

## Türk Traktör

### Hacimlerdeki daralmaya rağmen şirketin değerlemesi caziptir.

Türk Traktör'ün hisse performansı son bir yılda otomotiv sektöründeki diğer şirketlerin gerisinde kaldı. 2018'de pazar daralmasının üzerinde görülen hacim daralması ve işletme sermayesindeki önemli artış zayıf hisse performansında etkili oldu. Türk Traktör'ün 1Ç19'da da pazar daralmasından olumsuz etkileneceğini ancak yılın geri kalanında pazar payı kazanımı ve stok erimesi beklentisiyle karlılığında iyileşme görüleceğini düşünüyoruz. Türk Traktör için "AL" tavsiyemizi 52 TL hedef fiyatla sürdürüyoruz. Türk Traktör 2019T 7,4 F/K ile on yıllık ortalamasına %28 iskontolu işlem görmektedir. Bilindiği üzere Türk Traktör'ün yönetimi 2019'da temettü dağıtmama kararı almıştır.

**Zayıf traktör talebi 2019'da da devam edecek** - Artan girdi maliyetleriyle çiftçinin alım gücünün azalması, rekoltedeki zayıflık ve makro görünümdeki bozulma Türkiye traktör pazarında 2018'de %34 daralmanın ana nedenleriydi. Aynı dönemde Türk Traktör'ün fiyat artışları sonrası pazar payı kayıpları yurtiçi hacimlerinde %53 gerilemeye neden oldu. 1Ç19'da traktör pazarında yüksek baz etkisi ve tarım sektöründeki olabilecek daralmanın etkisiyle traktör satışlarında zayıflığın devam edeceğini düşünüyoruz. 2019'da traktör pazarının %27 daralmasını ve 35 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Türk Traktör'ün 2Ç19'dan itibaren bayi ağında yeniden stok seviyelerinde yükseliş ve pazar payı artışının katkılarıyla 2018 yurtiçi hacimlerinde sadece %9 daralma öngörüyoruz.

**İhracatın ciro payındaki artış marjları 2019'da baskılayacak** - 2018'de marjı yurtiçine göre nispeten daha düşük ihracat gelirlerinin ciro payının 22 puan artışla %48'e ulaşmasının etkisiyle FAVÖK marjında gerileme beklemiştik. Ancak TL'de görülen sert değer kaybı ile beraber TL bazında ihracat fiyatlaması ve marjda geçici iyileşme görüldü. 2019'da kur etkisini arındırarak ihracat ciro payının %50 seviyesinde oluşacağını varsayarak brüt marjda gerileme öngörüyoruz. Faaliyet gideri/satış rasyosundaki artışı da göz önüne alarak FAVÖK marjında 2018'de 240 baz puan daralma bekliyoruz.

**İşletme sermaye ihtiyacındaki azalma finansal gider yükünü hafifletecek** - Operasyonel karlılıkta beklediğimiz daralmaya rağmen 2019'da net karlılıkta iyileşme öngörüyoruz. İşletme sermayesi/satış rasyosunda envantere beklediğimiz azalma ile 650 baz puan %22,6 seviyesine ve net borç/FAVÖK rasyosunda 2,7'den 2,3'e gerileme öngörmekteyiz. Borçluluk ve işletme sermayesi ihtiyacında beklediğimiz azalmayla finansal gider yükünün gerileyeceğini düşünüyoruz. Bilindiği üzere Türk Traktör'ün yönetimi 2019'da temettü dağıtmama kararı almıştır.

### Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

AL

TL52

52%

### Hisse bilgileri

Hisse Kodu	TTRAK TI
Hisse Fiyatı (22 Şubat 2019)	34,3
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	32 / 74
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	1830,6 - 344,3
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	53 - 24%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	1,5 1,2 0,9

### Fiyat performansı

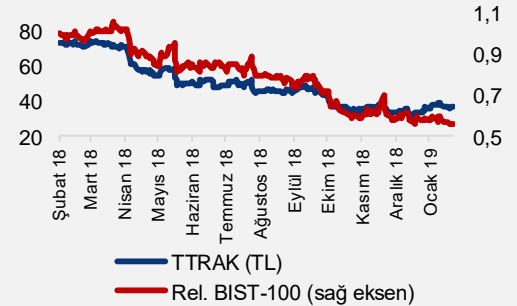
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-4%	-2%	-2%
USD	-3%	-2%	-2%
BIST-100'e göre performans	-7%	-12%	-13%

### Tahminler (TL mn)

	2018	2019T	2020T
Net satışlar	3.909	4.400	5.897
FAVÖK	498	453	656
Net kâr	240	247	411

### Değerleme

	2018	2019T	2020T
F/K	7,6x	7,4x	4,5x
F/DD	2,8x	2,0x	1,6x
FD/FAVÖK	6,3x	6,2x	4,5x
FD/Net satışlar	0,8x	0,6x	0,5x
Temettü verimi	16,4%	0,0%	9,5%



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)

## PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Nakit ve benzerleri	442	413	464	563	551
Ticari alacaklar	813	449	844	1.131	1.336
Stoklar	566	1.084	707	869	1.022
Diğer dönen varlıklar	176	217	243	325	383
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>1.996</b>	<b>2.163</b>	<b>2.259</b>	<b>2.891</b>	<b>3.295</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	497	590	691	788	874
Maddi olmayan duran varlıklar	216	269	269	269	269
Diğer duran varlıklar	79	72	51	68	80
<b>Duran varlıklar</b>	<b>792</b>	<b>931</b>	<b>1.011</b>	<b>1.125</b>	<b>1.223</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>2.789</b>	<b>3.093</b>	<b>3.269</b>	<b>4.015</b>	<b>4.518</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	271	470	326	374	392
Ticari borçlar	725	513	688	915	1.077
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	117	100	113	151	178
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.113</b>	<b>1.082</b>	<b>1.127</b>	<b>1.440</b>	<b>1.647</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	856	1.303	1.180	1.354	1.422
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	62	56	63	84	100
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>918</b>	<b>1.359</b>	<b>1.243</b>	<b>1.438</b>	<b>1.521</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>805</b>	<b>652</b>	<b>899</b>	<b>1.137</b>	<b>1.349</b>
Ana ortaklığa ait	805	652	899	1.137	1.349
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>2.789</b>	<b>3.093</b>	<b>3.269</b>	<b>4.015</b>	<b>4.518</b>
Net borç	685	1.360	1.042	1.164	1.263
Net işletme sermayesi	712	1.137	994	1.261	1.488
Net işletme sermayesi (operasyon)	654	1.021	862	1.085	1.280
Yatırılan sermaye	1.425	1.996	1.953	2.317	2.631
<b>Oranlar</b>					
<b>Karlılık</b>					
Özsermaye kârlılığı	42,6%	33,0%	31,9%	40,3%	40,2%
Net kâr	7,6%	6,1%	5,6%	7,0%	7,2%
Aktif devri	1,7x	1,3x	1,4x	1,6x	1,6x
Kaldıraç	3,4x	4,0x	4,1x	3,6x	3,4x
Aktif kârlılığı	12,6%	8,2%	7,8%	11,3%	11,7%
Yatırılan sermaye kârlılığı	24,0%	19,2%	14,4%	20,5%	21,8%
<b>Kaldıraç</b>					
Net borç/toplam varlıklar	40%	57%	46%	43%	40%
Net borç/özsermaye	0,85	2,09	1,16	1,02	0,94
Net borç/FAVÖK	1,39	2,73	2,30	1,77	1,58

Gelir tablosu	2017	2018	2019T	2020T	2021T
<b>Net satışlar</b>	<b>4.215</b>	<b>3.909</b>	<b>4.400</b>	<b>5.897</b>	<b>6.964</b>
Brüt kâr	731	717	714	1.014	1.228
Faaliyet giderleri	307	306	358	467	552
Esas faaliyet kârı	423	411	356	547	676
<b>FAVÖK</b>	<b>492</b>	<b>498</b>	<b>453</b>	<b>656</b>	<b>798</b>
Net diğer gelir	56	32	22	24	28
Net finansman geliri	-128	-186	-100	-82	-78
Vergi öncesi kâr	351	256	279	488	625
Vergi gideri	30	16	31	77	125
<b>Net kâr</b>	<b>321</b>	<b>240</b>	<b>247</b>	<b>411</b>	<b>500</b>

## Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2017	2018	2019T	2020T	2021T
<b>FAVÖK</b>	<b>492</b>	<b>498</b>	<b>453</b>	<b>656</b>	<b>798</b>
Vergi gideri	85	90	78	120	135
Yatırımlar	149	240	198	206	209
İşletme sermayesi değişir	-43	425	-143	267	227
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>302</b>	<b>-257</b>	<b>321</b>	<b>63</b>	<b>227</b>

## Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Net satışlar	22,4%	-7,3%	12,6%	34,0%	18,1%
FAVÖK	-4,0%	1,2%	-9,0%	44,8%	21,6%
Net kâr	-13,3%	-25,1%	3,0%	66,1%	21,8%

Brüt marj	17,3%	18,3%	16,2%	17,2%	17,6%
Esas faaliyet kâr marjı	10,0%	10,5%	8,1%	9,3%	9,7%
FAVÖK marjı	11,7%	12,7%	10,3%	11,1%	11,5%
Net marj	7,6%	6,1%	5,6%	7,0%	7,2%
Serbest nakit akışı marjı	7,2%	-6,6%	7,3%	1,1%	3,3%

## Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Net kâr	6,01	4,50	4,63	7,70	9,37
Özsermaye	15,08	12,21	16,85	21,30	25,28
Temettü	4,68	5,62	0,00	3,24	5,39

## Değerleme

F/K	5,7x	7,6x	7,4x	4,5x	3,7x
F/DD	2,3x	2,8x	2,0x	1,6x	1,4x
FD/FAVOK	5,0x	6,3x	6,2x	4,5x	3,9x
FD/Net satışlar	0,6x	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x
Temettü verimi	13,7%	16,4%	0,0%	9,5%	15,7%
Serbest nakit akışı verimi	16,5%	-14,0%	17,5%	3,4%	12,4%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Yatırım Merkezlerimiz

**Genel Müdürlük**

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez  
Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

**Adana**

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.  
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

**Ankara**

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.  
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9  
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

**Antalya**

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden  
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

**Bakırköy**

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:  
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

**Bursa**

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.  
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

**Denizli**

Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26  
Kat: 6 Bayramyeri - DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

**Erenköy**

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333  
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

**Gaziantep**

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.  
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:  
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

**Girne**

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.  
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 54-55-56

**İzmir**

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi  
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

**İzmit**

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -  
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

**İzmit İrtibat**

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı  
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

**Karadeniz Ereğli**

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat  
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2  
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

**Kartal**

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:  
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

**Kayseri**

Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza  
Apt. No:8 Kat:2 D:5 Melikgazi / KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

**Mersin**

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B  
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

**Marmaris İrtibat Bürosu**

Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa  
Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2  
Marmaris / MUĞLA

(0 252) 321 08 00

**Akatlar İrtibat Bürosu**

Akatlar Mahallesi Ebulula Mardin Cad.  
Maya Meridien İş Merkezi No:16 D Blok  
Kat:11 Bağımsız Bölüm No:29 Akatlar-  
Beşiktaş/İSTANBUL

(0 212) 355 4605

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.