

Türk Traktor (TTRAK TI/TTRAK.IS)

TUT

Güçlü temeller ve yüksek temettü verimi...

- Hisse için "TUT" tavsiyemizi korurken 12A Hedef Fiyatımızı 58.50TL'den 63.00TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %18 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.
- Türk Traktör Yönetim Kurulu, 2013 karından 300mnTL temettü ödenmesini Genel Kurul onayına sunmuştur. Bu rakam %10 temettü verimine işaret etmektedir.
- İç pazar traktör satışlarının bu sene yatay seyredeceğini ve Türk Traktör'ün pazar payını i) ithalatçıların rekabet gücünün azalması, ii) kapasite sınırının ortadan kalkmasıyla birlikte 4 puan arttıracığını düşünüyoruz.

Yüksek temettü dağıtım politikası devam ediyor... Türk Traktör düzenli temettü veren bir şirket olup 5 yıllık ortalama temettü verimi %7 seviyesindedir. Şirket, 300mnTL temettü ödemesinin GK onayına sunulduğunu açıklamıştır. Bu rakam %10 temettü verimine işaret etmektedir.

2014 yılında traktör pazarının yatay seyretmesini beklerken, kuraklık bu beklentimize yönelik risk oluşturmaktadır... Türk Traktör'ün 2013 yılında pazar payı %47 olmuştur. 2014 yılında, iç pazar satışlarının 52,808 adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, TL'nin değer kaybıyla birlikte ithalatçıların üzerinde artan baskıdan yerel üreticiler faydalanacaktır. Türk Traktör'ün yeni fabrikasının açılmasıyla birlikte pazar payını %50 seviyesine çıkartmasını bekliyoruz. Öte yandan, kuraklık riski talep üzerinde baskı yaratabilir.

Efektif vergi oranı teşvikler neticesinde azalacak... Hatırlanacağı üzere şirket, Sakarya Fabrikası'na yaptığı yatırımlar için 90.4mnTL tutarında "yatırım teşvik sertifikası" almıştır. Bu sertifika i) KDV istisnası, ii) Kurumlar Vergisi oranında düşüş, iii) gümrük ayrıcalığı iv) çalışanların sigorta payına devlet katkısı sağlamaktadır. Teşvik ile birlikte, şirketin efektif vergi oranının 2013 yılındaki %13 seviyesinden 2014'te %10 düşmesini öngörüyoruz.

Finansallar, mnTL	2011	2012	2013T	2014T	2015T
Net Satışlar	1,801	1,974	2,175	2,765	2,981
Büyüme	51%	10%	10%	27%	8%
FAVÖK	323	313	349	413	476
Net Kar	277	268	280	337	372
FAVÖK Marjı	17.9%	15.9%	16.1%	15.0%	16.0%
Net Marjı	15.4%	13.6%	12.9%	12.2%	12.5%
Temettü Verimliliği	6.5%	6.5%	6.5%	9.7%	0.0%
FD/FAVÖK	10.x	10.3x	9.3x	7.8x	6.8x
F/K	11.2x	11.5x	11.1x	9.2x	8.3x

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

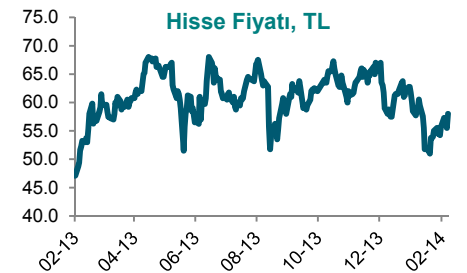
Kerimcan Uzun
kuzun@atainvest.com
+90 (212) 310 62 83

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	58.00
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	63.00
Beklenen Temettü Verimliliği	10%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	8%
Toplam Yükselme Potansiyeli	18%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	3,095
Piyasa Değeri, mn ABD\$	1,409
Girişim Değeri, TL mn	3,234
Halka Açıklık, %	24%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	5.1



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	-1%	-9%	11%
İMKB100'e göre	3%	7%	34%

Gelir Tablosu (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	1,801	1,974	2,175	2,765	2,981
FAVÖK	322	313	349	413	476
Amortisman	11	19	25	35	35
Faaliyet Karı	311	294	325	378	441
Diğer Gelir ve Giderler, Net	5	11	25	-7	-8
Finansal Gelir ve Giderler, Net	26	6	-29	4	4
Vergi Öncesi Kar	342	311	320	375	438
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	277	261	280	337	372
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	277	261	280	337	372
Hisse Başına Kar	5.20	4.90	5.24	6.32	6.97

Bilanço (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Nakit ve Nakit Benzerleri	245	379	209	26	91
Ticari Alacaklar	399	333	364	524	565
Stoklar	308	293	413	504	536
Maddi Duran Varlıklar	110	157	274	392	386
Şerefiye	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklar	178	159	234	252	268
Toplam Varlıklar	1,240	1,320	1,495	1,698	1,845
Finansal Borçlar	235	356	349	338	346
Ticari Borçlar	345	225	314	440	467
Diğer Borçlar	64	75	89	140	149
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Özsermaye	596	664	743	781	883
Net Borç	-10	-23	139	312	255

Özet Nakit Akımları (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
FAVÖK	322	313	349	413	476
Vergi	-62	-59	-65	-76	-88
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-131	-56	-64	-125	-45
Yatırım Harcamaları	-75.4	-80.6	-152.3	-145.6	-28.9
Operasyonel Nakit Akışı	54	117	68	68	314
Temettü	-150	-200	-200	-300	-270
Borçlanmadaki Değişim	66	121	-7	-11	8
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	27	96	-30	60	13
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	-3	134	-170	-183	65
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	245	379	209	26	91

Büyüme Oranları	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	51%	10%	10%	27%	8%
FAVÖK	30%	-3%	12%	18%	15%
Net Kar	54%	-6%	7%	20%	10%

Önemli Finansal Rasyolar	2011	2012	2013	2014T	2015T
Özsermaye Karlılığı	52.2%	41.5%	39.8%	44.3%	44.7%
FAVÖK Marjı	17.9%	15.9%	16.1%	15.0%	16.0%
Operasyonel Nakit Akışı Marjı	3.0%	5.9%	3.1%	2.4%	10.5%
Net Marj	15.4%	13.2%	12.9%	12.2%	12.5%
Net Borç/Özsermaye	-0.02	-0.03	0.19	0.40	0.29
Net Borç/FAVÖK	-0.03	-0.07	0.40	0.75	0.54
KV Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	47.7%	45.2%	4.2%	0.0%	0.0%
Özsermaye/Toplam Aktif	48.0%	50.3%	49.7%	46.0%	47.8%
Finansal Borç/Toplam Aktif	19%	27%	23%	20%	19%
Faiz Karşılama Oranı	68.0	19.3	23.3	28.0	31.9
Cari Oran	2.1	2.5	2.8	2.2	2.3
Nakit Temettü Oranı	72.1%	76.5%	107.2%	80.0%	80.0%

Önemli Operasyonel Bilgiler	2011	2012	2013	2014T	2015T
İç pazar satışları	31,152	25,597	24,624	26,404	27,460
Dış pazar satışları	9,601	14,565	14,402	15,500	16,000
Toplam satışlardaki büyüme:	41%	-1%	-3%	7%	4%
€/TL Ortalama Parite	2.328	2.304	2.531	2.951	3.002

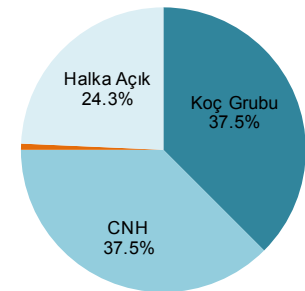
Türk Traktör

Sektör: Otomotiv
Bloomberg Kodu: TTRAK TI
Öneri: Endeks Paralel Getiri

Şirket Hakkında

Koç Holding ve CNH arasında bir ortak girişim olarak kurulan şirkette, her grubun %37,5 payı bulunmaktadır. Türk Traktör, tarım sektörünün en büyük traktör tedarikçisi konumundadır ve %50 civarında bir pazar payı ile liderliğini korumaktadır.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Tezi: Güçlü temeller ve yüksek temettü verimi...

Hisse için "TUT" tavsiyemizi korurken 12A Hedef Fiyatımızı 58.50TL'den 63.00TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %18 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Türk Traktör, 9.2x 2014T F/K çarpanıyla küresel benzerlerine göre %10 iskontolu işlem görmektedir

Temettü Politikasında değişiklik yok... 2013 karından 300mnTL temettü dağıtılacak...

Türk Traktör düzenli temettü veren bir şirket olup 5 yıllık ortalama temettü verimi %7 seviyesindedir. Şirket 2014 yılında Sakarya Fabrikası için ABD\$40mn yatırım harcaması yapmayı planlasa bile, güçlü finansalları sayesinde yüksek temettü ödemeye devam edecek. Türk Traktör, 2013 karından 300mnTL temettü ödemesinin GK onayına sunulduğunu açıklamıştır. (Kabul edilmesi durumunda ödeme 31 Mart 2014 tarihinde gerçekleşecektir) Bu rakam %10 temettü verimine işaret etmektedir.

Yeni Fabrika 2Y14'te operasyonel hale gelecek, kapasite 35 bin'den 50 bin'e yükselecek...

Türk Traktör'ün Sakarya'daki yeni fabrikasının 2Y14'te tamamlanması planlanmaktadır. Fabrika için toplamda ABD\$80mn yatırım harcaması gerçekleştirilecektir. Şu ana kadar bu miktarın yarısı harcanmış olup, geri kalan ABD\$40mn 2014 yılında harcanacaktır. Şirket, montaj ve boyama tesislerini yeni fabrikaya taşıırken, motor ve şanzıman üretimi Ankara'da devam edecektir. Yeni fabrikanın tamamlanması ile birlikte, kapasite 50 bin'e yükselecektir.

Efektif vergi oranını tahminimizi %15'ten %10 seviyesine çekiyoruz. Buna göre, 2014 yılı net kar tahminimizi TL317mn'dan TL337mnTL seviyesine yükseltiyoruz.

Türk Traktör, Sakarya Fabrikası'na yaptığı yatırımlar için 90.4mnTL tutarında "yatırım teşvik sertifikası" almıştır. Bu sertifika i) KDV istisnası, ii) Kurumlar Vergisi oranında düşüş, iii) gümrük ayrıcalığı iv) çalışanların sigorta payına devlet katkısı sağlamaktadır. Teşvik ile birlikte, şirketin efektif vergi oranı tahminimizi %15'ten %10 seviyesine çekiyoruz. Buna göre, 2014 yılı net kar tahminimizi TL317mn'dan TL337mnTL seviyesine yükseltiyoruz.

Şirketin 2014 yılında pazar payının 3 puan artarak %50 seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz...

2013 yılında şirketin pazar payı %47 seviyesinde gerçekleşti ve 2012 yılındaki %51 seviyesinin altında kaldı. Şirketin kapasite sınırlaması sebebiyle pazar payı kaybettiğini düşünmekteyiz. İleriye dönük olarak, şirketin i) TL'nin değer kaybıyla birlikte ithalatçıların azalan rekabet gücü ve ii) Sakarya Fabrikası'nın açılmasıyla kapasite sınırlarının kalkması neticesinde 3 puan pazar payı kazanarak iç pazarda 26 bin adet satış yapmasını beklemekteyiz.

Hükümet 2016 yılında hurda teşvikini uygulamaya koyabilir...

Türkiye traktör parkında yaklaşık 1.5mn adet traktör bulunmaktadır. Traktör parkının %48'i ise 25 yaşın üzerindedir. Ortalama traktör yaşı ise 23 seviyesindedir. (AB ortalaması:10) Bir traktörün optimal kullanım yaşının 24 olduğunu düşündüğümüzde, parkın hemen hemen yarısı optimal ömürlerini bitirmiş bulunmaktadır. Bu tarz traktörler önemli ölçüde verimlilik problem yaratmaktadır. Mekanik kullanım ömrünü doldurmuş bir traktörü kullanmak ortalama olarak 11binTL seviyesinde masraf yaratmaktadır.

Yaşlı traktör sayısının çok olması ve getirdiği verimlilik problemleri neticesinde, hükümetin bu konuda bir teşvik planı uygulamaya koymasının kaçınılmaz olduğunu düşünüyoruz. Böyle bir teşvik planının 25 yaş üstü traktörleri kapsayacağına inanıyoruz. Bununla birlikte, Faz-4 motorlar 2016 yılında yerel üreticiler tarafından piyasaya sunulacaktır. Bu nedenle, hükümetin teşvik planını uygulamaya koymadan önce yerel üreticilerin Faz-4 motor standardına uyum sağlamasını bekleyerek, iç pazarın ithal ürünlerle dolmasının önüne geçmek isteyeceğini düşünüyoruz. Şu anda tahminlerimize hurda teşvikini yansıtmamakla birlikte, 2016 yılında hükümetin hurda teşviğini yürürlüğe koyabileceğine inanıyoruz.

Tablo 1 - Türk Traktör – Revizyonlar

	Ata Yatırım		Gerçekleşen		Önceki		Yeni
	2013T	Fark	2013G	2014T	Revizyon	2014T	
Net Satışlar	2,185	-0.5%	2,175	2,740	0.9%	2,765	
VAFÖK	349	0.0%	349	410	0.8%	413	
VAFÖK Marjı	16.0%	7 bps	16.0%	15.0%	-1 bps	15.0%	
Net Kar	270	3.7%	280	317	6.4%	337	
Net Kar Marjı	12.4%	52 bps	12.9%	11.6%	63 bps	12.2%	

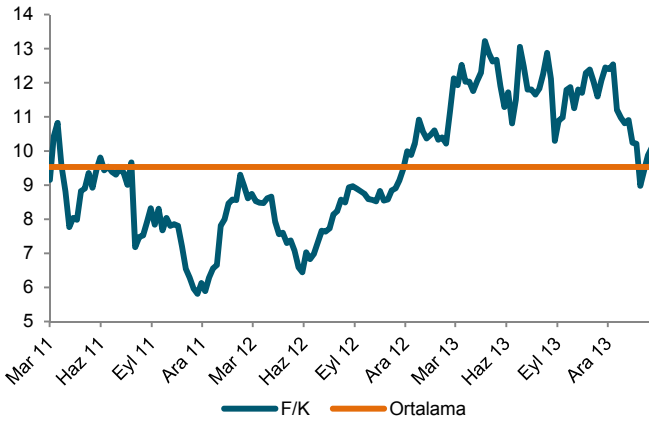
Kaynak: Şirket Verisi, Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 2- Türk Traktör - Küresel Benzerler

	ŞD/VAFÖK		F/K		Mcap	ŞD
	2014T	2015T	2014T	2015T	(mn US\$)	(mn US\$)
CNH GLOBAL N.V.	-	-	-	-	-	-
AGCO CORP	4.9	5.2	9.4	9.3	5,031	5,268
DEERE & CO	11.2	11.6	10.2	10.9	31,934	61,722
FIRST TRACTOR CO-H	10.6	8.6	10.1	7.4	1,185	1,559
MAHINDRA & MAHINDRA LTD	8.2	6.8	12.1	8.7	8,975	14,042
Küresel Benzerler-Medyan	9,4	7,7	10,2	9,0		
Türk Traktör	7,8	6,8	9,2	8,3	1,409	1,472
Prim/iskonto	-17%	-12%	-10%	-8%		

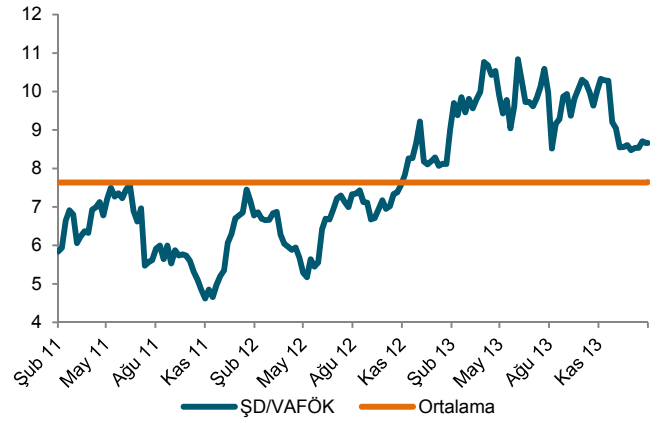
Kaynak: Bloomberg, Ata Yatırım

Tablo 3 -Türk Traktör- Tarihsel F/K Çarpanı



Kaynak: Bloomberg

Tablo 4 - Türk Traktör - Tarihsel ŞD/VAFÖK Çarpanı



Kaynak: Bloomberg

4. Çeyrek Sonuçları bekletilerimize paralel gerçekleşmiştir...

Güçlü satış hacmi ve Euro, ciro büyümesini destekledi... Şirket 4Ç13'de iç pazar satış hacmini %33 arttırırken, ihracatını da %13 arttırmıştır. Artan satış miktarı ve yükselen Euro ile birlikte şirketin net satışları yıllık bazda %33 büyüyerek 567mnTL'ye ulaşmış ve beklentimiz olan 576mn TL'ye paralel gerçekleşmiştir.

%14.8 olan VAFÖK marjı tahminlerimize paraleldir... Şirketin 4Ç13 VAFÖK marjı beklentimiz olan %14.4'e paralel olarak %14.8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin VAFÖK marjı çeyreklik bazda 258 baz puan daralmıştır. Bu daralmanın arkasında artan ihracat ve mevsimsel olarak yüksek olan ekipman satışlarının yattığını düşünüyoruz.

TL75mn net kar rakamı beklentimiz olan TL65mn'un hafif üzerinde gerçekleşmiştir... Beklenenden düşük gerçekleşen vergi gideri, gerçekleşen rakamlar ve tahminlerimiz arasında oluşan sapmanın kaynağıdır.

Türk Traktör'ün net borç pozisyonu 77mnTL artarak 139mnTL'ye yükselmiştir... Şirketin devam eden fabrika yatırımıyla birlikte 4Ç13'te yatırım harcamaları 94mnTL olmuştur. Yüksek yatırım harcamasıyla birlikte, şirketin net borç pozisyonu 3Ç13'teki 62mnTL seviyesinden 139mnTL seviyesine yükselmiştir.

Türk Traktor - 4Ç13 Sonuçları

	CNBC-e	Ata									
	Konsensusu	Yatırım	Gerçekleşen								
TL m n		4Ç13T	Sapma	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Ç13	Ç/Ç Δ	2013	2012	y/y Δ
Net Satışlar	591	576	-2%	567	425	33%	506	12%	2,175	1,974	10%
SMM		-455	-1%	-449	-342	31%	-388	16%	-1,703	-1,552	10%
Brüt Kar		121	-2%	118	83	42%	118	0%	472	422	12%
Operasyonel Giderler		-40	3%	-41	-29	40%	-37	12%	-147	-128	15%
Operasyonel Kar		81	-5%	77	54	42%	82	-6%	325	294	10%
Net Diğer Faaliyet Gel./(Gid.)		-21	-141%	9	1	988%	9	0%	25	11	131%
Finansal Giderler		26	-121%	-5	-3	58%	-12	-56%	-29	6	n.m.
Azınlık Payları		0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.	0	0	n.m.
VÖK		86	-6%	80	52	56%	78	3%	320	311	3%
Vergi		-21	-72%	-6	-6	-7%	-10	-39%	-40	-50	-19%
Net Kar	65	65	15%	75	45	65%	68	9%	280	261	7%
Amortisman		2	229%	7	5	24%	6	8%	25	19	30%
VAFÖK	85	83	1%	84	60	41%	88	-5%	349	313	12%
Brüt Kar Marjı		20.9%	-12 bps	20.8%	19.6%	121 bps	23.4%	-253 bps	21.7%	21.4%	29 bps
Oper. Gid./Net Satışlar		-6.9%	-36 bps	-7.2%	-6.9%	-36 bps	-7.2%	-1 bps	-6.8%	-6.5%	-27 bps
VAFÖK Marjı	14.4%	14.4%	35 bps	14.8%	14.0%	75 bps	17.3%	-258 bps	16.1%	15.9%	20 bps
Net Kar Marjı	11.0%	11.3%	190 bps	13.2%	10.7%	250 bps	13.5%	-37 bps	12.9%	13.2%	-38 bps

Kaynak: Şirket Verisi, Ata Yatırım Tahminleri

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. Bu görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ön ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İşbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.