

## İNDEKS BİLGİSAYAR

## Tahminlerin hafif üzerinde sonuçlar...

**Net kar piyasa tahminlerinin %5 üzerinde:** İndeks 3Ç23'te beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşen operasyonel karlılık sebebiyle konsensüs tahminlerinin %5 üzerinde TRY275mn net kar (yıllık %57, çeyreklik %30) açıkladı. Satış gelirleri piyasa beklentilerine paralel gerçekleşirken, FAVÖK satışların ürün karması nedeniyle tahminlerin hafif üzerinde gerçekleşmiş olabilir.

**Satış gelirleri güçlü talep ve zayıf TL'nin etkisiyle %69 arttı:** 3Ç22'teki güçlü baza rağmen, satış gelirleri yıllık bazda %69 oranında artarak TRY11.417mn ile tahminlere paralel gerçekleşti (RT Cons: TRY11.363mn; Ak Yatırım: TRY11.400mn). Tüketici elektroniği ve altyapı ürünlerine yönelik talep 3Ç23'te güçlü seyretti ve 4Ç'de de güçlü seyreteye devam ediyor.

**FAVÖK marjı satışların ürün kırılımına bağlı olarak genişledi:** 3Ç23 FAVÖK rakamı TRY624mn ile piyasa beklentisinin %4 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı güçlü talep sayesinde yıllık bazda 126 baz puan artarak %5,5'e yükseldi.

**Net nakit seviyesindeki %14'lük artışa rağmen, net finansal giderler %195 artış kaydetti:** Şirket'in işletme sermayesindeki TRY318mn'lik artışa rağmen, net nakit seviyesi operasyonel performans sayesinde bir önceki çeyreğe göre %14 artarak 958mn TL'ye yükseldi. Nakit pozisyonundaki iyileşmeye rağmen, net finansal giderler ç/ç %195 oranında artarak 3Ç23'te FAVÖK'ün %51'ini oluşturdu. Çeyreklik SNA marjı %1,5 olarak gerçekleşti.

**Yorum:** 3Ç23'ün ardından modelimizi revize ettik. Daha önceki beklentilerimiz parasal sıkılaşma ile talebin bir miktar daralmasına yönelikti. Ancak Eylül ayından itibaren özellikle karlılığı daha fazla olan ürün segmentlerinde güçlü talep gözlemliyoruz. İNDES, USD bazında 4,6x 2023T F/K ile işlem görüyor, bu seviyeler küresel benzerlerine göre yaklaşık %43 iskonto ve tarihsel ortalamalarına %5 prime işaret etmektedir. 12A HF 24,60 TL'den 33,60 TL'ye revize ettik ve notumuzu "Nötr" den "Endeks Üzeri Getiri"ye yükselttik.

Çeyreklik Özet									
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Fark	
Net Satışlar	11,417	6,758	69%	8,232	39%	11,363	11,400	0%	
FAVÖK	624	284	120%	392	59%	597	570	4%	
FAVÖK Marjı	5.5%	4.2%	126 bps	4.8%	70 bps	5.3%	5.0%	20 bps	
Net Kar	275	166	65%	210	31%	259	260	6%	

Endeks Üzeri Getiri  
(Önceki: Nötr)

Analist: Yusuf Karagöz  
[yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr](mailto:yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	İNDES TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	33.60
Güncel Fiyat, TL	23.10
Getiri Potansiyeli	45%
Halka Açıklık Oranı	61%
Piyasa Değeri, mn TL	5,174
Firma Değeri, mn TL	4,759

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	25,012	42,056	59,692	73,497
FAVÖK, mn TL	1,062	2,134	2,973	3,361
Net Kâr, mn TL	552	952	1,473	1,525

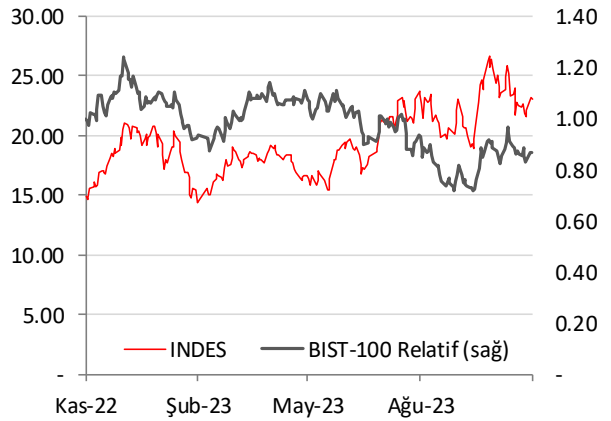
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	-1,593	-1,177	-1,607	-2,475
Net Borç/FAVÖK	-1.5	-0.6	-0.5	-0.7

<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	4.2%	5.1%	5.0%	4.6%
Net Marj	2.2%	2.3%	2.5%	2.1%
Temettü Verimi	5.0%	3.7%	3.2%	5.5%

<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	91.1%	68.1%	41.9%	23.1%
FAVÖK, y/y	149.0%	100.9%	39.3%	13.1%
Net Kâr, y/y	36.8%	72.6%	54.7%	3.5%

<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	4.4	5.4	3.5	3.4
FD/FAVÖK	1.3	2.1	1.4	1.0
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.0

<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	-9.5%	-2.8%	53.7%	15.9%
BİST-100 Relatif	-2.3%	-7.4%	-15.1%	-18.6%
AOİH, mn TL	135	168	89	90



Piyasa verileri 7 Kasım 2023 tarihlidir.

**Analist toplantısında ve 3Ç23 sonuçlarında öne çıkan diğer önemli başlıklar:**

İndeks Bilgisayar'ın Ekim ayında gerçekleştirdiği Analist ve Portföy Yöneticileri toplantısına ilişkin toplantı notlarımızın kısa bir özetini sunuyoruz. Bu toplantıda şirket, i) genel piyasa görünümü, ii) başlıca piyasa etkenleri, iii) kendi hedefleri ve başarıları, iv) risk yönetimi ve v) yaklaşan kurumsal plan ve eylemler hakkındaki görüşlerini açıkladı. Şirket sunumundan notlarımızı ve yorumlarımızı aşağıda bulabilirsiniz.

**i) Genel piyasa görünümü:**

- PC pazarı: 2022 yılında 2,3 milyon adet PC satışı. 9A23'te 2,2 milyon adet PC satışı, yıllık %39 büyüme. 3Ç23'te yaklaşık 0,8 milyon adet PC satışı, yıllık %42 büyüme. (Kaynak: İndeks, IDC Verisi)

- Akıllı Telefon pazarı: 2022 yılında 10,1 milyon adet Akıllı Telefon satışı. 6A23'te 8,3 milyon akıllı telefon satışı, yıllık %24 büyüme (Kaynak: İndeks, GFK Verisi)

- Yazıcı pazarı: 2022 yılında 0,6 milyon adet Yazıcı satışı. 6A23'te 0,3 milyon adet Yazıcı satışı, %22 büyüme. (Kaynak: İndeks, IDC Verisi)

**ii) Başlıca piyasa etkenleri:**

Tüketicilerin fiyat artışı beklentileri nedeniyle öne çekilmiş talep davranışı

Teknolojinin yaşamın bir bileşeni olarak görülmesi

Üreticiler stratejik olarak Türkiye'ye odaklanıyor / artan nüfusu, ürünlerin pazarda hızla tanınması ve büyümeyi daha hızlı sağlaması, diğer çoğu ülkenin para politikalarını sıkılaştırması

**iii) Şirket hedef ve başarıları**

Teknoloji distribütörü olarak tüm ürün segmentlerinde (akıllı telefon, PC, yazıcı, network) segment lideri olmak

ABD doları bazında çift haneli yıllık gelir büyümesi elde etmek

Kasım ayındaki ve yılsonundaki kampanyalara hazırlanmak (11/11 Kara Cuma, üniversite öğrencilerine vergi desteği)

En çok Nvidia ürünü satın alan ve en yüksek büyüme potansiyeline sahip ülke Türkiye - İndeks, oyun segmentindeki tüm Nvidia ürünlerinin distribütörü

Xbox pazar payı 2023'te %12'den %23'e ulaştı - İndeks Xbox'ın Türkiye'deki tek distribütörü

**iv) Risk yöntemi**

Alacak riskleri: alacak riski %60 Allianz, sigortalanmakta; %10'u teminat mektubu, kalan %24'ü müşteri kredi limiti ile takip edilmektedir.

Envanter riskleri: sadece distribütörlük anlaşması ile ürün satışı, yaşlanma riskleri üreticide

Döviz riskleri: aynı para biriminde satış ve satın alma faturaları (yaklaşık %70 TL, %30 USD), kamu satın almaları istisna

**v) Yaklaşan plan ve eylemler**

Bedelsiz sermaye artışı: %234 sermaye artışı için SPK başvurusu yapıldı

Temettü programı: Son 14 yılda yaklaşık %45 ortalama dağıtım oranı ve kümülatif yaklaşık %60 verim

Net nakit pozisyonu: 2Ç23 itibariyle 795 milyon TL net nakit pozisyonu, daha yüksek net nakit pozisyon hedefi

Geri alım programı: Toplam payların %4,08'i geri alındı ve program devam ediyor

Gayrimenkul değerlendirme: Defter değeri yaklaşık 72.8 milyon TL olan gayrimenkullerin değerlendirilmesi yapılıyor

Lojistik Yatırımlar: Teklif aşamasında, mevcut depolama kapasitesini 16 bin m<sup>2</sup>'den yaklaşık 43 bin m<sup>2</sup>'ye ulaştırma hedefi

BT Entegrasyon Projeleri: Katma değeri görece daha yüksek olan BT entegrasyon projeleri

Yeni ürün grupları: Planlama aşamasında, sürdürülebilir ve yenilenebilir ürünlerin dağıtımı

e-Ticaret Yatırımları: Planlama aşamasında, iş ortakları ile son müşteriye ulaştırmak üzere, B2B2C

**Yorum:** İndeks Bilgisayar, BT pazarında iyi konumlanmış bir şirkettir ve tanınmış üreticiler ve perakendecilerle olan güçlü distribütörlük ve ortaklık anlaşmaları sayesinde güçlü tüketici talebinden faydalanmaktadır. Şirketin 9A23'te USD bazında yıllık %20 gelir büyümesi kaydetti ve bu büyüme ile akıllı telefon ve baskı pazarlarındaki genel performansı yakaladığı, ancak genel bilgisayar pazarının performansının gerisinde kalmış görünmektedir. Bununla birlikte, net finansal giderler 3Ç23'te bir önceki çeyreğe göre %195 gibi yüksek bir oranda artarak FAVÖK'ün %51'ine ulaştı. Şirket, 958mn TL net nakit seviyesine rağmen, tek bir çeyrekte TRY218mn net faiz gideri gerçekleştirerek %2 daha zayıf net kar marjı elde etti. Mevcut finansal borç seviyesini azaltmak daha iyi bir net kar marjı elde etmek imkanı sunabilir.

Mevcut piyasa görünümüne ilişkin olarak modelimizi revize ettik. Parasal sıkılaştırma ve artan kredi kartı faiz oranları nedeniyle talebin daralmasını bekliyorduk. Temmuz ve Ağustos aylarındaki ilk işaretler beklentilerimizi doğrular nitelikteydi. Ancak Eylül ayından itibaren BT ürünlerine yönelik tüketici talebi güçlendi. Ekim ayı haftalık ortalama elektronik harcaması 3Ç23 ortalamasının %17 üzerinde gerçekleşti. Ciro revizyonun yanı sıra, daha yüksek marjlı altyapı ve volume IT ürünlerine yönelik güçlü talep sebebiyle marj beklentilerimizi de yukarı yönlü revize ettik. Böylece, aşağıdaki tabloda görebileceğiniz şekilde modelimizi güncelledik.

İndeks Bilgisayar'ın pazara dikey entegrasyon ve mevcut işlerini büyütme konusundaki kurumsal plan ve stratejilerini takdir ediyoruz. Yatırım planları, şirket gelirlerini artırma, daha yüksek pazar payları getirme, marjları genişletme ve nakit yaratma yeteneklerini geliştirme potansiyeli sunuyor. Ancak, bu potansiyeli modellerimize entegre edebilmek için uygulama sürecine ilişkin daha fazla ayrıntı görmemiz gerekiyor. Öte yandan, devam eden hisse geri alım programı ve nakit temettü politikasının etkilerini tarihsel ortalamalara dayanarak tahminlerimize dahil ediyoruz.

## Tahmin Revizyonları

TRY mn	Yeni			Önceki			Fark		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	42,056	59,692	73,497	35,194	46,649	57,438	19%	28%	28%
<i>büyüme %</i>	73%	42%	23%	71%	33%	23%			
FAVÖK	2,134	2,973	3,361	1,354	1,750	2,101	58%	70%	60%
<i>Marj %</i>	5.1%	5.0%	4.6%	3.8%	3.8%	3.7%	123 bps	123 bps	92 bps
Net Kar	952	1,473	1,525	575	715	1,004	66%	106%	52%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	9M22	9M23
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>6,758</b>	<b>8,126</b>	<b>8,406</b>	<b>8,232</b>	<b>11,417</b>	<b>16,886</b>	<b>28,055</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>350</b>	<b>522</b>	<b>410</b>	<b>498</b>	<b>762</b>	<b>784</b>	<b>1,670</b>
Operasyonel Giderler	71	88	109	113	147	177	369
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>279</b>	<b>434</b>	<b>301</b>	<b>385</b>	<b>615</b>	<b>607</b>	<b>1,300</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>284</b>	<b>440</b>	<b>308</b>	<b>392</b>	<b>624</b>	<b>622</b>	<b>1,323</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-43	-229	-128	-65	-220	-8	-413
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>236</b>	<b>205</b>	<b>173</b>	<b>320</b>	<b>394</b>	<b>599</b>	<b>887</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-61	-55	-39	-109	-109	-165	-257
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>175</b>	<b>150</b>	<b>134</b>	<b>211</b>	<b>285</b>	<b>434</b>	<b>630</b>
Azınlık Payları	8	4	3	1	10	28	15
<b>Net Kar</b>	<b>166</b>	<b>146</b>	<b>130</b>	<b>210</b>	<b>275</b>	<b>406</b>	<b>615</b>

Büyüme (Yıllık)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	9M22	9M23
Satış Gelirleri	104.6%	102.0%	62.6%	66.0%	69.0%	86.2%	66.1%
Operasyonel Giderler	90.6%	77.9%	117.9%	100.7%	107.6%	65.2%	108.4%
Faaliyet Karı	177.7%	197.1%	77.1%	143.3%	120.6%	130.7%	114.3%
FAVÖK	172%	191%	76.0%	139.9%	119.5%	125.9%	112.6%
Net Kar	234.9%	-45.3%	26.3%	53.7%	65.5%	196.8%	51.6%
Faaliyet Kar Marjı	4.1%	5.3%	3.6%	4.7%	5.4%	3.6%	4.6%
FAVÖK Marjı	4.2%	5.4%	3.7%	4.8%	5.5%	3.68%	4.72%
Efektif Vergi Oranı	25.9%	26.8%	22.5%	34.2%	27.6%	27.6%	29.0%
Net Kar Marjı	2.5%	1.8%	1.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	3.1%	16.3%	1.4%	-8.2%	1.6%	0.0%	-1.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	3.1%	16.3%	1.3%	-8.5%	1.5%	0.0%	-1.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	74%	301%	38%	-171%	30%	-1%	-28%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-3.7%	8.7%	1.6%	-14.8%	-2.8%	-4.0%	-5.0%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	9M22	9M23
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>209</b>	<b>1,325</b>	<b>117</b>	<b>-671</b>	<b>186</b>	<b>-6</b>	<b>-369</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	175	150	134	211	285	434	630
Amortisman ve İtfa Payları	5	6	7	7	9	15	23
İşletme Sermayesindeki Değişim	-252	703	135	-1,216	-318	-681	-1,399
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	280	466	-159	327	209	226	377
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-28</b>	<b>-17</b>	<b>-3</b>	<b>-51</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-1	0	-6	-3	-15	-3	-24
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	-26	-1	0	-27
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>208</b>	<b>1,326</b>	<b>110</b>	<b>-700</b>	<b>169</b>	<b>-8</b>	<b>-420</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-44</b>	<b>-892</b>	<b>-176</b>	<b>193</b>	<b>-44</b>	<b>-150</b>	<b>-28</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	118	-659	-36	568	303	284	834
Temettü	0	0	0	-200	0	-129	-200
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-162	-233	-140	-175	-347	-305	-662
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>164</b>	<b>434</b>	<b>-66</b>	<b>-507</b>	<b>125</b>	<b>-158</b>	<b>-448</b>

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>8,607</b>	<b>8,272</b>	<b>9,008</b>	<b>10,345</b>	<b>13,504</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,937	2,371	2,305	1,799	1,924
Finansal Yatırımlar	399	0	401	391	730
Ticari Alacaklar	4,677	4,559	4,273	5,314	8,093
Stoklar	1,326	1,116	1,696	2,303	2,158
Diğer Dönen Varlıklar	667	225	734	929	1,329
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>139</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>163</b>	<b>239</b>
Finansal Yatırımlar	0	0	0	26	27
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	30	29	34	36	48
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9	7	6	7	10
Diğer Duran Varlıklar	100	111	112	94	154
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>8,746</b>	<b>8,420</b>	<b>9,160</b>	<b>10,508</b>	<b>13,743</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7,362</b>	<b>6,765</b>	<b>7,473</b>	<b>8,803</b>	<b>11,747</b>
Finansal Borçlar	1,461	771	767	1,345	1,674
Ticari Borçlar	5,447	5,406	6,192	6,726	9,307
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	454	587	514	732	766
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>35</b>
Finansal Borçlar	9	7	6	7	22
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	20	24	7	11	13
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,356</b>	<b>1,623</b>	<b>1,674</b>	<b>1,687</b>	<b>1,961</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,183	1,447	1,493	1,505	1,769
Azınlık Payları	173	177	180	181	192
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>8,746</b>	<b>8,420</b>	<b>9,160</b>	<b>10,508</b>	<b>13,743</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	908	55	148	1,251	1,746
İşletme Sermayesi	556	269	-223	891	944
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	3%	1%	-1%	3%	3%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	769	-93	-4	1,088	1,507
Toplam Borç	1,469	779	773	1,352	1,696
Net Borç / (Nakit)	-867	-1,593	-1,934	-838	-958
Net Borç / G12A FAVÖK	-1.1	-1.5	-1.6	-0.6	-0.5
Net Borç / Özkaynaklar	-0.6	-1.0	-1.2	-0.5	-0.5
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	1,393	1,306	65	208	214

## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgiler dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.