей моложе 35 лет). Число интернет-пользователей и онлайн-покупателей ежегодно растет. В 2023 около **50% всех интернет-пользователей совершали покупки онлайн**, тогда как в развитых странах этот показатель 70–80%, что указывает на **неиспользованный потенциал** рынка. Макроэкономическая нестабильность несколько **сдерживает потребление**, но одновременно подталкивает людей искать выгодные предложения в интернете (где проще сравнить цены). Пандемия COVID-19 ранее ускорила переход в онлайн, и хотя в 2022–23 наблюдался откат доли e-commerce (с 7,4% розничного оборота в 2021 до 5,9% в 2022), в абсолютном выражении рынок продолжил расти двузначными темпами. Для Hepsiburada это означает, что **стратегически рынок остается перспективным** – с восстановлением экономики доля e-commerce наверстает упущенное. Однако в краткосрочной перспективе макрофакторы (инфляция, ставка, доходы населения) будут напрямую влиять на темпы роста компании, и менеджмент уже закладывает осторожные прогнозы на будущий год.



В целом, макросреда в Турции для Hepsiburada остается **сложной, но управляемой**. Компания адаптируется к инфляции (пересматривает цены и затраты), лоббирует смягчение отдельных норм закона (возможна корректировка лицензионных сборов), и рассчитывает на стабилизацию экономики при новом правительстве. Кроме того, присутствие стратегического инвестора Karpı с опытом работы в развивающейся экономике даёт Hepsiburada дополнительные экспертизы и устойчивость перед внешними шоками.

6. Конкурентный ландшафт: позиции на рынке и бизнес-модели

Турецкий рынок электронной коммерции весьма конкурентен и динамичен. Основными соперниками Hepsiburada на домашнем рынке являются:

- **Trendyol.** Безусловный лидер рынка – маркетплейс Trendyol, частично принадлежащий Alibaba. На 2021 год его доля оценивалась около **27% всего e-commerce** в Турции, и с тех пор Trendyol продолжал укреплять позиции. Изначально специализируясь на моде, сегодня Trendyol превратился в универсальную платформу, предлагающую все категории товаров (моду, электронику, товары для дома и пр.).
- **Amazon Turkey.** Глобальный гигант Amazon вышел на турецкий рынок в 2018 году, и к настоящему времени занял заметную долю (оценочно 5–10%). В 2021 Amazon не входил в топ-5 (менее 4% доли), но с запуском **собственной программы Prime в Турции** (бесплатная доставка, доступ к Prime Video) его популярность растет. Amazon Turkey предлагает **очень широкий ассортимент** (как локальный, так и поставляемый из Европы/США), привлекая покупателей известными международными брендами и репутацией высокого качества сервиса. Ключевое преимущество – **сильная ИТ-платформа и аналитика** Amazon, а также неограниченные финансовые ресурсы материнской компании.
- **N11.** Маркетплейс **N11.com**, запущенный как совместное предприятие турецкой группы Doğuş и южнокорейской SK Group. В 2021 его доля составляла около **9% рынка** (3-е место). N11 позиционируется как площадка с **выгодными предложениями и акциями**, во многом ориентированная на ценовой сегмент. У N11 сильны категории электроники, товаров для дома, есть программа лояльности и регулярные сезонные распродажи. Особенность – N11 долгое время предлагал купоны и скидки от банков (за счет партнерства с финансовыми структурами), привлекая ценочувствительных клиентов. Однако за последние годы N11 несколько **потерял темпы роста**, уступив Amazon и другим вертикальным игрокам.
- **Другие игроки.** Кроме перечисленных, на рынке присутствуют вертикальные и омниканальные конкуренты: например, крупная сеть электроники **Teknosa** развивает онлайн-продажи (ее доля невелика, но она сильна в электронике офлайн); модный ритейлер **LC Waikiki** имеет собственный интернет-магазин и даже маркетплейс, популярный в сегменте одежды; маркетплейс **GittiGidiyor** (принадлежал eBay) был одним из пионеров рынка, но в 2022 eBay свернула его работу, и часть клиентуры перетекла к Hepsiburada и N11.

7. Основные риски и возможности

Риски:

- **Жесткая ценовая конкуренция.** Конкуренты (особенно Trendyol) регулярно проводят крупномасштабные распродажи и акционные кампании, что вынуждает Hepsiburada тоже снижать цены или предлагать бесплатную доставку, давя на маржу. Amazon со своей стороны может в любой момент устроить ценовую войну, субсидируя продажи за счет глобальных ресурсов. Высока опасность **“гонки на снижение”**: если скидки станут основным инструментом борьбы за покупателя, прибыльность отрасли может упасть. Hepsiburada рискует потерять часть доли рынка, если не сможет соответствовать уровню скидок конкурентов, либо потерять прибыль, если будет соответствовать. Это классический риск для маркетплейсов в развивающихся рынках, где лояльность низка, а потребитель легко уходит к тому, где дешевле.



- **Макроэкономическая нестабильность.** Высокая инфляция, рост процентных ставок и обесценивание лиры – фундаментальные риски, не зависящие от действий компании. Они ведут к снижению реальных доходов населения, что может ограничить рост онлайн-продаж (люди тратят больше бюджета на базовые нужды офлайн). Кроме того, макрориски затрудняют финансовое планирование: колебания валют и цен делают показатели волатильными, могут потребовать пересмотра инвестпрограмм. Например, при инфляции >50% планы по капитальным вложениям (в склады, ИТ) становятся дороже, а привлечение капитала – сложнее из-за высокой стоимости денег. Хотя новое правительство декларирует борьбу с инфляцией, риск гиперинфляции в Турции остается, что продолжит оказывать давление на бизнес Hepsiburada.
- **Регуляторные ограничения.** Новое законодательство об электронной торговле создает прямые финансовые издержки (лицензионный сбор) и **ограничивает свободу действий** в маркетинге и ассортименте. Выплата 25% «налога» с оборота сверх порога фактически эквивалентна введению НДС или оборотного налога на крупные площадки. Это может резко снизить прибыль Hepsiburada или вынудить поднимать комиссии для продавцов, рискуя их уходом. Запрет продавать собственные товары лишает Hepsiburada потенциальной выгоды от развития private label линеек с высокой маржинальностью. Ограничение рекламы затрудняет привлечение новой аудитории – возможно, рост числа клиентов замедлится без активного маркетинга. Существуют и другие регуляторные риски: усиление контроля над данными ограничивает использование пользовательской информации для таргетинга, антимонопольные органы могут запрещать эксклюзивные договоры с поставщиками и т.д. В целом, **вмешательство государства** добавляет неопределенности в стратегию компании.
- **Интеграционные риски после сделки с Kaspi.** Вхождение нового мажоритария – это перемены в структуре управления. Возможна **смена руководства** или ключевых менеджеров, что временно дезориентирует команду. Согласование стратегий между казахстанской и турецкой сторонами может занять время: есть риск, что фокус менеджмента сместится на внутренние интеграционные задачи в ущерб оперативной работе. Кроме того, Kaspi может попытаться внедрить в Турции практики, эффективные в Казахстане, но не учитывающие специфику рынка – если эти инициативы провалятся, будет потрачено время и ресурсы. **Культурные различия** тоже играют роль: Kaspi – более финтех-ориентированная компания с банковским бэкграундом, тогда как Hepsiburada – технологичный ритейлер; разное отношение к риску, стиль работы могут привести к конфликтам. И наконец, репутационные риски: часть клиентов или продавцов может настороженно воспринять, что турецкая компания перешла под контроль иностранного инвестора – хотя Казахстан воспринимается дружелюбно, все же это изменение имиджа. Если интеграция будет идти не гладко, Hepsiburada рискует **упустить время** на фоне активных действий конкурентов.
- **Технологические и операционные риски.** Как и у любой e-commerce платформы, для Hepsiburada существуют риски, связанные с технологической инфраструктурой: сбои сайта, утечки данных клиентов, кибератаки. Любой длительный простой системы грозит потерей доверия покупателей и прямыми убытками. Кроме того, масштабируя бизнес, компания зависит от бесперебойной работы логистики – сбой на складе или в службе доставки (например, из-за стихийного бедствия или эпидемии) может парализовать выполнение заказов. В последние годы Турция пережила сильные землетрясения, и инфраструктурные риски нельзя исключать. Компания работает над резервированием (несколько складов, дублирование ИТ-систем), но **операционные риски** всегда присутствуют.

Выводы

Hepsiburada сегодня – это динамично развивающаяся компания, успешно адаптирующаяся к непростым условиям рынка. За последние три года она продемонстрировала способность **нарастить масштабы бизнеса (GMV и выручка растут опережающими инфляцию темпами) и выйти на операционную прибыльность**, что говорит о правильности выбранной стратегии монетизации и оптимизации затрат.



Платформа обладает рядом **конкурентных преимуществ** – сильный бренд, широкая экосистема услуг, собственная логистика и финтех – которые сложно воспроизвести конкурентам. Сделка с Kaspi.kz открывает новые горизонты роста, обеспечивая стратегического партнера с экспертизой и возможностями синергии в финтехе и технологиях.

Тем не менее, нельзя игнорировать и **риски**. Турецкий макроэкономический контекст остается волатильным: высокая инфляция и регуляторные инновации могут сдерживать потребление и прибыльность в ближайшей перспективе. Конкуренция на рынке электронной коммерции накалена – глобальные и локальные игроки не уступят долю без боя, что требует от Hepsiburada постоянных инвестиций в сервис и маркетинг. Интеграция с Kaspi хоть и выглядит многообещающе, но потребует времени и осторожного управления, чтобы не нарушить текущий операционный темп.

Текущая рыночная капитализация Hepsiburada (D-Market Elektronik) составляет около **\$0,78 млрд**, что заметно ниже исторических уровней и отражает дисконт, связанный со страновыми и макроэкономическими рисками Турции. При этом в 2023–2024 годах компания продемонстрировала существенное улучшение операционных показателей и выход на положительную EBITDA, что указывает на повышение эффективности бизнес-модели. С учетом сохраняющегося потенциала роста рынка электронной коммерции и ожидаемых синергий с экосистемой Kaspi.kz, финансовые метрики компании могут постепенно улучшаться по мере стабилизации макроэкономической среды.

В краткосрочной перспективе динамика котировок Hepsiburada, вероятно, будет оставаться волатильной и чувствительной к изменениям макроэкономических показателей Турции, валютному курсу и новостям по отрасли. **В средне- и долгосрочном горизонте ключевыми факторами для оценки компании будут темпы роста онлайн-торговли, способность менеджмента поддерживать операционную эффективность, а также прогресс в реализации стратегических инициатив после вхождения Kaspi.kz в капитал.** Дополнительное внимание участников рынка будет сосредоточено на инфляции, динамике лиры и регуляторной среде, которые напрямую влияют на финансовые результаты бизнеса.



TENİZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

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.

Kaspi.kz

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