

Güçlü finansalların ardından 2024 yılında yüksek baz etkisi göreceğiz

Türk Traktör için 12 aylık hedef fiyatımızı %34 yukarı potansiyel taşıyan 964,00TL'ye yükseltirken (önceki: 943,60TL/hisse) "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Türk Traktör'ü; (i) güçlü yurt içi talebi (ii) yurt içi satışlarındaki karlılığı (iii) son dönemde yükselen faiz oranlarına rağmen çiftçilere sunulan uygun finansman kolaylığı ve sağlıklı bilanço yapısına sahip olması dolayısıyla beğeniyoruz. Yıl başından itibaren %48 relatif performans gösteren hisse, 2024 tahminlerimize göre 6,9x F/K ve 5,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Güçlü yurt içi talep devam ediyor

Türkiye'de Traktör üretimi 9A23'te yıllık %25 artışla 69,5bin adet seviyeye yükselmiştir. Bu dönemde, trafiğe kaydı yapılan traktör sayısı yıllık %29 arttı ve 57,5bin adete ulaştı. Ek olarak, yurt dışı satış hacmindeki yıllık büyüme devam etti ve yıllık bazda ihracat adedi %5 yükselerek yaklaşık 16,7bin adet oldu. Türk Traktör, aynı dönemde adetsel bazda üretimini yıllık %23, yurt içi satış hacmini %32 ve ihracatını %11 arttırmayı başardı. Şirketin, 2023 yılını %44 pazar payı ile kapatacağı düşüncesindeyiz. 2024 yılında tarımsal destek programlarının desteği devam etse de yüksek baz etkisi, politika faizindeki yükseliş, kurak geçen dönem sebebiyle rekoltenin düşmesi gibi etkenler göz önüne alındığında pazarda %15 daralma ile 65bin adet seviyesinde bir hacim olmasını öngörüyoruz.

Başarılı fiyatlama kabiliyeti marjları destekliyor

Traktör ve traktör dışı satış gelirlerinde başarılı fiyatlama stratejileri sayesinde marjlarda gözle görülür bir iyileşme olduğu görülüyor. Güçlü brüt kar marjının desteğiyle 2023'te FAVÖK marjının %23,0 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 3Ç23'te, enflasyonist ortamda yaşanan operasyonel giderlerdeki artışa rağmen Operasyonel Gider/ Satışlar 3Ç22'nin hafif üzerinde %5,2 olarak gerçekleşti. Rekor seviyelere ulaşılan 2023 yılının ardından 2024'te marjlarda normalleşme olacağını tahmin ediyoruz.

Uygun finansman ortamı ve tarımsal destek programları itici güç olmayı sürdürüyor

Son dönemde mevduat ve taşıt kredi faizlerindeki yükselen görüntüye rağmen devletin uyguladığı tarımsal destek programları ve Ziraat Bankası tarafından sübvansiyon edilen makul faiz oranı sebebiyle traktör pazarına sağlanan finansman uygunluğu pazarı destekleyecektir. Ziraat Bankası'nın sübvansiyon sonrası faiz oranı Ekim 2023 itibarıyla %21 seviyesindedir.

Sağlıklı bilanço ve yüksek temettü verimi

Şirket, güçlü serbest nakit akışına ek olarak 3Ç23 finansallarına göre 4,1milyarTL net nakit pozisyonundadır. Yatırım harcaması tutarının 1,1milyarTL – 1,3milyarTL şirket beklentisine paralel seviyede olup takip eden yıllarda Yatırım harcaması/ satışlar rasyosunda sert bir yükseliş beklemiyoruz. Türk Traktör'ün, 2023 yılı tahminlerimize göre hisse başına brüt 65,8TL temettü dağıtmasını bekliyoruz. Hesaplamalarımızda, temettü dağıtma oranını %76 olarak belirledik.

Riskler & Katalistler

Şirket için potansiyel riskleri; (i) Ziraat Bankası sübvansiyon sonrası faiz oranında yaşanacak sert yükseliş (ii) yurt içi ve yurt dışında yaşanacak düşük talep (iii) düşük rekolte sebebiyle çiftçilerin gelirlerindeki azalış olarak değerlendiriyoruz. Özellikle, mazot, gübre ve hayvancılık alanında Türkiye'de tarımsal destek program bütçelerinin artması, yüksek gıda enflasyonunun devam etmesi ve mevcut tarım kredi faizlerindeki düşük seyri şirket için ana katalistler olarak değerlendiriyoruz.

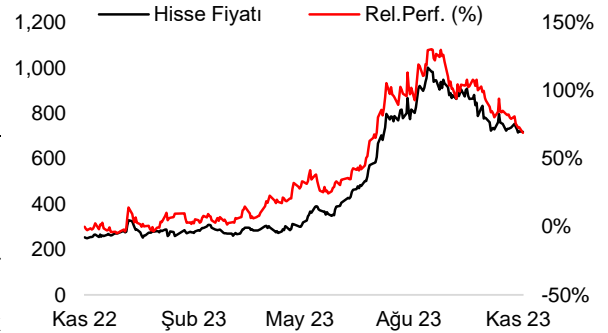
TTRAK

Bloomberg/Reuters Kodu	TTRAK TI / TTRAK.IS
Hisse Fiyatı (TL)	718.50
Hedef Fiyat (TL)	964
Yükseliş Potansiyeli	34%
Tahmini Temettü Verimliliği	9.7%

Piyasa Değeri (mn TL)	71,898
Halka Açıklık (%)	25.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	1002 / 253
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	16.2
Net Borç/ (Net Nakit) (mn TL) -3Ç23	-4,107
Firma Değeri (mn TL)	67,792

Tahminler	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	11,644	21,835	48,909	66,126
% büyüme	92%	88%	124%	35%
FAVÖK	1,733	3,406	11,249	12,852
% marj	14.9	15.6	23.0	19.4
Net Kar	1,322	2,971	9,231	10,388
% marj	11.4	13.6	18.9	15.7
Sermaye Getirisi	76%	104%	128%	83%
Kar Payı	1,200	2,100	6,986	7,862
% Kar dağıtım oranı	91	71	76	76
% Kar payı verimi	1.7%	2.9%	9.7%	10.9%

Çarpanlar	1A	3A	12A	YBB
F/K	54.4	24.2	7.8	6.9
FD/FAVÖK	39.1	19.9	6.0	5.3
F/DD	12.5	6.4	3.0	1.6
Rel. Getiri	-12%	-16%	73%	48%
Mutlak	-8%	-12%	188%	118%



Analist: [Yusuf Evkuran](#) +90 212 319 1214

Tablo 1: Türk Traktör – Tahmin Revizyonları

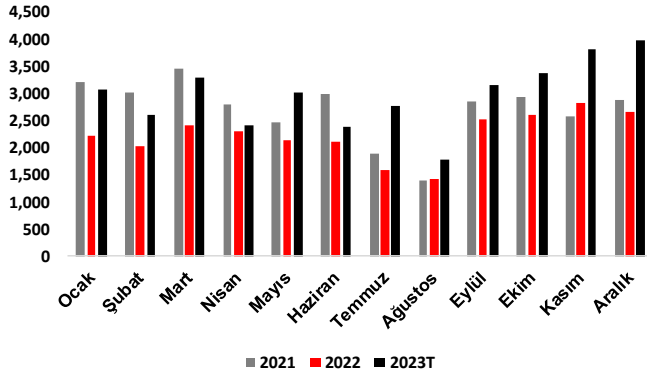
2023 ve 2024 yılları için tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler aşağıdaki gibidir.

Tahmin Revizyonları	Eski		Yeni		Değişim	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Satış Gelirleri	44,538	55,546	48,909	66,126	10%	19%
FAVÖK	10,275	11,566	11,249	12,852	9%	11%
FAVÖK Marjı	23.1%	20.8%	23.0%	19.4%	0.0 p	-0.1 p
Net Kar	8,868	9,796	9,231	10,388	4%	6%

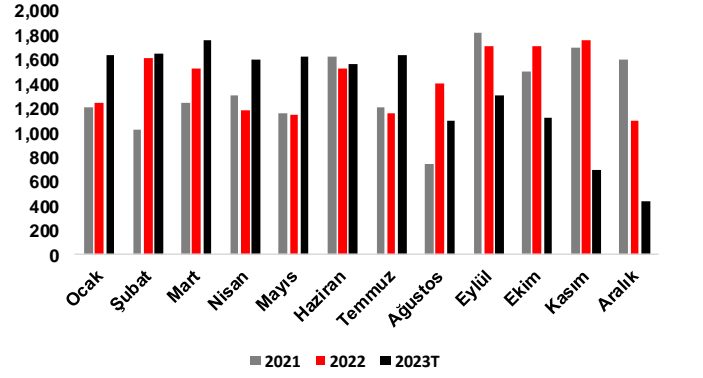
Yurt içi Hacim (bin)	34,394	32,379	35,786	31,134	4%	-4%
Yurt dışı Hacim (bin)	15,841	14,574	16,164	14,871	2%	2%
Toplam Hacim	50,235	46,953	51,950	46,005	3%	-2%

Kaynak: OYAK Yatırım

Grafik: Yurt içi Traktör Satış Hacmi (adetsel/ aylık)



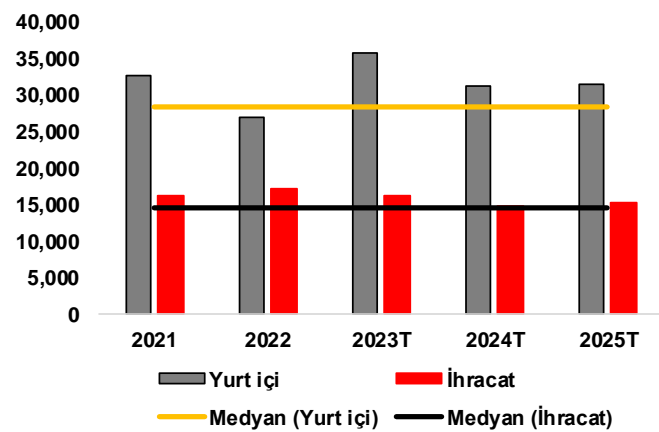
Grafik: İhracat Traktör Satış Hacmi (adetsel/ aylık)



Kaynak: OYAK Yatırım, Türk Traktör

Kaynak: OYAK Yatırım, Türk Traktör

Grafik: Traktör Satış Hacmi (adet)

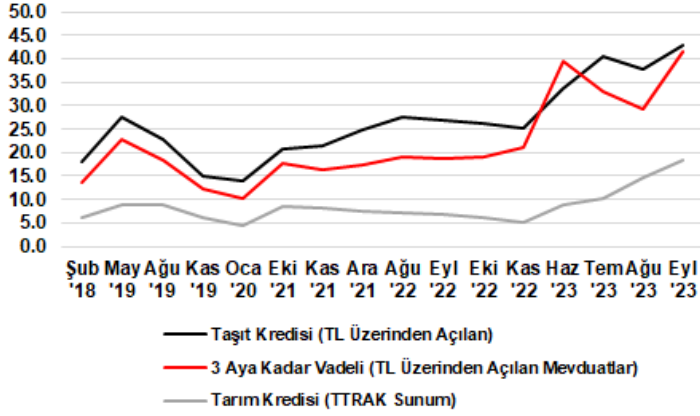


Kaynak: OYAK Yatırım, Türk Traktör

Türkiye Traktör Pazarı 9A23'te yıllık bazda %29 yükselişle 57,5bin adede yükseldi. Yurt içi traktör pazarı uygun finansman ortamı ve çiftçilerin yüksek gelir elde etmesinin desteğiyle yıllık güçlü bir büyüme gösterdi. Şirket, 9A23'te pazar büyümesine paralel yıllık %32 artışla 25,3bin adet traktör satışı gerçekleştirdi.

Bu verilere göre, aynı dönemde şirketin pazar payı %43 seviyesinde tamamlandı. "New Holland" markası pazardaki lider konumunu sürdürürken "Case IH" ise %9 pazar payını korumayı başardı. Türkiye Traktör ihracatı ise aynı dönemde yıllık %5 yükselişle 16,7bin oldu. İhracatın %80'i Kuzey Amerika ve Avrupa pazarlarına yapılmaktadır. 2023 yılının ilk 9 ayında Türkiye traktör ihracatının %83'ü Türk Traktör tarafından yapıldı.

Yurt içi ve yurt dışı satış hacimlerinin 10 yıllık ortalamalarına göre (2011 – 2022) üzerinde seyrettiği görülüyor. 2024 yılında toplam satış hacminde yıllık bazda daralma olacağını düşüncelerimizde de yurt içi satış adetlerinde devlet tarafından verilen desteklerin devamı, girdi fiyatlarının gerilemesi, bitkisel üretim ve ürün fiyatlarındaki artıştan kaynaklı traktör talebinin 10 yıllık ortalamasının üzerinde devam edeceği düşüncesindeyiz. Aynı dönem için ihracat hacminde ise yıllık %8 azalışla 14,9bin adet satış gerçekleştirmesini bekliyoruz.

Grafik: Faiz Oranları


Şirketin yurt içi satışlarında Ziraat Bankası tarafından tüketicilere sübvansiyon sonrası faiz oranı olan %21 ile kredi imkanı sunulmaktadır. Mevcut tarımsal destek programları sürdüğü sürece talep güçlü kalmaya devam edecektir. Son dönemde taşıt kredi ve mevduat faizlerindeki yükselişe rağmen tarım kredisinin makul oranda kaldığını görüyoruz. Yakın dönemde tarım kredilerinde sert bir yükseliş öngörmüyoruz.

Kaynak: Türk Traktör Yatırımcı Sunumu, TCMB

Tablo 2: Benzer Şirket Karşılaştırması

Türk Traktör, Uluslararası benzer şirket çarpanlarından elde edilen hedef değere ilişkin olarak, Bloomberg'den benzer şirketleri listeledik. Benzer şirketlerin ortalama FD/FAVÖK çarpanı 6,7x olup, TTRAK hisselerinin küresel emsallerine kıyasla %20 iskontolu işlem gördüğünü göstermektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/ FAVÖK 24T	FD/ FAVÖK 25T	F/K 24T	F/K 25T
AGCO CORP	Amerika	8,686	5.3	5.4	8.0	8.1
CNH INDUSTRIAL N	Birleşik Krallık	13,611	5.1	4.9	6.3	6.0
DEERE & CO	Amerika	106,615	9.0	9.1	12.4	12.2
KUBOTA CORP	Japonya	16,594	11.7	11.0	12.2	11.5
UNITED TRACTORS	Endonezya	5,441	2.5	2.5	5.0	5.2
Küresel Ortalama			6.7	6.6	8.8	8.6
Türk Traktör		2,501	5.4	4.7	6.6	5.6
Benzerlerine göre Prim/ İskonto Oranı			-20%	-28%	-25%	-35%

Kaynak: OYAK Yatırım, Bloomberg

Tablo 3: Türk Traktör – Değerleme Tablosu

Değerleme çalışmamızda; (i) risksiz getiri oranını %21,0 (ii) piyasa risk primini %5,5 (iii) şirket betasını 0,84, (iv) sonsuz büyüme oranını %13,0 olarak kullandık. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %23,8 olarak hesapladık. Böylece, 12 aylık hedef fiyatımızı %34 oranında yükseliş potansiyeli taşıyan 964,00TL'ye (önceki: 943,60TL) revize ettik.

TTRAK (mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	48,909	66,126	86,405	102,002	114,862	127,619	139,345	152,084	164,632
FVÖK	10,772	12,051	14,883	17,263	19,095	21,216	22,887	24,675	26,381
Vergi Gideri	2,693	3,013	3,721	4,316	4,774	5,304	5,722	6,169	6,595
FAVÖK	11,249	12,852	15,880	18,399	20,427	22,674	24,474	26,419	28,263
Yatırım Harcamaları	1,512	2,110	2,757	3,255	3,780	4,200	4,586	5,005	5,418
İşletme Sermayesinde Değişim	191	-54	176	232	264	306	295	330	346
Serbest Nakit Akış	6,854	7,783	9,227	10,597	11,610	12,864	13,871	14,916	15,904
İndirgenmiş Nakit Akım	6,719	6,159	5,895	5,466	4,834	4,325	3,763	3,267	2,813

Devam Eden Değer	154,926
Büyüme Oranı	13.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	29,417
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	43,242
Firma Değeri	72,659
Net Borç/ (Net Nakit) 3Ç23 sonu	-4,107
Azınlık Payı	0
Hedef Piyasa Değeri	96,445
Hisse Adedi (mn)	100
Hedef Fiyat (TL)	964

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Getiri Oranı	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Özkaynak Maliyeti	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
Beta	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
Borçlanma Ağırlığı	50%	49%	50%	49%	49%	50%	48%	49%	51%
Sermaye Ağırlığı	50%	51%	50%	51%	51%	50%	52%	51%	49%
Borçlanma Maliyeti	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
Vergi oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	23.8%	23.9%	23.8%	23.9%	23.9%	23.8%	23.9%	23.9%	23.8%
İskonto Faktörü	1.02	1.26	1.57	1.94	2.40	2.97	3.69	4.57	5.65

Kaynak: OYAK Yatırım

Tablo 4: Türk Traktör – Gelir Tablosu & Bilanço

Gelir Tablosu (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satışlar	6,243	11,644	21,835	48,909	66,126	86,405
Satışların Maliyeti	4,935	9,511	17,469	35,706	50,920	67,400
Brüt Kar	1,308	2,133	4,366	13,203	15,206	19,005
Operasyonel Giderler	380	560	1,173	2,431	3,155	4,122
Esas Faaliyet Karı	928	1,573	3,193	10,772	12,051	14,883
Diğer Operasyonel Gelirler/Gider	7	-159	-175	-161	-217	-284
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	2	2	21	21	21	21
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	936	1,415	3,040	10,632	11,855	14,620
Net Finansman Gelir/Gider	-63	95	-176	489	661	864
Vergi Öncesi Kar	874	1,510	2,863	11,121	12,516	15,484
Dönem Vergi Gelir/Gider	-97	-188	108	-1,891	-2,128	-2,632
Net Dönem Karı	776	1,322	2,971	9,231	10,388	12,852

Kaynak: OYAK Yatırım, Türk Traktör

Bilanço (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit & Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	1,890	1,567	4,837	11,216	15,088	19,748
Ticari Alacaklar	796	1,264	2,102	3,205	4,246	5,548
Stoklar	871	1,739	3,615	5,198	7,315	9,474
Diğer Dönen Varlıklar	112	369	1,023	2,292	3,099	4,050
Dönen Varlıklar	3,669	4,940	11,577	21,911	29,748	38,820
Duran Varlıklar	923	1,171	2,219	3,558	4,580	5,818
Toplam Varlıklar	4,592	6,111	13,796	25,469	34,329	44,638

Kaynak: OYAK Yatırım, Türk Traktör

Bilanço (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	252	580	3,313	2,330	2,580	2,830
Ticari Borçlar	1,478	2,409	4,925	7,421	10,583	13,868
Diğer Borçlar	294	378	978	3,345	4,480	5,800
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,025	3,367	9,216	13,096	17,643	22,498
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,042	555	577	677	1,277	1,377
Diğer Borçlar	84	138	365	880	1,190	1,555
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,126	693	942	1,558	2,467	2,933
Toplam Borçlar	3,151	4,060	10,158	14,654	20,111	25,430
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak	1,441	2,051	3,638	10,816	14,218	19,207
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	1,441	2,051	3,638	10,816	14,218	19,207
Toplam Kaynaklar	4,592	6,111	13,796	25,469	34,329	44,638

Kaynak: OYAK Yatırım, Türk Traktör

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.