

**İndeks Bilgisayar'ın gelirleri, 3Ç24'te yıllık bazda %8 azalarak 14,5 milyar TL seviyesine gerilemiştir.** FAVÖK marjı yıllık 7 baz puan gerileyerek 3Ç24'te %4,6 seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK yaklaşık 669 milyon TL olarak açıklanmıştır. Net kar %0,2 marjla 36 milyon TL olurken (yıllık %226 artış), bu artışta düşük baz etkisi belirleyici olmuştur. Elektronik perakende sektörünün yılı yaklaşık %4,0 FAVÖK marjı ile 61 milyar TL gelirle kapatmasını bekliyoruz. Şirket ile yapılan görüşmelere göre, sektörün dolar bazında gelirlerinde yatay bir seyir izlemesi öngörülmürken, İndeks'in yıldan yıla reel bazda 100–200 baz puan arasında gelir büyümesi kaydetmesi beklenmektedir.

**Görünüm ve Varsayımlar:** Toplam hacimlerin %20'sini oluşturduğunu düşündüğümüz ağ hizmetleri segmentinin 2024T döneminde kamu harcamalarındaki yavaşlama ve bunun özel sektör üzerindeki yansıyan etkileri nedeniyle durağan bir performans sergilemesini bekliyoruz. Bu segmentteki yavaşlamanın 2026T itibarıyla yeniden büyüme trendine gireceğini tahmin ediyoruz. Tahmin dönemimiz boyunca telefon perakende gelirlerinde, bu ürünlere olan talebin esnek olmaması nedeniyle dirençli bir büyüme öngörüyoruz. Telefon satışlarının özellikle 2025T boyunca mevcut eğilimini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bilgisayar satışlarında ise 2024T için yatay bir seyir öngörüyoruz ve bu trendin tahmin dönemimiz boyunca devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, 2025T'de bilgisayar satışlarında sınırlı bir toparlanma öngörmekteyiz. Ağ hizmetlerinin ise hafif daha zayıf bir performans sergilemesini bekliyoruz. Ayrıca, İndeks'in tüm ürünlerinin döviz kuru ile sabitlenmiş olması nedeniyle, güçlü Türk Lirası'nın 2024 yılında gelir büyümesini sınırladığını belirtmek isteriz.

**Ortaklıklar ve Yatırımlarla Stratejik Büyüme:** İndeks, iPhone ürünlerinin Telco kanalında dağıtıcısı olarak yetkilendirilmek üzere Apple ile bir anlaşma yapmıştır. Yönetim, bu anlaşmanın yıllık etkisini 100 milyon ABD doları, 2024T etkisini ise 70 milyon ABD doları olarak öngörmektedir. Bu yıllık tutar, şirketin FY23 gelirinin %7'sine denk gelmektedir. Ayrıca, lojistik kapasitesini artırmak amacıyla Gebze'de 36 bin metrekarelik bir mülke sahip ASF Gayrimenkul'ün %100 hissesini 442 milyon TL bedelle satın alarak depo alanını 57 bin metrekareye çıkarmayı planlamaktadır. Bu yatırımın, lojistik kapasitesinde dört kat artış ve kira maliyetlerinde tasarruf sağlaması beklenmektedir.

**Hedef Fiyatımızı 11,63 TL'den 12,15 TL'ye Yükseltiyor, "Endeksin Üzerinde Getiri" Tavsiyemizi Koruyoruz:** Yerel elektronik talebinin dirençliliği ve kapasite genişlemesi nedeniyle hedef fiyatımızı 11,63 TL'den 12,15 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse, 2024 yılı tahminlerimize göre 1,6x ve 2025 tahminlerimize göre 1,3x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmekte olup, inşaat harcamalarının tamamlanmasının ardından daha da iyileşmesi beklenen güçlü bir nakit üretim görünümü sunmaktadır.

(TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	45.707	49.234	60.978	77.486	97.479
FAVÖK	1.905	2.694	2.464	2.727	3.468
Net Kar	63	412	553	580	769
Brüt Marj	5,2%	6,7%	5,6%	5,1%	5,1%
FAVÖK Marjı	4,2%	5,5%	4,0%	3,5%	3,6%
Net Kar Marjı	0,1%	0,8%	0,9%	0,7%	0,8%
F/K (x)	89,3	13,6	10,1	9,7	7,3
FD/FAVÖK (x)	1,5	1,0	1,6	1,3	1,0
FD/Satışlar (x)	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Özsermaye Karlılığı	2,9%	10,4%	10,6%	9,0%	9,9%
PD/DD (x)	5,9	1,9	1,3	1,0	0,8
Net Borç/FAVÖK	-1,4	-1,0	-0,6	-0,7	-0,6

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

	BİLGİSAYAR TOPTANCIĞI
Sektör	İNDES.TI / İNDES.IS
Bloomberg / Reuters Kodu	7,48
Fiyat (TL/hisse)	12,15
Hedef Fiyat (TL/hisse)	62%
Potansiyel Getiri (%)	5,99-11,32
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	5,610
Piyasa Değeri (milyon TL)	5,296
Firma Değeri (milyon TL)	3,422
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	750
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	%61
Dolaşımdaki Paylar	
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%8,07
3 Ay Önce	%8,15

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	6.060	5.428	5.071	10.753
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	46.777	41.125	35.414	91.318
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	7,48-8,00	7,16-8,03	5,99-8,03	5,99-11,32

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%1	%23	-%9	-%19
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%5	%10	%4	-%2

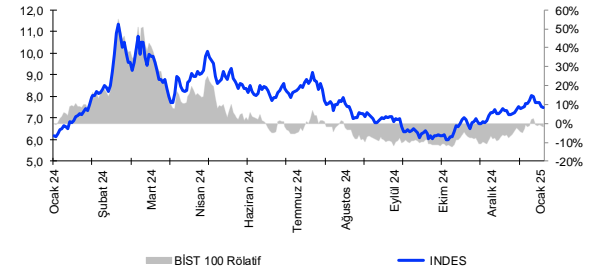
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
Newres Erol Bilecik	30,93
DESBİL TEKNOLOJİK ÜRÜNLER TİC A Ş	9,17
Diğer	59,90

## Şirket Özeti

Şirketin faaliyet konusu, bilişim sektöründe her türlü bilişim ürünlerini yurtiçi ve yurtdışından tedarik etmek suretiyle toptan ticaret yapmaktır.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 14/01/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Miray Alkan

Uzman Yardımcısı

miray.alkan@gedik.com

+90 216 453 00 00

Yunus Emre Yenikalaycı

Uzman

yunus.yenikalayci@gedik.com

+90 216 453 00 00

Tablo 1- İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

(TL mn)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Ciro</b>	<b>60.978</b>	<b>77.486</b>	<b>97.479</b>	<b>116.017</b>	<b>134.011</b>	<b>152.664</b>	<b>172.184</b>	<b>192.022</b>	<b>211.224</b>	<b>232.346</b>
<i>Büyüme (%)</i>	<i>23,9%</i>	<i>27,1%</i>	<i>26%</i>	<i>19,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
<b>FAVÖK</b>	<b>2.464</b>	<b>2.727</b>	<b>3.468</b>	<b>3.813</b>	<b>4.422</b>	<b>4.692</b>	<b>5.307</b>	<b>5.947</b>	<b>6.569</b>	<b>7.338</b>
<i>Marj (%)</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,56%</i>	<i>3,29%</i>	<i>3,30%</i>	<i>3,07%</i>	<i>3,08%</i>	<i>3,10%</i>	<i>3,11%</i>	<i>3,16%</i>
Esas Faaliyet Karı	2.373	2.616	3.329	3.647	4.230	4.473	5.066	5.683	6.284	7.031
Kaldıraçsız Vergi	569	512	684	992	998	1.096	1.029	1.219	1.196	1.238
Teorik Vergi Oranı (%)	51%	47%	47%	48%	47%	47%	46%	47%	46%	46%
<b>VSNFK</b>	<b>1.805</b>	<b>2.104</b>	<b>2.644</b>	<b>2.655</b>	<b>3.232</b>	<b>3.377</b>	<b>4.037</b>	<b>4.464</b>	<b>5.088</b>	<b>5.793</b>
<i>VSNFK Marjı</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>
Yatırım Harcamaları	825	786	1.072	785	907	1.033	1.165	1.299	1.429	1.572
Amortisman	90	111	139	166	192	218	241	264	284	307
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	437	317	383	356	345	358	374	380	368	405
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>1.112</b>	<b>1.328</b>	<b>1.328</b>	<b>1.680</b>	<b>2.172</b>	<b>2.205</b>	<b>2.739</b>	<b>3.048</b>	<b>3.575</b>	<b>4.122</b>
<b>Hedef Borç/Özkaynak</b>	<b>41%</b>	<b>48%</b>	<b>48%</b>	<b>47%</b>	<b>42%</b>	<b>37%</b>	<b>32%</b>	<b>27%</b>	<b>23%</b>	<b>20%</b>
Teorik Vergi Oranı	51%	47%	47%	47,7%	47,3%	47,2%	46,5%	46,7%	46,3%	46,0%
Risksiz Getiri Oranı	39%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Hisse Risk Primi	6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özsermaye Maliyeti	45%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%
Borçlanma Maliyeti	42%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
AOSM	35%	23%	23%	23,3%	24,2%	25,1%	26,0%	26,7%	27,5%	28,1%
İskonto Faktörü	100%	81%	66%	53%	43%	34%	27%	21%	17%	13%
<b>NBD</b>	<b>902</b>	<b>874</b>	<b>896</b>	<b>932</b>	<b>757</b>	<b>746</b>	<b>655</b>	<b>603</b>	<b>543</b>	

## İNA Varsayımları

AOSM	35%
Risksiz Faiz Oranı	39%
Terminal Büyüme Oranı	3%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (TL mn)	6.908
İndirgenmiş Devam Eden Değer (TL mn)	2.232
İndirgenmiş Faaliyetler (TL mn)	9.140
Net Borç (TL mn)	-314
Azınlık Payı (TL mn)	340
<b>İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)</b>	<b>9.114</b>

## Değerleme Özeti

<b>İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)</b>	<b>9.114</b>
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	9.114
<b>Adil Değer (TL)</b>	<b>12,15</b>
Hisse Fiyatı (TL)	7,48
<b>Potansiyel Getiri</b>	<b>62%</b>

Tablo 2 – Şirket Finansalları

Gelir Tablosu (TRY mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Gelirler</b>	<b>45.707</b>	<b>49.234</b>	<b>60.978</b>	<b>77.486</b>	<b>97.479</b>	<b>116.017</b>
Satışların Maliyeti	-43.345	-45.927	-57.593	-73.550	-92.528	-110.455
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.362</b>	<b>3.307</b>	<b>3.385</b>	<b>3.935</b>	<b>4.951</b>	<b>5.562</b>
Faaliyet Giderleri	-528	-689	-1.012	-1.320	-1.622	-1.915
<b>Diğer Gelirler Hariç Faaliyet Karı</b>	<b>1.834</b>	<b>2.618</b>	<b>2.373</b>	<b>2.616</b>	<b>3.329</b>	<b>3.647</b>
Diğer Giderler / Gelirler	665	-147	110	-185	-39	350
<b>Finansal Giderler / Gelirler</b>	<b>-618</b>	<b>-594</b>	<b>-1.378</b>	<b>-1.433</b>	<b>-2.018</b>	<b>-2.181</b>
Vergi Öncesi Kar	504	837	1.122	1.092	1.454	2.080
<b>Vergi Gelir / Gider</b>	<b>-441</b>	<b>-425</b>	<b>-569</b>	<b>-512</b>	<b>-684</b>	<b>-992</b>
Net Kar	63	412	553	580	769	1.088

Bilanço (TRY mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>3.907</b>	<b>4.233</b>	<b>5.069</b>	<b>7.682</b>	<b>8.941</b>	<b>9.954</b>
Ticari Alacaklar	7.513	12.484	16.372	20.592	25.905	30.832
<b>Envanter</b>	<b>1.879</b>	<b>3.106</b>	<b>4.511</b>	<b>5.520</b>	<b>6.944</b>	<b>8.264</b>
Kullanım Hakkı Varlıkları	25	30	35	45	56	67
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>128</b>	<b>662</b>	<b>779</b>	<b>216</b>	<b>272</b>	<b>324</b>
Diğer Varlıklar	1.106	3.053	4.180	5.511	6.733	8.647
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>14.557</b>	<b>23.568</b>	<b>30.946</b>	<b>39.566</b>	<b>48.851</b>	<b>58.089</b>
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	1.270	2.302	3.649	5.826	7.155	8.394
<b>Gelecek Dönem Gelirleri</b>	<b>11</b>	<b>28</b>	<b>439</b>	<b>562</b>	<b>663</b>	<b>744</b>
Diğer Borçlar	10.003	16.599	21.069	26.119	32.609	38.673
<b>Toplam Borçlar</b>	<b>11.283</b>	<b>18.928</b>	<b>25.157</b>	<b>32.507</b>	<b>40.426</b>	<b>47.811</b>
Özsermaye	3.274	4.640	5.789	7.059	8.425	10.277
<b>Net Borç / (Nakit)</b>	<b>-2.627</b>	<b>-2.776</b>	<b>-1.476</b>	<b>-1.952</b>	<b>-1.931</b>	<b>-1.764</b>

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

### **YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.