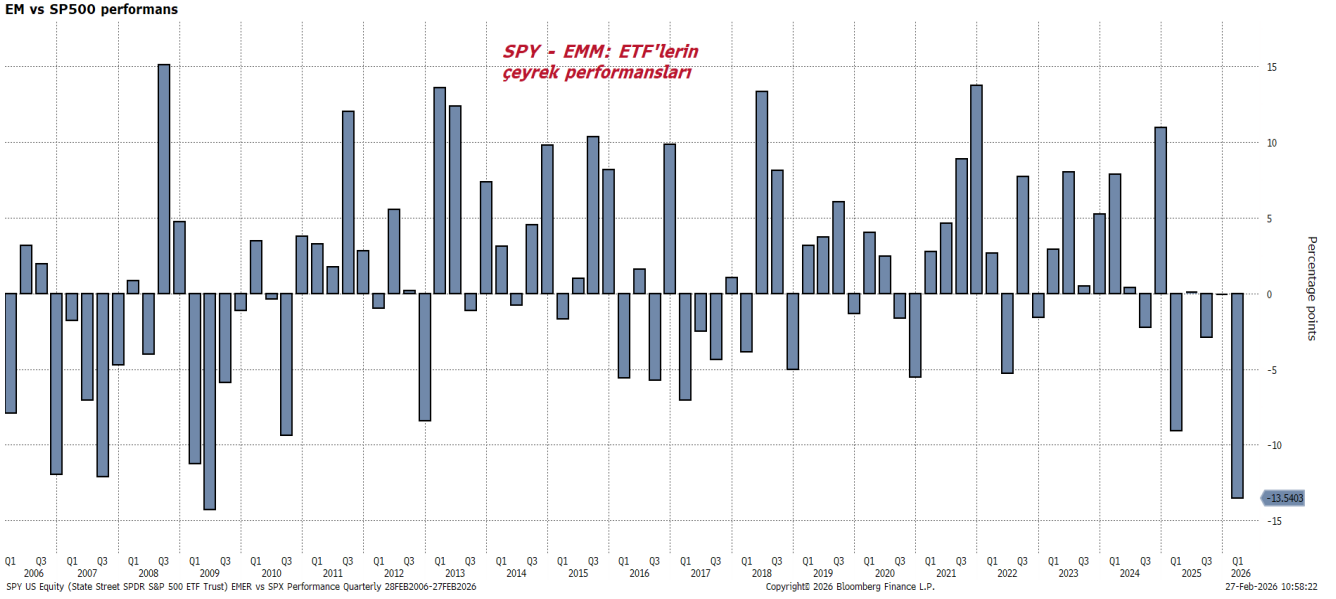


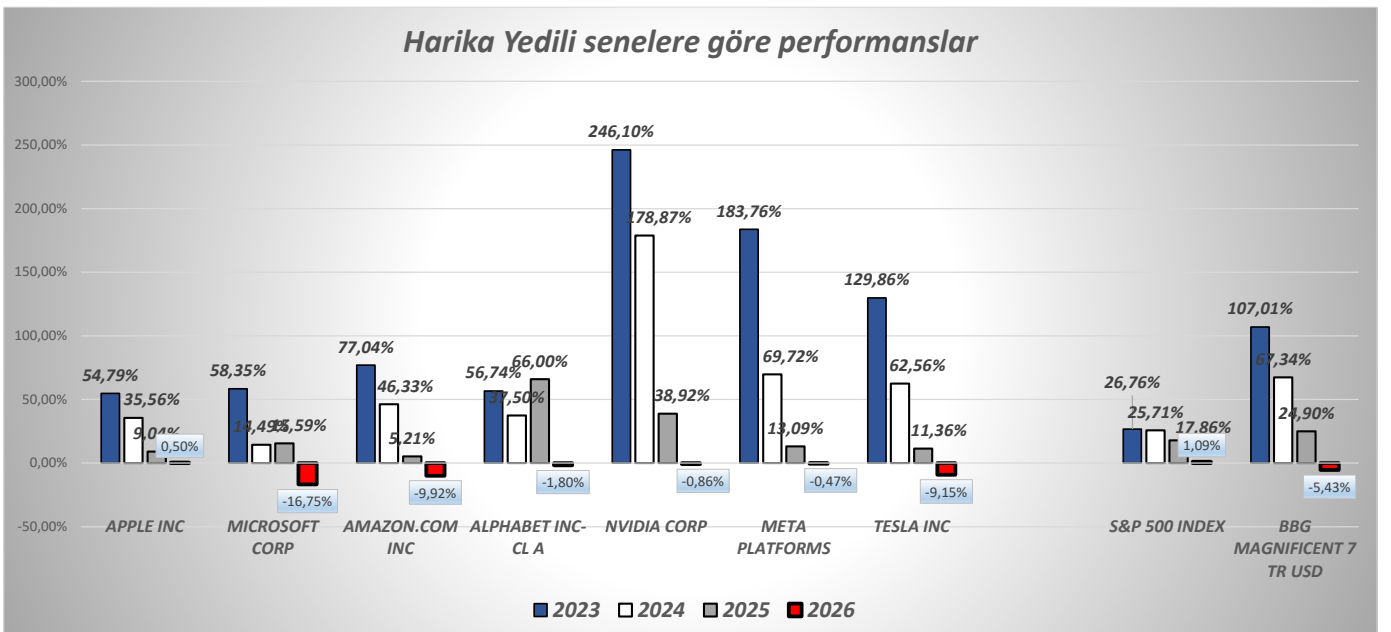
ABD dışında büyüme odaklı yatırımlar için Asya iyi bir seçenek...

ABD hisselerinde son üç senede yaşanan çok güçlü performans, FED'in para politikalarına yönelik belirsizlik, dolardaki değer kaybı, Trump'ın belirsizlikleri artıran politikaları ve ara seçimlere yaklaşıyor olmamız gibi dinamikler, bazı yatırımcıları pozisyonlarını diğer bölgelere çeşitlendirmeye ve özellikle de geride kalmış gelişmekte olan ülkelere kaydırmalarına neden oluyor. Son günlerde yüksek mahkeme kararı ile tekrar ön plana gelen tarifelere yönelik belirsizlik ve teknoloji hisselerine gelen satışlar da bu rotasyonu hızlandırabilir. Nitekim S&P 500 2026 senesine gelişmekte olan ülke endekslerine göre son 15 senenin en kötü başlangıcını yapmış durumda.



ABD hisselerinde bir miktar kar alarak rotasyon yapmak isteyen, ancak büyüme odaklı hisselerden ve yapay zeka gibi önemli trendlerin yaratabileceği seküler büyümeden vazgeçmek istemeyen yatırımcılar için, Asya bölgesi iyi bir alternatif. Aşağıda görüldüğü gibi son senelerde yatırımcıların gözdesi olan, faaliyet gösterdikleri alanları domine eden, düşük yatırım ihtiyacı ile çok yüksek sermaye getirileri sağlayan, korunmalı iş planları ve rekabet avantajları ile yüksek marjlarla güçlü büyüme ivmesi yakalayabilen Harika Yedili'de bu sene gördüğümüz çok zayıf performans(BBG Harika Yedili Endeksi: -%5,43) da yatırımcıları alternatif aramaya itiyor.

Burada yıkıcı dönüşüme yol açan yenilikçi bir teknolojinin gelecekte yaratacağı büyümenin önemli kısmının bugüne getirilerek fiyatlanması, pahalı seviyelere gelen değerlemeler, yapay zekanın ikame edici etkisinin ve dev CAPEX yatırımlarının istenilen sermaye getirisini sağlayamayacağına anlaşılmaması zayıf performansın ana nedenleri arasında. Bu fiyatlamalar kısmen Asya'da da yapılırken, biz ABD hisselerinden rotasyon yapmak isteyen büyüme odaklı yatırımcılar için Çin'de Alibaba'yı, Güneydoğu Asya'da Sea Ltd'yi cazip tercihler olarak görüyoruz.



Alibaba Group Holding Ltd ADR (BABA):

Alibaba, Çin'de yapay zeka temasını finansallarına yansıtabilecek ve operasyonlarında yapay zekayı etkinleştirici olarak kullanarak, rekabet avantajını perçinleyebilecek en önemli şirketlerden bir tanesi. Ancak aşağıdaki dinamiklerin etkisi ile hissedeki yükselişlerin sınırlı kaldığını gördük:

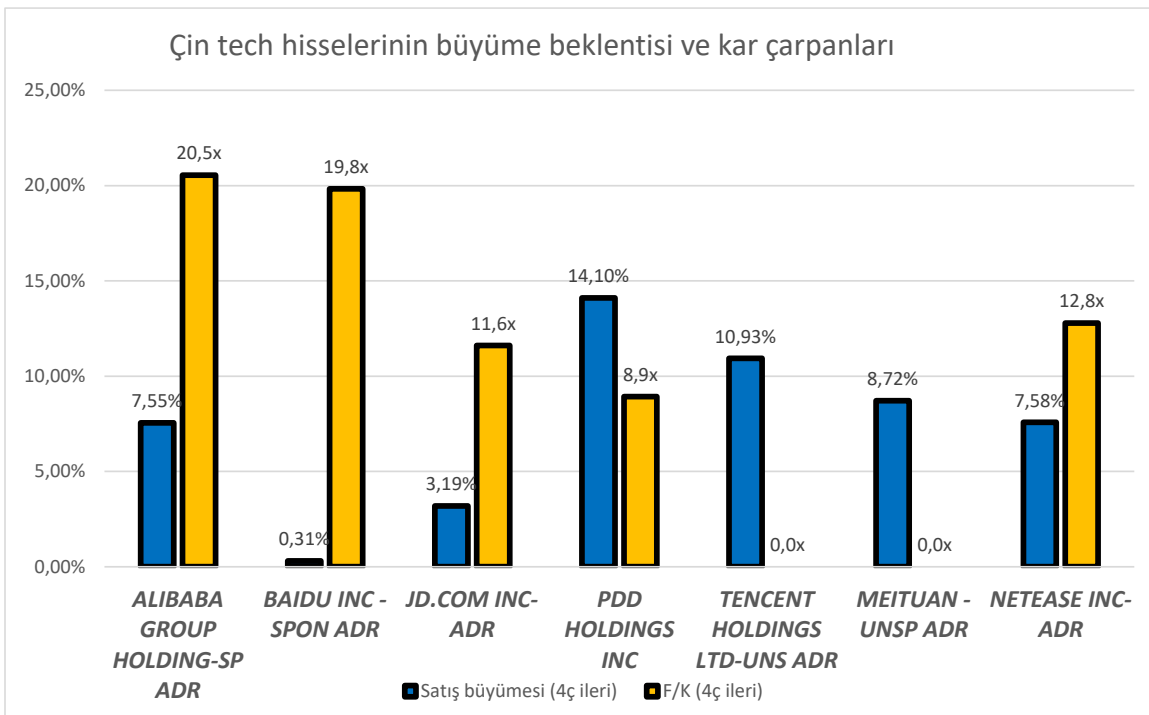
- ✖ Domestik piyasada Pinduoduo, JD.com gibi platformlardan gelen rekabetin şiddetlenmesi
- ✖ Büyüme sıkıntıları ile gelir büyümesinin düşük tek hanelere gerilemesi
- ✖ Yapay zeka odaklı dev CAPEX yatırımlarına son dönemde yatırımcıların daha sorgulayıcı yaklaşması
- ✖ Çin ekonomisindeki ivme kaybına rağmen, hükümetin ekonomide dengesizlikler ve balonlar yaratabilecek büyük mali ve parasal genişleme programlarına isteksiz yaklaşması
- ✖ Şirketin en büyük gelir kaynağı olan e-ticaret tarafında büyümenin bir doygunluğa gelerek yavaşlaması
- ✖ Hızlı Ticaret(q-commerce) ve yapay zeka yatırımlarının karlılığı baskılaması
- ✖ Teknoloji şirketlerine yönelik hükümetin kontrolcü adımlarının yabancı yatırımcıları mesafeli tutması

Ancak 2026 senesi ile beraber ise aşağıdaki daha olumlu dinamiklerin ön plana geldiğini görebiliriz:

- ✓ Bulut bilişim gelirlerindeki hızlı büyümenin devamı(+%30) ve net kara katkısının artması
- ✓ Entegre bir yapay zeka ekosistemi yaratma yönündeki dev yatırımların dönüşünün alındığı bir döneme giriyor olmamız ve şirketin açık kaynak Qwen dil modellerinin giderek rekabetçi
- ✓ Net karı baskılayan q-commerce yatırımlarının etkisinin hafiflemesi, birim karlılığa fokusun artması
- ✓ ABD varlıklarından gelişmekte olan ülkelere ve Çin'e doğru yaşanan rotasyondan etkilenecek ilk sıradaki hisseler arasında olması

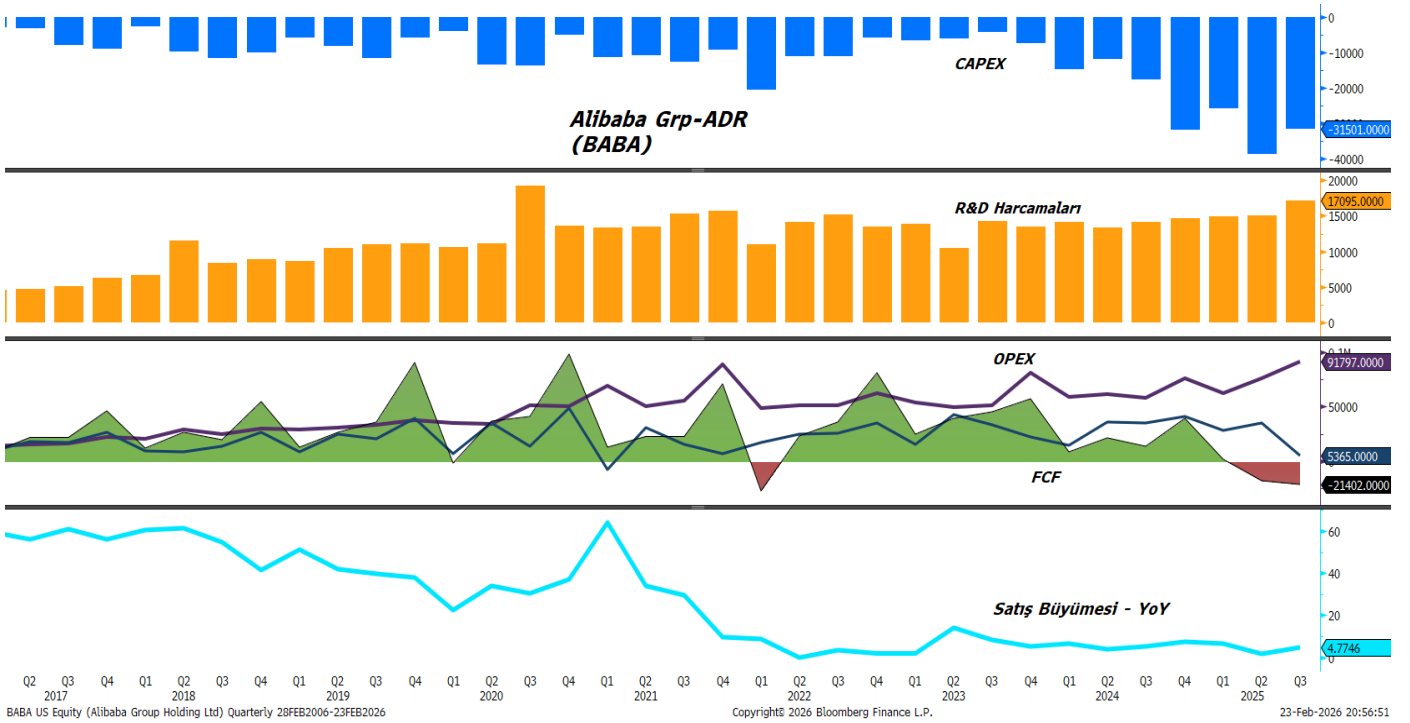
Rekabetin kızışması pazar payı savaşlarına neden oluyor... Alibaba Çin'deki dominant internet platformu olarak JD.com, PDD, Meituan, Tencent gibi şirketlerle farklı alanlarda rekabet ederken, bu alanlarda liderliğini devam ettirmek ve büyüyen pastadan daha fazla pay almak için yatırım harcamalarını yüksek seviyelerde tutmak zorunda. Aynı zamanda Çin hükümetinin 15. beş yıllık planındaki AI ve robotik odaklı akıllı ekonomi vizyonu doğrultusunda şirket önümüzdeki üç sene yapay zekaya RMB380 milyar yatırım planlıyor.

Şirket yaptığı yenilikçi yatırımlarla farklı platformlarda **müşteri bağlılığını ve aktivitesini artırarak, sinerji yaratmak ve sonrasında ölçek ekonomisinin de yardımıyla karlılığını yukarıya çekmek** istiyor. İlk etapta müşterileri kazanıp platformda tutma maliyeti rekabetin kızıştığı bir ortamda oldukça yüksek olsa da, **Alibaba'nın son dönemde odağı karlılıktan çok büyüme ve her alanda pazar payını artırmaya yönelikti. Biz bu stratejiyi doğru bulsak da, marjlarının baskılanması ve düşen karlar yatırımcıları hisseye mesafeli tuttu.**



İstenilen iyileşme henüz rakamlara yansımada... Yatırımların geri dönüşünün izlerini hissedarlar her bilanço döneminde ararken, son çeyrek bilançoda da karışık bir görüntü vardı. Olumsuz tarafta şirketin gelirleri sadece %5 büyürken, yatırımların hızlanması ile CAPEX %80, operasyonel giderler %54 arttı, serbest nakit akımı eksiye geçerken, faaliyet ve net kar marjları on puan üzerinde düştü, net kar %70 üzerinde geriledi ve beklenti altında kaldı. Buna karşılık e-ticaret operasyonlarının %10, bulut bilişim tarafının %34 büyümesi, yapay zeka ile alakalı ürünlerdeki ciro artışının son dokuz çeyrekte üç haneli büyümesi, q-commerce tarafında zararın azalması ve bu tarafta kazanılan müşterilerin diğer platformlarda büyüme yaratması, Sun Art ve Intime satışlarının etkisi çıkartıldığında düzeltilmiş satış büyümesinin %15'lerde olması olumlu dinamiklerdi.

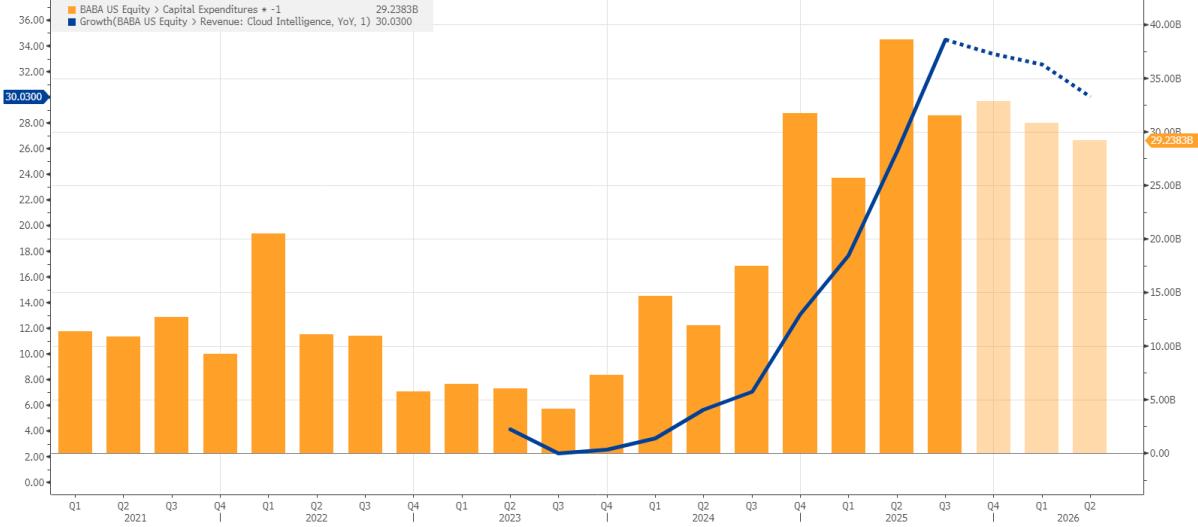
Dev sermaye yatırımlarının geri dönüşünün görülmesi gereken bir döneme giriyoruz... Alibaba'nın yapay zeka altyapısı ve dil modelleri, robotik, hızlı ticaret için lojistik altyapısı gibi alanlara yaptığı yatırımlarla **CAPEX'i son iki senede üç katına çıkarken, serbest nakit akışı ve kar marjlarının baskılandı ancak bu yatırımların büyümeye sınırlı yansıdığını görüyoruz.** Son dönemde yatırımcıların Harika Yedili içerisinde de dev teknoloji şirketlerinin yapay zeka yatırımlarını giderek daha fazla sorguladıkları ve yatırımların geri dönüşlerine yönelik emareler istedikleri bir döneme giriyoruz ve Alibaba'nın da bu dev yatırımların getirisini rakamlarına yansıtılabilemeye başlaması gerekiyor.



Alibaba'da önümüzdeki dönemde büyümenin hızlanacağını düşünüyoruz... Ancak Alibaba'nın Çin'deki dijital ekonominin genişlemesinden en çok fayda gören şirketlerden bir tanesi olacağını düşündüğümüz için dev yatırımlarını kara çevirme konusunda şirkete kredi veriyoruz ve bir miktar daha sabırlı olunabileceğini düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde **bulut bilişim gelirlerinin net kara artan katkısı, e-ticarette yapay zekanın gelir büyümesine ve kar marjlarına etkisi, hızlı ticaretteki büyüme ile şirketin önümüzdeki üç sene ortalama çift hane satış büyümesi ve %20 üzerinde kar büyümesi yaratacağını** ve Çin'e yönelik rotasyondan en çok fayda görecektir hisselerden bir tanesi olacağını öngörüyoruz.

Çin'de kullanılan açık kaynak dil modelleri giderek daha rekabetçi hale geliyor... Geçtiğimiz günlerde Qwen 3.5 dil modelini kullanıma sunan, gerek performans gerekse de maliyet anlamında giderek ABD'deki OpenAI, Anthropic, Alphabet gibi dev teknoloji şirketleri ile rekabetçi hale geliyor, hatta bir çok görevde GPT5.2, Claude4.5 Opus gibi dil modellerini geride bıraktığını iddia ediyor ve **Qwen'in global indirilme sayısı 1 milyarı geçti.** Burada her ne kadar ülkeye yönelik Nvidia çipleri gibi donanım ithalatı konusundaki sınırlamalar Alibaba'yı da kapasitesini büyütme konusunda sınırlasa da, Çin'deki bir çok şirket gibi Alibaba'nın da **modellerinin açık kaynak olması da, uzun vadede kolektif çabanın bir araya gelmesi ve gelişimiyle şirkete önemli bir avantaj** sunuyor.

Bulut bilişim şirketin büyüme dinamosu olmaya devam edecek... Alibaba kullanıcılara sadece chatbotlar sunmak yerine, yapay zeka ajanları ile hizmetlerini genişletirken, modellerini cloud servisi ile diğer şirket ve kullanıcılara sunarak buradan elde ettiği gelirleri büyütüyor. Yapay zeka yatırımlarından en çok fayda gören alanlar arasında olan bulut bilişimde aşağıda gösterildiği gibi ciro artışı ile şirketin sermaye harcamalarındaki artış arasında ciddi bir ilişki var. Alibaba'nın son dönemdeki büyüme dinamosu olan bulut bilişimde son çeyrekte %35'e yaklaşan bir büyüme ivmesi yakalandı ve bu alanın şirketin toplam cirosunda aldığı pay da %16 seviyesine çıktı. Alibaba'nın **%35,8 pay ile Çin'de Cloud AI alanında açık ara en büyük paya sahip şirket** olduğuna da değinelim.



Alibaba'nın yarattığı entegre yapay zeka ekosisteminin büyümeye katkısı yeterince hissedilemiyor... Her ne kadar gelirlerdeki payı küçük olsa da, **geçtiğimiz çeyrekte şirketin FVÖK rakamının yaklaşık %40'ı bulut bilişimden geldi.** Dolayısıyla **bu alanın çok hızlı büyümesi, net kara büyük katkısı ve yapay zeka yatırımlarını en net olarak gösterebildiği iş kolu** olması dolayısıyla bulut bilişim alanı Alibaba'nın önümüzdeki senelerde en önemli hikayesi olmaya devam edecek ve **2026 senesinde burada %30 üzerinde bir büyüme** göreceğimizi düşünüyoruz. Alibaba bu alanda giderek ayak izini ve pazar payını artırırken, rekabet avantajını güçlendirmek için **yapay zeka çiplerinden, büyük dil modellerine ve altyapı çözümlerine kadar kendi entegre yapay zeka ekosistemini yarattığını ve bir "full-stack" geliştirici** olarak şirketlerin bilişim ihtiyaçlarına çözüm bulan bir hizmet sağlayıcısı haline geldiğini görüyoruz. Aynı zamanda son olarak Cloud Model Studio altında Qwen haricinde üç farklı dil modeli arasında geçiş yapma olanağına da tek bir üyelikle imkan vererek kullanıcılara esneklik sağlıyor.

Her ne kadar tüketici tarafında yapay zeka uygulamaları henüz sürdürülebilir bir karlılık patikası gösterememiş olsa ve tüketiciler uygulamalar arasında kolaylıkla geçiş yapabilseler de, şirketler için yapay zeka ajanları ve ihtiyaçlara göre tasarlanacak uygulamalar giderek önemli hale geliyor ve operasyonlarda tasarruf ve verimlilik artışı sağlıyor. Bu tarafta şirketlerle hem daha uzun süreli anlaşmalar yapılırken, hem de başka platformlara geçme maliyetinin yüksekliğinden dolayı müşteri kalıcılığı daha yüksek oluyor. Dolayısıyla biz bu alanı çok önemli bir büyüme alanı olarak görüyoruz ve Alibaba'nın gelişen yapay zeka kası ve cloud platformunda yaratacağı büyümenin henüz hissedilemediğini düşünüyoruz.

Alibaba gelir kırılımı (milyon)	30 Eylül itibariyle (3 aylık)					
	2024		2025			Δ YoY
	RMB	Toplamın %	RMB	USD	Toplamın %	
Alibaba Çin E-ticaret	114.773,00	48,53%	132.578,00	18.623,00	53,50%	15,51%
E-ticaret	94.466,00		102.933,00	14.459,00		8,96%
Hızlı Ticaret	14.321,00		22.906,00	3.217,00		59,95%
Alibaba Çin Toptan Ticaret	5.986,00	2,53%	6.739,00	947,00	2,72%	12,58%
Alibaba Uluslararası Dijital Ticaret	31.672,00	13,39%	34.799,00	4.888,00	14,04%	9,87%
Cloud	29.610,00	12,52%	39.824,00	5.594,00	16,07%	34,50%
Diğer	84.483,00	35,72%	62.969,00	8.846,00	25,41%	-25,47%
Konsolide ciro	236.503,00		247.795,00	34.808,00		4,77%
Aloke edilmeyen	469,00		577,00	81,00		
Segment içi eliminasyon	-24.504,00		-22.952,00	-3.224,00		

Hızlı ticaret düşük marjlara ve rekabete rağmen stratejik bir öncelik... E-ticaretin tamamlayıcısı bir alan olan ve özellikle büyük şehirlerde mikro dağıtım merkezleri ve yerel lojistik ağlarının kurulması ile yemek ve market alışverişleri gibi alanlarda kullanıcılara hızlı teslimat hizmeti verilen q-commerce alanı pandemi ile beraber hızla büyümüştü. Alibaba'nın bu alana yaptığı yatırımlar net karı baskılarken, hızlı büyümeye rağmen getirisi sınırlı kalmıştı. Bu alana Alibaba'nın bakış açısının daha stratejik olduğu ve sadece ayrı bir kar merkezi olarak değil, diğer e-ticaret platformlarına sinerji anlamında da tamamlayıcı olarak gördüğünü belirtelim. Nitekim **hızlı ticaret, Taobao uygulamasında günlük kullanıcı sayısını %20 artırırken, son aylarda Freshippo ve Tmall Supermarket gibi platformlarda satışların %30 artmasına katkıda** bulundu. Dolayısıyla her ne kadar düşük marjlı ve çok rekabetçi bir alan olsa da diğer platformlara katkısı düşünüldüğünde stratejik büyüme alanı.

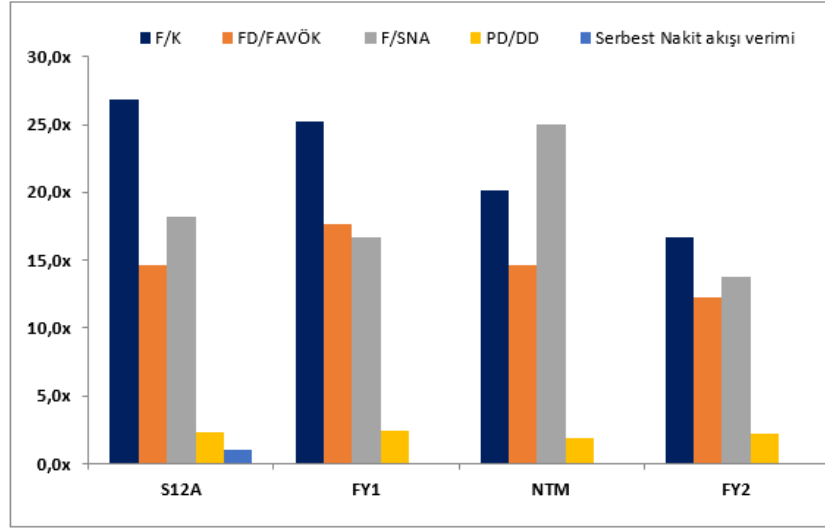
Hızlı ticarette birim karlılıkta olumluya gidiş var ama başabaş noktası hala uzak... Burada giderek ölçek ekonomisinin daha fazla faydasının görülmesi, müşterilerin daha yüksek marjlı ürün siparişleri vermeye başlamaları, müşteri kazanım maliyetlerinin giderek düşmesi ve platforma olan bağlılığın artması ekonomik anlamda iyiye gidişi hızlandırarak, başabaş noktasını erkene çekebilir. Ancak diğer taraftan **Pinduoduo'nun düşük sermaye yoğunluklu direk üretici ile tüketiciyi buluşturan modeli ve fiyatları aşağıya çekme baskısı**, JD.com'un güçlü lojistik altyapısı ile yarattığı rekabet, Alibaba'nın büyük yatırımlara, geniş ayak izine ve farklı platformlarda yapay zekanın etkisi ile yaratacağı sinerjiye rağmen rekabet üstünlüğü sağlamasına engel olabilir. Her ne kadar şirket son dönemde bu alana olan **yatırımların geçtiğimiz çeyrekte bir tepe noktasına ulaştığı ve önümüzdeki dönemde bunun birim ekonomisindeki ciddi iyileşmenin karlılığa yansıtacağına** değinse de, bu açıklamalar yatırımcıların yüksek CAPEX'e yönelik tepkisini hafifletmek için olabilir ve 2026'da da bu alanda zarar kaydedilmeye devam edilebilir.

e-ticaretten yapay zeka destekli AI-ticarete... Alibaba bir tarafta lojistik altyapısına ve verimliliği artıran robotik (RynnBrain) yatırımlarına devam ederken, diğer taraftan yapay zekaya yaptığı yatırımları Qwen bazlı modelleri ile bütün platformlarına yayma ve yapay zeka asistanları ile Taobao-Tmall, Alipay, Amap ve Fliggy gibi farklı platformları arasında sinerjiyi ve entegrasyonu artırarak müşteri deneyimini, verimliliği ve gelirleri yukarı çekme çabasında. Yavaş yavaş yapay zeka ajanlarının müşterilerin alışveriş deneyimlerinde giderek daha fazla pay aldığı bir döneme girilirken, bu uygulamaların müşterilerin istedikleri ürünü bulma, kıyaslama ve en makul fiyata satın alma işlemini otonom şekilde gerçekleştirebildiğini görüyoruz. 2026 senesinde Çin ekonomisinde heyecan verici bir büyüme beklenmiyor(%4,5-5 büyüme) ve tüketicilerin harcama konusunda daha dikkatli davrandıkları bir ortamda makro anlamda büyümeye desteğin sınırlı olması dolayısıyla e-ticaret tarafında Alibaba yapay zeka desteği ile büyüme ve marj genişlemesi yaratmak ve ülke dışındaki operasyonlarını genişletmek(AIDC son çeyrekte %10 büyüdü) durumunda.

Alibaba FVÖK kırılımı (milyon)	30 Eylül itibariyle (3 aylık)					Δ YoY
	2024		2025			
	RMB	Toplamin %	RMB	USD	Toplamin %	
Alibaba Çin E-ticaret	44.327,00	125,76%	10.497,00	1.474,00	195,66%	-76,32%
Alibaba Uluslararası Dijital Ticaret	-2.905,00	-8,24%	162,00	23,00	3,02%	-
Cloud	2.661,00	7,55%	3.604,00	506,00	67,18%	35,44%
Diğer	-1.883,00	-5,34%	-3.370,00	-473,00	-62,81%	78,97%
Toplam	40.561,00		9.073,00	1.274,00		-77,63%
Hisse bazlı maaş ödemeleri	-3.666,00		-2.882,00	-404,00		
Maddi olmayan varlık amortizasyonu	-1.649,00		-826,00	-116,00		
Operasyonel Kar	35.246,00		5.365,00	754,00		-84,78%

Alibaba'nın değerlemelerine baktığımızda, özellikle son 12 aylık karın baskılandığı dönemdeki rakamları incelediğimizde **şirketin tarihsel olarak oldukça pahalı seviyelerde olduğunu** görüyoruz. Ancak burada unutulmaması gereken önemli konu, şirketin **büyük bir yatırım döneminden çıkıyor olması ve dolayısıyla net kar ve serbest nakit akımının ciddi şekilde baskılanmış** olması. Önümüzdeki seneye baktığımızda net kar büyümesindeki ivmelenme ile 2026s ileri F/K rakamı 20x gibi daha makul seviyelere gerilemesi beklenirken, yatırımların devam etmesi ile serbest nakit akımı bazlı metrikler yine yüksek seviyelerde kalacak. Biz şirketin bulut bilişim gelirlerindeki ivmelenme ile 31 Mart 2027'de biten mali senesinde hisse başına düzeltilmiş karını %70 büyütürük \$10'a ulaştıracağına ve hissenin bu süreçte \$200 seviyesine doğru tırmanabileceğini düşünüyoruz. Burada biz şirketin ileri F/K çarpanını 5 sene ortalamasının %25 üzerinde tutabileceğini düşünüyoruz, bunun arkasında yapay zeka yatırımları ile yaratılan rekabet avantajının Cloud ve e-ticaret platformlarına yansımaları ve GOÜ ve Çin varlıklarına olan ilginin yüksek kalması ile kar çarpanlarının da yüksek kalacağı beklentimiz var.

Çarpanlar	S12A	FY1	NTM	FY2	5 sene ort.
F/K	26,9x	25,3x	20,1x	16,7x	18,3x
FD/FAVÖK	14,6x	17,7x	14,7x	12,2x	11,2x
F/SNA	18,2x	16,7x	25,0x	13,7x	11,8x
PD/DD	2,3x	2,5x	1,9x	2,2x	2,1x
F/Satış	2,4x	2,3x	2,2x	2,1x	2,4x



Kaynak: Bloomberg

Kısa vade bakış açısına sahip ve trade odaklı yatırımcılar için hissede \$140-\$145 destek bandının haftalık bazda korunması önemli olacaktır ve bu seviyeler dikkatle izlenebilir. Ancak daha uzun vade bir bakışta yukarıdaki olumlu dinamiklerin önümüzdeki iki sene içerisinde fiyatlanması ile \$200 ve sonrasında \$250 daha uzun vadeli teknik hedefler olarak alınabilir.



Sea Ltd-ADR (SE)

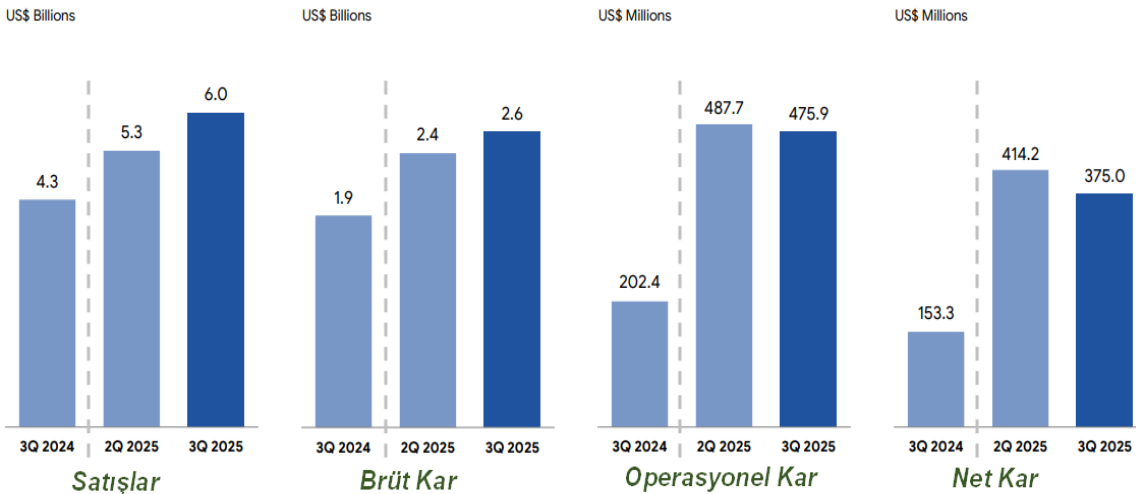
Sea Ltd gelirlerini e-ticaret (Shopee), dijital ödeme sistemleri (Monee) ve dijital eğlence/mobil oyunlar(Garena) olmak üzere üç ayrı faaliyet kolundan sağlayan, Güneydoğu Asya ülkelerine odaklanmış, 2017 senesinde halka açılmış, oldukça hızlı büyüyen bir şirket. **Güneydoğu Asya nüfusunun yaklaşık %50'sinin 30 yaş altında olması, hane halkı gelirlerinin hızla büyümesi, internet penetrasyonunun ivmelenmesi**, dünyada internette en çok zaman geçirilen beş ülkeden üçünün bu bölgede yer alması bölgeyi internet odaklı şirketler için çok cazip bir market haline getiriyor.

Shopee, Güneydoğu Asya ve Tayland'daki en büyük e-ticaret platformu... Shopee Tayland, Endonezya, Vietnam, Malezya gibi ülkelerin yanı sıra, Güney Amerika'da Brezilya'da da en büyük iki e-ticaret platformundan bir tanesi konumuna gelirken, sağlıklı bir hızla büyüme devam ediyor(son çeyrekte %37 büyüme, 2025 %25 GMV büyüme beklentisi). Bu alan son çeyrekte şirketin gelirlerinin %72'sini oluştururken düşük kar marjı dolayısıyla operasyonel karının sadece %23'ünü oluşturdu. Ancak şirket son dönemde lojistik altyapısına ve katma değerli hizmetlere yaptığı yatırımlarla burada kar marjını açma eğiliminde ve önümüzdeki dönemde Amazon'da olduğu gibi otomasyonun etkisi, **lojistik tarafında yaratılan rekabet avantajı ve reklam gelirlerindeki büyümenin(3ç: +%70) etkisi ile giderek e-ticaret operasyonlarını daha karlı hale getirebilir.**

Monee ödeme platformunun e-ticarete entegrasyonu büyüme ivmesi kazandırıyor... Şirketin finansal teknoloji kolunun giderek büyümesi ve platforma entegrasyonu ve şimdi al sonra öde (BNPL) gibi hizmetlerin eklenmesi, yüksek marjlı dijital finansal ürünlerden elde edilen gelirleri artırıyor ve e-ticaret tarafındaki düşük kar marjını kısmen kompanse ediyor. Şirket dijital bankacılık hizmetlerini giderek yaygınlaştırırken, e-ticaret platformunun müşteri tabanının genişlemesi finansal tarafta da çapraz satış imkanları ve yeni servisler sağlanmasına olanak sağlıyor. Bu alan **şirketin gelirlerinin beşte birinden azına tekabül etse de, faaliyet karının yaklaşık yarısını oluşturuyor ve son çeyrekte %61 satış büyümesi kaydedildi.**

Oyunlar kısmı gelirlerin çeşitlendirilmesi, büyüme ve yüksek marjlarla katkı sağlıyor... Oyun geliştirme ve dağıtım tarafı e-ticareten ayrışan ve **ekosistem içerisinde daha az sinerjinin olduğu** bir kısım. Ancak gelirlerin çeşitlendirilmesi, yüksek kar marjları ve sağlıklı büyüme anlamında operasyonlara önemli katkısı var. Free Fire oyunu ile çok büyük kitlelere ulaşılırken (671 milyon aktif kullanıcının %10'undan gelir elde edildi), Tencent gibi devlerle yaptığı anlaşmalarla önemli bir dağıtım platformu haline gelmesi ve oyunların içerisinde satılan bir çok sanal üründen elde edilen gelirlerin net kara çok yüksek bir marjla yansması finansallara olumlu katkı yapıyor. Son çeyrekte %31 ile en yavaşan büyüyen alan olsa da, operasyonel karın yaklaşık yarısı dijital eğlence/oyunlardan geldi. Burada tek ürüne olan bağımlılık ve gelirlerdeki volatilité bizi bu alana daha düşük çarpanlar atfetmeye itiyor.

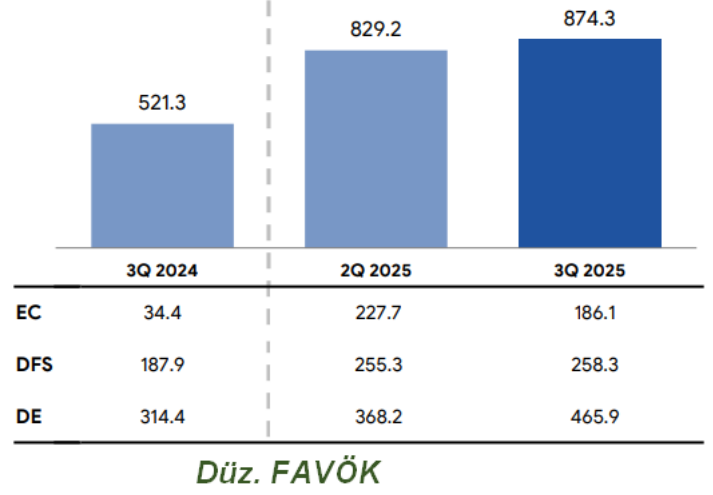
Finansallardaki olumlu trende rağmen hisse Eylül'den bu yana %50'ye yakın geriledi... Biz şirketin finansallarındaki gelişmelere ve son çeyrek rakamlarına baktığımızda bu pesimizmi yersiz buluyoruz. Burada oyun şirketlerinin yapay zekadaki gelişmelerden olumsuz etkilenmesi olasılığı hisse üzerinde baskı yaratıyor olabilir ancak son çeyrekte satışlarını %38, operasyonel karını %135 artıran şirket, bu sene ciddi miktarda serbest nakit akışı yaratacak (SNA verimi:%5) ve bu trendin önümüzdeki senede devam edebileceğini düşünüyoruz.



Shopee'nin büyümesi reklam ve fintech gelirlerini artırırken otomasyonla marjlar açılıyor... Biz Shopee platformuna yapılan yatırımlarla yaratılan büyüme ve müşteri kazanımının ölçek etkisi ve ekosistem içerisinde diğer iş kollarına ek gelir yaratma potansiyelini, Amazon'un (Ocak ayındaki [Amazon raporunu burada bulabilirsiniz](#)) e-ticaret operasyonundaki olumlu gidişata benzer şekilde heyecan verici buluyoruz ve dijital reklamların ve otomasyonun etkisiyle karlılığın giderek toparlanmasının yeterince hissede fiyatlanmadığını düşünüyoruz.

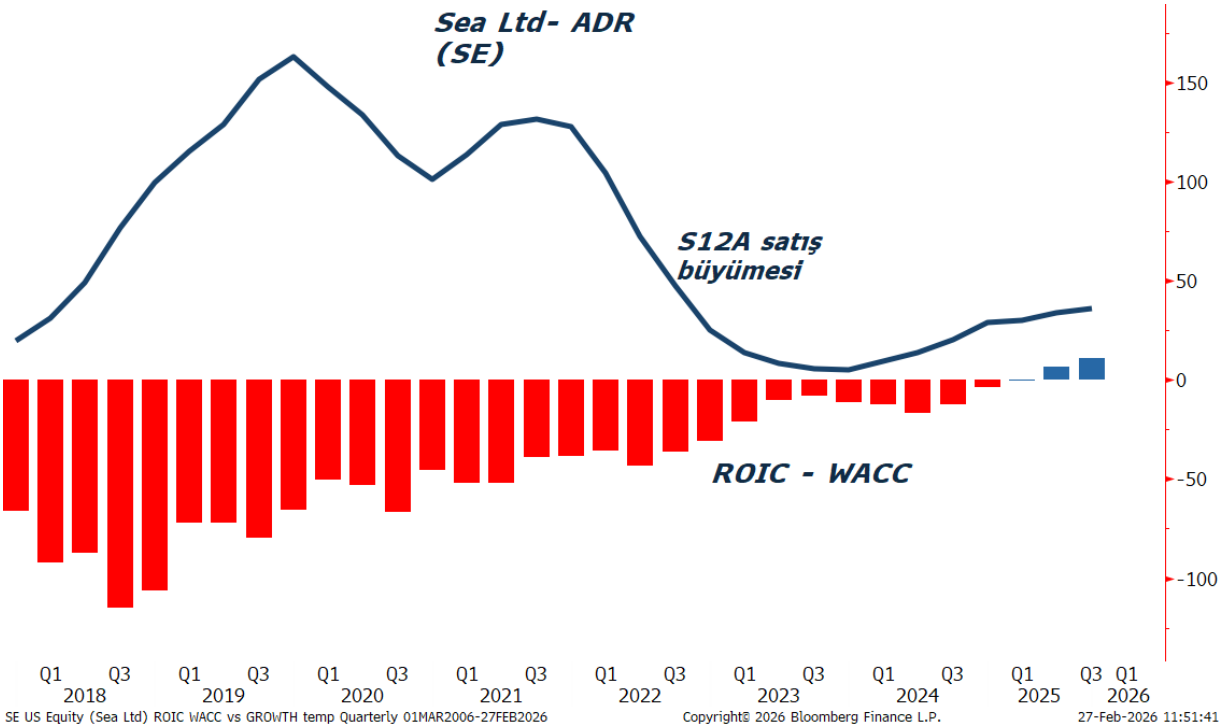
Bu alan şirketin en büyük ayak izinin olduğu ve karlılığa önümüzdeki dönemde daha çok katkı vermesi gerektiğini düşündüğümüz bir alan. Nitekim yapay zekanın da yardımı ile reklam gelirlerindeki büyüme, son çeyrekte şirketin bu alandan elde ettiği FAVÖK rakamını senelik yaklaşık 6 kat büyütürken \$186 milyona ulaşmasına neden oldu. Biz bu gelişmeyi oldukça olumlu ve önümüzdeki çeyrekler için umut verici olarak görüyoruz. Şirket, son çeyrekte dijital reklamları kullanan satıcı sayısının %25 arttığını ve satıcıların reklam harcamalarının da senelik %40 büyüdüğüne değindi. E-ticaret tarafında Brezilya operasyonlarında teslimat süresinin 2 gün erkene çekilmesi ve platformdaki brüt mal hacminin iki katına çıkması da önemli bir büyüme pazarında şirketin ayak izini genişlettiğini gösteriyor.

US\$ Millions



Dijital finans tarafındaki kredi büyümesi bize göre riskleri artırıyor... Dijital finans tarafında şirketin hızlı büyümesi ve kredi hacmini senelik %70'e yakın genişletmesi net kara olumlu yansırken, biz burada risklerin bir miktar arttığını ve olası bir ekonomik durgunlukta özellikle Brezilya gibi hızlı büyüyen gelişmekte olan piyasalarda büyük zararların yazılma riskini de getirdiğini göz önüne alıyoruz. Şirket son çeyrekte beş milyon yeni kredi müşterisi alırken, 90+ NPL'lerin yatay seyretmesi(%1,1) bu endişeleri bir miktar hafifletiyor.

Büyüme ön planda olsa da karlılık da toparlanıyor... Şirket son senelerde ayak izini genişletmek ve özellikle e-ticaret platformunu geniş kitlelere ulaştırmak ve müşteri yapışkanlığını sağlamak için büyümeyi karlılığa göre ön plana almış ve yatırımlara ağırlık vermiş olsa da, son dönemde yatırılan sermaye getirisinin ortalama sermaye maliyetinin üzerine çıkması ile beraber, büyümenin karlılıkla birleşerek yatırımcılara daha fazla katma değer sağladığını görüyoruz. Burada beklentimiz önümüzdeki çeyreklerde de büyümenin ve karlılığın sürdürülebilir olması.



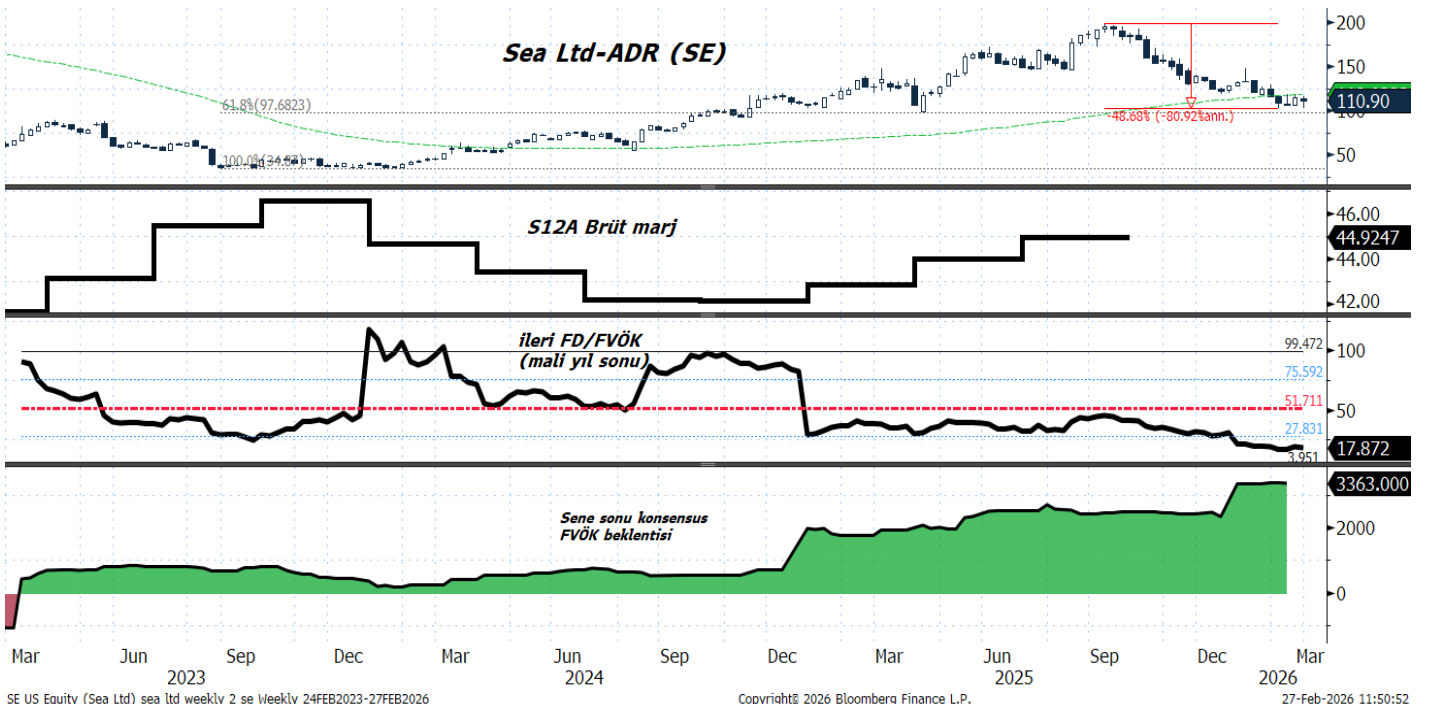
Negatif nakit döngüsü ve önden tahsil edilen gelirler yardımıyla nakit yaratma kapasitesi güçlü... Sea Ltd'nin nakit yaratma kapasitesi, gerek e-ticaret operasyonlarındaki negatif nakit döngüsü, gerekse de oyun platformlarında müşterilerin peşin olarak satın aldıkları ancak zaman içerisinde kullanmadıkları hizmetlerin etkisi ile oldukça güçlü. Şirketin operasyonel **nakit akımı son on iki ayda \$4,5 milyara ulaşırken, net nakit pozisyonu da \$5,6 milyar ile neredeyse piyasa değerinin %10'una denk geliyor.**

E-ticaret tarafında fonlama ihtiyacı kısmen müşterilerden tahsil edilen nakit ile tedarikçilere olan ödeme arasındaki vade farkından karşılanabiliyor ve önümüzdeki dönemde de bu alanda nakit yaratma kabiliyeti şirketin yatırımlarının fonlama yükünü hafifletecektir. Ancak oyunlar kısmı nakit akımına önümüzdeki dönemde bu sene olduğu gibi yardım edemeyebilir. 2025 senesi oyunlar açısından oldukça güçlü geçti, son çeyrekte %51 büyüme ile bu bölüm son 5 senenin en iyi çeyreğini geçirdi. Özellikle Naruto ve Squid Games işbirlikleri bu performansa yardımcı olurken, aynı momentum 2026 senesinde devam etmeyebilir. Dolayısıyla önümüzdeki çeyreklerde bu tarafta yaratılacak büyüme ve nakit akışı dikkat edeceğimiz önemli bir nokta olacak.

Sınırlı sermaye harcaması ve yapay zeka işbirlikleri ile varlık hafif iş modeli... Yukarıda Alibaba'nın dev yapay zeka yatırımlarından ve şirketin entegre bir yapay zeka ekosistemi yaratma çabasından bahsetmiştik. Sea Ltd ise yapay zekayı platformlarına yansıtırken, **OpenAI, Google gibi büyük dil modelleri ve yapay zeka uygulamaları geliştiren şirketlerle işbirlikleri** kuruyor ve büyük CAPEX harcamalarından kaçınarak daha "varlık hafif" bir iş planını benimsiyor. **Alibaba'nın son 12 ay CAPEX/Satış oranı %12,6 iken, Sea Ltd için bu oran %2 civarında gerçekleşecek.** Oyunlar tarafı da zaten düşük sermaye ihtiyacı ile yüksek nakit üretirken ve ciddi bir operasyonel kaldırıcı olan bir alan.

Sonuç olarak şirketin e-ticaret platformunun genişlemesinin dijital finans tarafında karlılığı artırması, reklam gelirlerinin net kara katkısı ve son çeyreklerde oyunlar tarafında yaratılan kar büyümesi bize önümüzdeki üç sene Güneydoğu Asya ekonomilerinde önemli bir kriz görmezsek, şirketin **satışlarını %20, net karını %30 YBBO ile büyütebileceğini düşündürüyor.** Bu süreçte şirket yaratacağı serbest nakit akışını da iki katına çıkarabilir.

Biz 2026 senesinde şirketin gelirlerini %25, faaliyet karını ve net karını %40 büyütebileceğini, operasyonel kar marjını %13, net kar marjını %11'e çekebileceğini düşünüyoruz. Böylelikle konsensustan daha yüksek olacak şekilde faaliyet karını \$3,6 milyara çıkarabileceğini düşünüyoruz. Gelişmekte olan ülkelerde hızlı büyüyen şirketlere girişlerin artacağı ve şirketin karlılığının daha sürdürülebilir bir hale geleceğinin etkisi ile kar çarpanlarında tekrar bir toparlanma olacağını varsayarak, 2026 sonu için şirkete 25x ileri FD/FVÖK çarpanı attığımızda (uluslararası arenadaki benzerlerine göre %30 prime işaret etse de, biz bunu büyüme profili ve rölatif düşük dışardan yatırım ihtiyacı dolayısıyla hak ettiğini düşünüyoruz), hissede \$182 seviyesinde bir sene sonu hedefinin makul olacağını düşünüyoruz.





ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.