

HEDEF FİYAT	880.67 TL
KAPANIŞ	699.00 TL
GETİRİ	+26.0%

Normalleşen karlılık beklentisiyle yeterince değerlenmiş hisse fiyatı

TTRAK'ı TUT tavsiyesiyle takibimize alıyoruz

Türkiye traktör pazarının lider şirketi Türk Traktör'ü TL880,7 hedef fiyat ve TUT tavsiyesiyle takibimize alıyoruz. İndirgenmiş nakit akımı (%60) ve çarpan analiziyle (%40) ulaştığımız hedef fiyatımız %26'lık bir yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Şirket için son yılların marj ve nakit yaratma becerisi bakımından en başarılı yılı olan 2023, şirket hissesinin de piyasa tarafından takdir edildiği bir yıl oldu. Hisse yılbaşından bu yana nominal %115 değer kazandı ve gösterge endeksin %71 üzerinde performans gösterdi. Tahminlerimize göre TTRAK, BIST otomobil + traktör şirketlerinin son on iki aylık medyan F/K'sına göre %15 iskontoyla 7,8x çarpanla işlem görmektedir. Bloomberg konsensüs rakamları, bu yılın rekor yüksek rakamlarına ek olarak gelecek yıl için de %16'lık net kar artışı öngörüyor fakat biz 2024T'de satış hacimlerinde ve marjlarda normalleşme beklediğimizden ötürü konsensüsten ayrışıyoruz. Tahminlerimize göre TTRAK, 8,8x 2024T F/K ve 6,9x 2024T FD/FAVÖK seviyesinde işlem görüyor; bu da uluslararası tarımsal araç üreticileriyle benzer seviyelere işaret etmektedir. Yatırımcıların hissede konumlanmak için daha iyi bir giriş noktası beklentileri gerektiğine inanıyoruz.

Yurtiçi pazar 2023'te zirveyi gördü, 2024'te aşağı yönlü dengelenme olasılığı yüksek

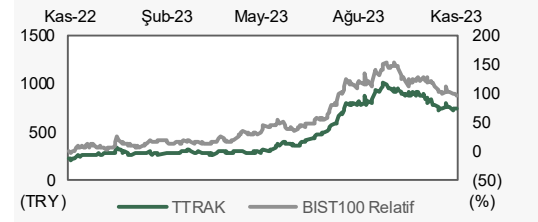
Yurtiçi traktör pazarının 2023 yılında 83 bin adetlik tarihi yüksek bir rakamla yılı tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Bu yılın rekor yüksek hacimlerinin geçtiğimiz on yılın ortalaması olan 60 binin %38 üzerinde olmasını bekliyoruz. Bilindiği gibi Türkiye traktör pazarı dünyanın en büyük dördüncü pazarı konumundadır. 2024T için, yüksek faiz oranları ve yavaşlayan tarımsal emtia enflasyonunun kaynaklı olarak hacimlerde ortalamalara dönüş görünümü yaşanacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, TTRAK'ın dağıtım gücü ve pazara yeni traktör modelleri sağlama yeteneği sayesinde faaliyetini %45 pazar payı ile sürdürmesini bekliyoruz. Genel olarak, ihracat hacimlerinin de sabit kalmasıyla TTRAK'ın satış hacimlerinde bir önceki yıla göre yaklaşık %12'lik bir düşüş bekliyoruz.

Rekor marjlar normalleşme yönüne girebilir

TTRAK, yurtiçindeki oldukça güçlü talep sayesinde maliyetlerini fiyatlarına hızla yansıtmayı başardı. Yüksek hacim/ölçek ekonomisinin de yardımıyla TTRAK'ın brüt kar marjı (amortisman hariç), son beş yılın ortalaması olan %20'den 9A23'te %28'e yükseldi. Bu marj artışının önemli bir kısmı yurtiçi satışların yurtdışı satışlara göre daha yüksek olmasından kaynaklanmakla birlikte, 2024 yılında bu kompozisyonun yurtiçi aleyhine değişmesiyle marjlarda da bir miktar normalleşme gerçekleşeceğini düşünüyoruz. FAVÖK marjının 2024T yılında 500 baz puan düşüşle %18'e gerilemesini, bunun da FAVÖK'te nominal %3 düşüşe yol açmasını bekliyoruz.

Hisse Detayları

Milyon TL	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	21,835	44,196	54,541	73,564
VAFÖK	3,406	10,149	9,806	13,435
Net kar	2,971	9,024	7,982	10,967
Kar marjı (%)	13.6	20.4	14.6	14.9
VAFÖK marjı (%)	15.6	23.0	18.0	18.3
Satış büyümesi (%)	87.5	102.4	23.4	34.9
F/K (x)	12.6	7.8	8.8	6.4
FD/VAFÖK (x)	10.7	6.6	6.9	4.9
PD/DD (x)	10.3	6.7	5.8	4.0
Net borç/VAFÖK (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
Net borç/Özsermaye (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
Özsermaye verimliliği (%)	104.4	127.8	70.5	73.9



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(5.6)	(26.3)	156.9
BIST100 relatif getiri (%)	(2.2)	(24.1)	79.6
Son kapanış fiyatı	699.00		
12 Aylık yüksek/düşük	1057.50/241.57		
Piyasa değeri (Milyon TL)	69,947		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	430.4		
Halka açıklık (%)	24.0		
Hisse sayısı (Milyon)	100		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Türk Traktör; TEB Yatırım Hesaplamaları

Yatırım Teması

TTRAK şirketini 880,7 TL HF ve TUT tavsiyesiyle takibimize alıyoruz. TTRAK'ın 2023 yılında marj genişlemesi ve nakit yaratma açısından gösterdiği üstün performansa rağmen; 2024T'de marjlarının normalleşmesini bekliyoruz. Ayrıca, hem yurt içi hem de yurt dışı piyasalarda ekonomik aktivitenin yavaşlayacağı yönündeki tahminimize göre, yurt içi pazarda hacimlerin azalmasına, ihracatın ise yatay seyretmesine yol açabilir. 2023T'de toplam pazar büyüklüğünün yılı 83 bin traktörle kapatmasını ve yeniden büyümeye başlamadan önce 2024T'de bir miktar dengelenerek 66 bine gerilemesini bekliyoruz. TTRAK'ın pazardaki lider konumunun ise süreceğini düşünüyoruz.

TTRAK hissesi, güçlü finansal performansının hak ettiği şekilde, 2023'te yılbaşından bu yana BIST 100 getiri endeksini %71 aştı ve nominal olarak %115 oranında performans gösterdi. Tahminlerimize göre, TTRAK 8,8x F/K ve 6.9x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görüyor, bu da uluslararası benzerleriyle yakın seviyeye işaret etmektedir.

Katalistler

Faiz indirimi döngüsünün beklenenden erken başlaması ve tarımsal destek ödemelerinin artırılması muhtemel katalistler olarak özetlenebilir.

Aşağı yönlü riskler:

Değerlememize yönelik aşağı yönlü riskler: 1) uluslararası hammadde fiyatlarında görülebilecek keskin artışlar, 2) özellikle Avrupa'da ve diğer yurtdışı pazarlarda ekonomik faaliyetin yavaşlaması, 3) yüksek faiz ortamının beklenenden uzun sürmesi.

Yukarı yönlü riskler:

TUT tavsiyemiz için yukarı yönlü riskler ise şunlardır: 1) beklentilerin üzerinde gerçekleşecek bir reel ekonomik büyüme; 2) uluslararası gıda fiyatlarının yükselmesi.

Yönetici Özeti

TTRAK'ı TUT tavsiyesi ve 880,7 TL hedef fiyatla takibimize alıyoruz. Hem yurt içi / ihracat gelirleri hem de güçlü marjlar açısından olağanüstü başarılı bir 2023 yılının ardından, yurtiçinde ve yurtdışı pazarlarında ekonomik faaliyetlerde yavaşlama beklentisi sebebiyle yurt içi traktör pazarında daralma, yurtdışı satış hacimlerinde ise yatay bir seyir izlenmesi beklentisi; yurt içi fiyatlardaki hızlı artış nedeniyle son iki yılda yurtiçine satılan traktörlerden elde edilen birim gelirin yurtdışına satılanlara göre önemli ölçüde asimetrik halde yüksek gelmesinin ardından bu iki metriğin birbirine yakınsamasını ve 2024T faaliyetinde belirli bir normalleşme yaşanacağını öngörüyoruz. Yurtiçi / yurtdışı birim satış gelirleri arasındaki bu asimetrik görünümün, traktör ithalatçılarının pazar payı kazanma iştahını tetikleyeceğini ve Türk Traktör açısından önümüzdeki dönemlerde daha zorlu bir faaliyet ortamına yol açacağını düşünüyoruz. Ek olarak hammadde maliyetlerindeki artışlar nedeniyle brüt kar marjlarının dengeleneceğini ve uluslararası tarımsal emtia fiyatlarında düşüş eğiliminin de yurtiçi pazara dengelenme getireceğini tahmin ediyoruz. Hisse fiyatlarında son üç ayda görülen görece zayıflığa rağmen yükseliş potansiyelinin hala sınırlı olduğunu düşünüyoruz.

10 yıllık ortalama Türkiye traktör pazar büyüklüğü 60 bin adet olup, uygun finansman koşulları, hem uluslararası hem de yurt içi düzeyde artan gıda enflasyonu ve canlı seyreden ekonomik aktivite sayesinde 2023T'de toplam pazar büyüklüğünün 2019A'dan bu yana %37 yıllık bileşik büyüme anlamına gelen 83 bin adet ile sonuçlanmasını bekliyoruz. 2024 yılı için ise görünümün tam tersi olduğunu düşünmekle birlikte, yurtiçinde ve yurtdışında gıda enflasyonunda beklenen fiyat istikrarı traktör pazarında yeniden dengelenme ve çiftçiler için beklenen harcanabilir gelirin azalması beklentisini güçlendirmektedir.

Türk Traktör, %43 pazar payıyla pazar lideri olup, rakipleri arasında en geniş yurt içi dağıtım ağına ve güçlü marka bilinirliğine sahiptir. Ayrıca, CNH ortaklığı aracılığıyla küresel penetrasyonu, kendi motorlarını mevzuat gerekliliklerine uygun olarak üreterek maliyet avantajı sağlayabilmesi şirketin güçlü yönleridir. Ancak ekonomik aktivitedeki yavaşlama, iç pazarda rekabetin kızışması ve gıda fiyatlarında istikrarlı bir görünüm oluşması ve bunun da çiftçilerin gelir beklentisini düşürmesi en önemli riskler arasında yer alıyor. Ayrıca, faiz sübvansiyonlu traktör kredilerinde artan faiz oranları ile birlikte kredi vadesinin kısalması ve sabit kalan kredi tutarı (iki yıldan bu yana traktör başına 1 milyon TL), kredilerin yakın gelecekte daha az karşılanabilir hale geleceğini ve traktör talebini baskılayacağını düşünüyoruz.

Türk Traktör'ün net satışlarının 2024T yılında iç pazarda daralma ve ihracat hacimlerinin ise yatay kalacağı tahminimiz nedeniyle enflasyon beklentimizin altında %23 artarak 54,5 milyar TL'ye çıkmasını bekliyoruz. Yurtiçi satışların marjları ihracattan daha yüksek olduğundan, satışların bu anlamdaki dağılımı karlılığın ana etkeni olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle, 2024T'de yurtiçi/yurtdışı satışlar dağılımının yurtiçi aleyhine değişiminin, ihracat gelirlerinin yurt içi satışlara kıyasla daha yüksek payı ile marjlarda normalleşmeye yol açacağını düşünüyoruz. FAVÖK marjlarının 2024T yılında 500 baz puanlık düşüşle %18'e gerilemesini bekliyoruz ve TTRAK'ın sürdürülebilir FAVÖK marjının uzun vadeli ortalama %17 olacağını tahmin ediyoruz.

Güçlü yurt içi talebin öncülüğünde son üç yılda gerçekleştirilen olağanüstü performans sayesinde Türk Traktör'ün bilançosu, 9A23 itibarıyla 4,04 milyar TL net nakit pozisyonuyla güçlü bir görünüm sergilemektedir. Şirketin yakın vadede ilave kapasite yatırımları için önemli bir sermaye harcaması ihtiyacı bulunmamakla birlikte işletme sermayesi bakımından da kuvvetli görünümünü koruyacağını düşünüyoruz. Şirket ek olarak güçlü bir temettü şirketi olup, 2018 yılı hariç şirketin 10 yıllık ortalama temettü ödeme oranı %80'dir. Temettü ödeme oranını 2023T ve 2024T net karına göre %70 olarak tahmin ettik. 2025T için ise %80 varsaydık ve 2026T'den itibaren tahmin dönemimiz boyunca temettü ödeme oranı beklentimizi %90 olarak oluşturduk.

Değerleme

TTRAK değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve çarpan analizi yöntemlerini kullandık ve sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklarla değerlendirme sonucuna ulaştık. Risksiz faiz oranı varsayımımız 2023-25T için %25 olup, bu oran 2032T yılına kadar kademeli olarak %18'e düşerek %28,6 - %21,5 arasında bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) aralığına tekabül etmektedir. Uç dönem büyüme oranı varsayımımızı %10 olarak belirledik. İNA kaynaklı şirket değerimiz 97 milyar TL olarak bulunmuştur.

Görsel 1: TTRAK değerlendirme

TRYm	Ağırlık (%)	Bulunan değer	Değerlemeye etkisi
İNA	60	97,422	58,453
Çarpan yöntemi	40	74,182	29,673
Bulunan piyasa değeri			88,126
Hedef fiyat (TL)			880.7
Son kapanış (TL)			699
Yukarı yönlü potansiyel (%)			26%

Kaynak: TEB Yatırım tahminleri

Görsel 2: İndirgenmiş nakit akımları değerlendirme tablosu

TRY m	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelir	21,835	44,196	54,541	73,564	85,891	104,857	128,113	157,948	191,693	232,664	282,412
<i>Büyüme</i>	88%	102%	23%	35%	17%	22%	22%	23%	21%	21%	21%
Faaliyet Karı	3,193	9,793	9,142	12,646	14,260	17,033	20,614	25,262	30,226	36,145	43,198
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	14.60%	22.20%	16.80%	17.20%	16.60%	16.20%	16.10%	16.00%	15.80%	15.50%	15.30%
FAVÖK	3,406	10,149	9,806	13,435	15,195	18,129	21,902	26,779	32,014	38,253	45,686
<i>FAVÖK Marjı</i>	15.60%	23.00%	18.00%	18.30%	17.70%	17.30%	17.10%	17.00%	16.70%	16.40%	16.20%
Kurumlar vergisi	-639	-2,448	-2,285	-3,161	-3,565	-4,258	-5,153	-6,316	-7,557	-9,036	-10,799
Net işletme sermayesi değişimi	-671	-2,344	-162	-1,346	-967	-623	-1,583	-2,029	-2,330	-2,846	-3,476
<i>İşletme sermayesi değişiminin gelire oranı</i>	-6.60%	-10%	-2%	-7%	-8%	-3%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Yatırımı harcaması	-681	-852	-1,366	-1,649	-1,978	-2,341	-2,773	-3,283	-3,889	-4,605	-5,454
Serbest nakit akışı	1,416	4,504	5,992	7,278	8,685	10,906	12,394	15,151	18,238	21,766	25,957
AOSM	28.60%	29.20%	28.80%	21.70%	21.60%	21.60%	21.50%	21.50%	21.50%	21.50%	21.50%
Serbest nakit akımlarının net bugünkü değeri	42,686										
Uç dönem büyüme oranı	10.00%										
Uç dönem değeri	207,579										
Uç dönem değerinin bugünkü değeri	31,800										
Firma değeri	74,487										
Net borç (nakit) 2022 sonu	-947										
Azınlık payları	0										
Şirket değeri	97,422										
Ödenmiş sermaye	100.1										
Piyasa değeri	70,947										

Kaynak: Teb Yatırım tahminleri

Çarpan analizi değerlemesi için dokuz uluslararası traktör üreticisi olan Deere, Kubota, AGCO, Alamo Group, AG Growth International, First Tractor Co, TYM Corporation, EXEL Industries SA ve TTRAK'ın yabancı ortağı CNH International şirketlerini seçtik. Bahsedilen emsaller için ortalama 2024T F/K ve FD/FAVÖK sırasıyla 8,9x ve 7,7'dir. Daha sonra her bir çarpan değerlemesine %50 ağırlık vererek nihai değer olan 74,2 milyar TL'ye ulaştık.

Görsel 3: TTRAK ve uluslararası emsallerinin çarpanları

Şirket	Bloomberg kodu	Piyasa değeri (USDmn)	----F/K ----		---- FD/FAVÖK ----	
			2024T	2025T	2024T	2025T
DEERE & CO	DE US EQUITY	110,404	14.0	13.8	10.4	11.1
KUBOTA CORP	6326 JP EQUITY	17,491	12.4	11.9	10.0	9.3
CNH INDUSTRIAL NV	CNHI US EQUITY	15,846	7.7	7.6	8.3	8.8
AGCO CORP	AGCO US EQUITY	9,071	8.9	9.1	4.9	4.7
ALAMO GROUP INC	ALG US EQUITY	2,475	16.1	14.5	9.3	8.2
AG GROWTH INTERNATIONAL INC	AFN CN EQUITY	718	8.9	7.9	5.5	4.6
FIRST TRACTOR CO-H	38 HK EQUITY	1,698	4.1	3.1	7.7	6.3
TYM CORP	002900 KS EQUITY	191	2.7	n.a	2.8	n.a
EXEL INDUSTRIES SA-A SHS	EXE FP EQUITY	378	7.5	7.3	4.7	4.3
TURK TRAKTOR VE ZIRAAT MAKINELERI	TTRAK TI EQUITY	2,382	8.7	6.3	6.8	4.9
Yurtdışı benzerlerin ortalama çarpanı			8.9	8.5	7.7	7.2
TTRAK vs. benzerlerin ortalama çarpan			-2%	-26%	-11%	-32%

Kaynak: Bloomberg, TEB Yatırım hesaplamaları

Görsel 4: TTRAK – çarpan analizi değerlendirme sonucu

	2024T
F/K	
Hedef çarpan değeri (x)	8.9
2024T net kar	7,982
F/K çarpan analizi sonucu şirket değeri	70,825
Ağırlık (%)	50
FD/FAVÖK	
Hedef çarpan değeri (x)	7.7
2024T FAVÖK	9,806
FD/FAVÖK çarpan analizi sonucu firma değeri	75,126
2024T Net borç (nakit)	-2,413
Şirket değeri	77,539
Ağırlık (%)	50
Çarpan analizi sonucu bulunan şirket değeri	74,182

Kaynak: TEB Yatırım tahminleri

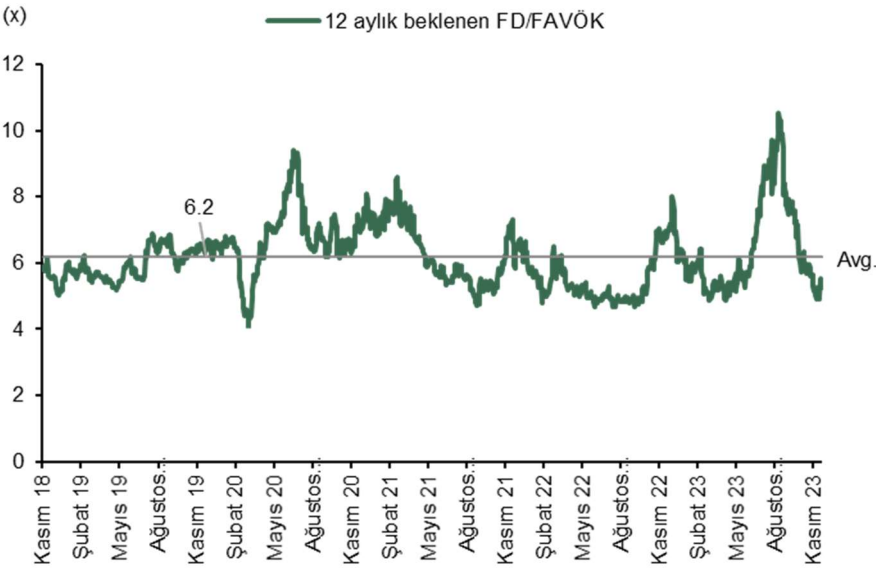
TTRAK, tahminlerimize göre 8,8x 2024T F/K ve 6.9x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Hisse uluslararası benzerlerine F/K bakımından yakın seviyede, FD/FAVÖK bakımından ise %10 iskontolu durumdadır.

Görsel 5: TTRAK 12 aylık beklenen F/K çarpan ortalaması



Kaynak: Bloomberg

Görsel 6: TTRAK 12 aylık beklenen FD/FAVÖK çarpan ortalaması

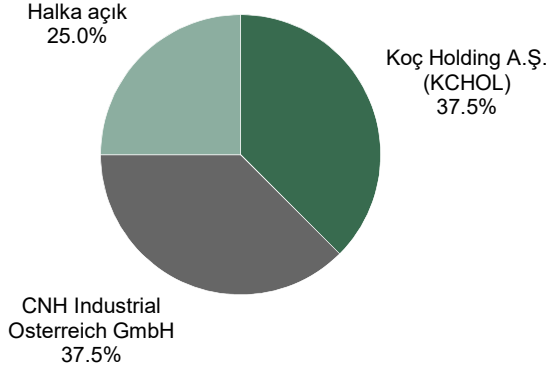


Kaynak: Bloomberg

Şirket hakkında

Türk Traktör 1954 yılında bir grup kamu iktisadi teşebbüsünün ve Amerikan menşeli Minneapolis – Moline adlı şirketin ortaklığıyla Ankara’da kurulmuştur. 1967 yılında Koç Holding ve International Holding FIAT SA (daha sonradan CNH International olmuştur) Türk Traktör’ün hissedarları olmuşlardır. Mevcut durumda şirket Koç Holding ve CNH International’in %37,5’erlik hisseleriyle bir ortaklık durumundadır. Şirketin %25’lik hissesi de Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Şirket üretim faaliyetini Ankara ve Sakarya’daki iki fabrikasında sürdürmektedir. Şirketin ek olarak tarımsal ekipman ve iş makineleri üretim kapasitesi de bulunmaktadır. İzmir’de ve Ankara’da iş makineleri üretim tesisleri ve İstanbul’da da bir adet AR-GE merkezi bulunmaktadır. Şirketin toplam traktör üretim kapasitesi yılda 54 bin olup, ek kapasite artırımı yatırımı yapmaksızın bu hacmi 60 bine kadar çıkarma yeterliliği de bulunmaktadır.

Görsel 7: Ortaklık yapısı



Kaynak: Türk Traktör

Şirket 1994 yılından beri kendi motorunu üretme kabiliyetine sahip olup, New Holland ve Case marka traktörleri üretmektedir. Türk Traktör aynı zamanda bir ihracat şirketi olarak Türkiye'nin toplam traktör ihracatının %90'ını karşılamaktadır.

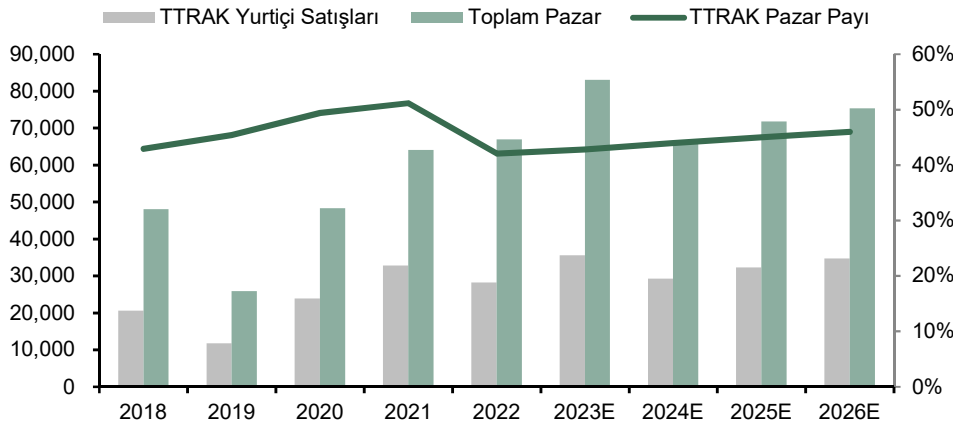
Şirketin tüm yurt sathına dağılmış 281 bayisi (93 New Holland, 38 Case ve 150 yedek parka bayisi) toplamda 500 civarı servis noktası bulunmaktadır.

Şirketin uluslararası ortağıyla çalışma şekli "cost plus" modelidir. Bu modelde fiyatlamalar Euro cinsinden olup yılda iki defa güncellenmektedir. Bazı diğer otomotiv üreticilerindeki gibi "al ya da öde" modeli bulunmamaktadır. Bu sebeple şirketin ihracat performansı dış dünyada özellikle Avrupa'daki ekonomik aktivite canlılığına bağlı olup şirketin aldığı siparişlerde dalgalanmalara sebep olabilmektedir.

Finansal Performans ve Tahminler

Türkiye traktör pazarının rekor kıran 2023T'den sonra 2024T'de %20 daralarak 83 binden 66,5 bin'e gerilemesini bekliyoruz. Pazar büyümesinin 2025T'de %8 artarak 72 bine çıkacağını ve 2026T için de %5 büyüyerek 75 bine çıkacağını tahmin ediyoruz. Tahmin dönemimizin geri kalanında %5 YBBO ve TTRAK'ın aynı dönemde ortalama %46 pazar payını koruyacağını düşünüyoruz. Uluslararası satış hacmini uzun vadede ortalama 16 bin olarak tahmin ediyoruz.

Görsel 8: TTRAK pazar payı gelişimi



Kaynak: Türk Traktör, Teb Yatırım tahminleri

2024T yılında; 1) Türkiye'deki toplam traktör pazarındaki daralma nedeniyle sınırlı satış geliri artışı; ve 2) uluslararası hacimlerde yatay bir görünüm bekliyoruz. Türk Traktör'ün yurtiçindeki güçlü marka bilinirliği ve pazar gücü sayesinde 2024 yılında

belli bir gelir artışı sağlayacağına inanıyoruz. 2024-26 döneminde uluslararası satış gelirlerinin payının %27 civarında olacağını öngörüyoruz.

Görsel 9: Gelir tahminleri

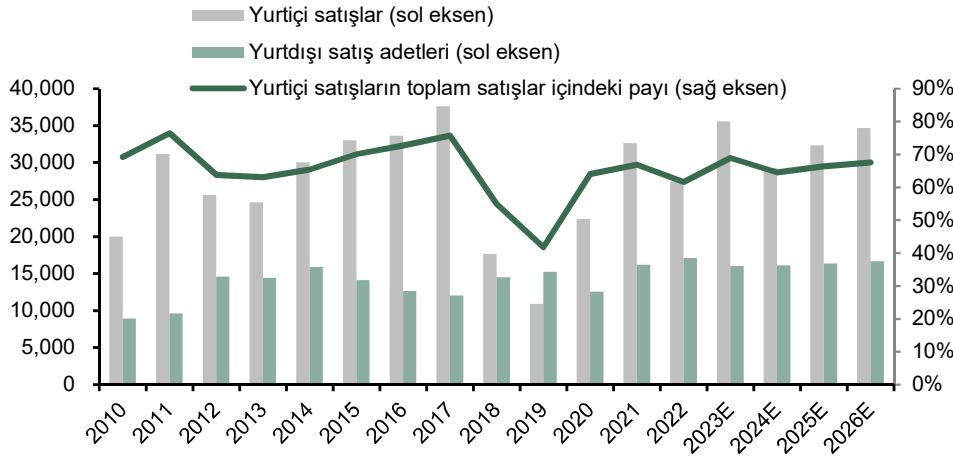
(TRY, m)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T
Net satış geliri	21,835	44,196	54,541	73,564	85,891
Yurtiçi	14,809	33,627	38,699	53,867	62,026
Yurtdışı	7,026	10,569	15,843	19,697	23,865
Yurtiçi satışların payı	68%	76%	71%	73%	72%

Kaynak: Türk Traktör, Teb Yatırım tahminleri

Güçlü tarihsel yurt içi talep görünümüne ek olarak, şirketin esnek üretim yapısı ve pazar ihtiyaçlarını karşılamak için farklı tiplerde kendi motorlarını üretebilme yeteneği, TTRAK'ın güçlü bir marj yapısı elde etmesini sağladı. 2022 yılı itibarıyla SMM'nin %92'si hammadde maliyetlerinden, %2'si işçilik giderlerinden, %2'si enerji vd., %1'i lojistikten ve %3'ü diğer kalemlerden oluşmaktadır.

Yukarıda belirtilen faktörlerin yanı sıra yurt içi ve yurt dışı satışların yeniden dengelenmesi ve artan hammadde maliyetleri nedeniyle şirketin brüt kar marjının 2024E'de yıllık bazda 500 baz puan düşüşle %23'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

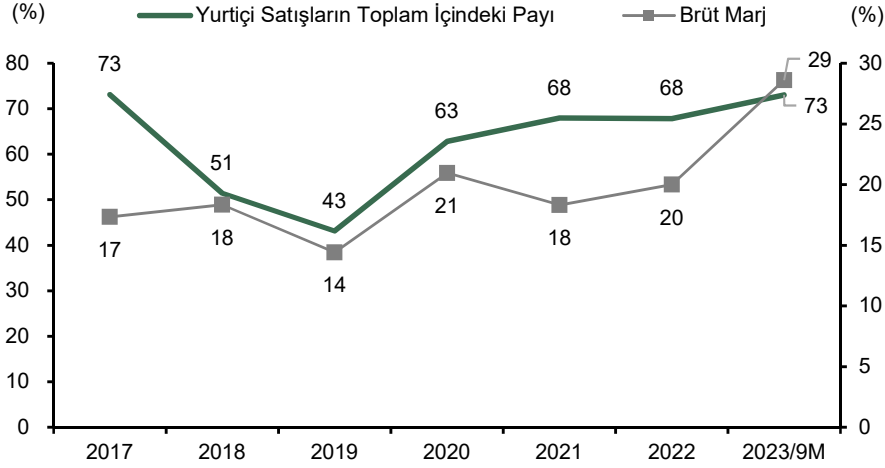
Görsel 10: Yurtiçi - yurtdışı satış dağılımı



Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

2023T için şirketin yılı %28 brüt kar marjı ile kapatmasını bekliyoruz. Bu marjın 2024E'de %23'e normalleşmesini bekliyoruz. 2024T'den tahmin ettiğimiz döneme kadar brüt kar marjının ortalama %23 seviyesinde kalacağını tahmin ediyoruz.

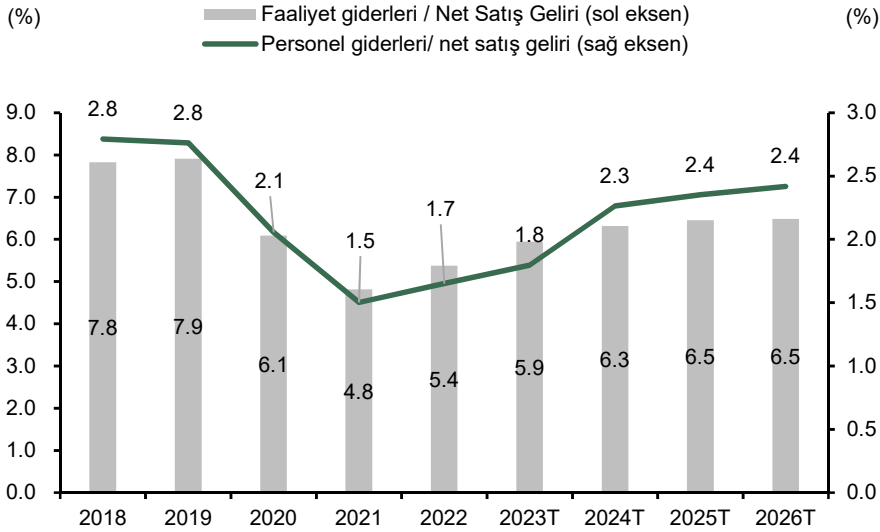
Görsel 11: Yurtiçi satışlar ve brüt marj korelasyonu



Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

Faaliyet giderleri 2018-22 yılları arasında şirket net satış gelirlerinin ortalama %6,4'ünü oluşturdu ve bunun 2023T'de %5,9 civarında olacağını tahmin ediyoruz. Faaliyet giderlerinde en büyük kalemi personel giderleri oluşturmakta olup 2018-22 yılları arasındaki satışların ortalama %2,2'sine karşılık gelmektedir. Bu oranın tahmin dönemimizde de aynı ortalamalarda devam etmesini bekliyoruz.

Görsel 12: Faaliyet giderleri ve personel giderlerinin satış gelirlerine oranı



Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

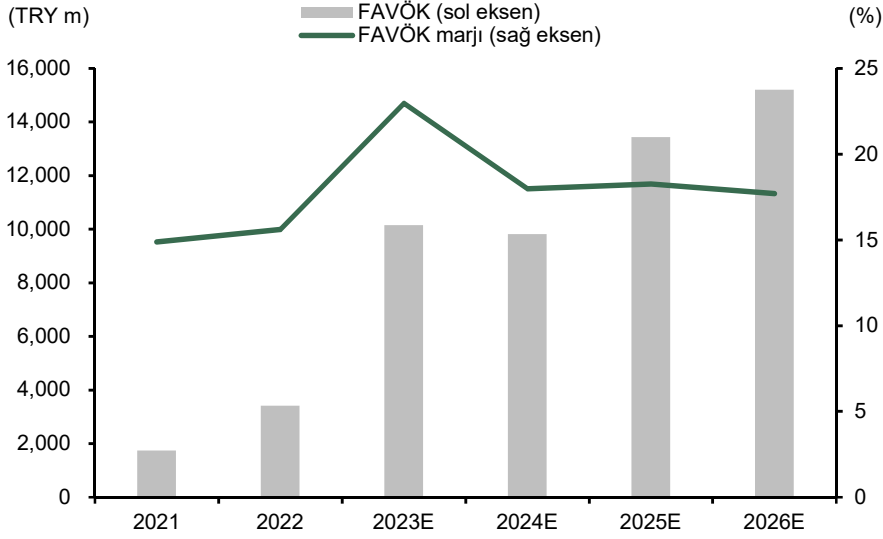
Yurt içi fiyatlamalardaki normalleşmenin yanı sıra uluslararası pazardaki talebin daralmasıyla TTRAK'ın faaliyet kârında da bir miktar normalleşme olacağını tahmin ediyoruz. Güçlü talep ve şirketin pazar lideri olarak yurtiçindeki fiyatlama gücü nedeniyle araç başına yurt içi gelirin, birkaç çeyreklik dönem dışında her zaman traktör başına uluslararası gelirden daha yüksek gerçekleşmiştir. Yurt içi traktör başına gelirin yurtdışına satılan traktör başına elde edilen gelire göre farkı 3Ç22'de %67 ile zirveyi gördükten sonra ortalama %45'e geriledi. Yurtiçi satışlardaki bu primin 2024 yılı itibarıyla aşınmasını ve özellikle Türkiye'deki ekonomik aktivitenin yavaşlaması nedeniyle iç talebin azalması üzerinden traktör başına uluslararası gelire yakınsamasını bekliyoruz.

Kovid sonrası güçlü ekonomik büyüme, düşük faiz politikası ve güçlü tarımsal üretim, 2020'den bu yana uygun borçlanma fırsatlarının yanı sıra çiftçilerin gelirini de destekledi. Güçlü yurt içi satışlar, şirketin FAVÖK marjını 2019'daki %9,8'den 2022'de %15,6'ya çıkarmak için önemli bir etmen olarak öne çıktı ve 9A23'te %24,5'e

yükseldi. 2023 yılının 4. çeyreğinde, temel olarak güçlü çeyreklik faaliyet giderleri büyümesi nedeniyle daha zayıf bir FAVÖK görünümü bekliyoruz ve 2023T FAVÖK marjı tahminimiz %23'tür.

Borçlanma olanaklarını olumsuz yönde etkileyen politika faizi artışları ve yeni yılla birlikte yükselmesi beklenen işçilik maliyetleri nedenlerine ek olarak Türkiye'de ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasını beklediğimizi göz önünde bulundurarak, önümüzdeki dönemlerde şirketin mevcut yüksek marjlarını koruyabilmesi konusunda temkinli bir duruş sergiliyoruz. Yılın ve 2024T'nin yanı sıra başta AB ve ABD olmak üzere ihracat pazarlarındaki yavaşlama görünümü de belirginleşmektedir. FAVÖK marjının 2024'te %18'e gerileyeceğini ve tahmin dönemimizde ortalama %17 civarında seyredeceğini öngörüyoruz.

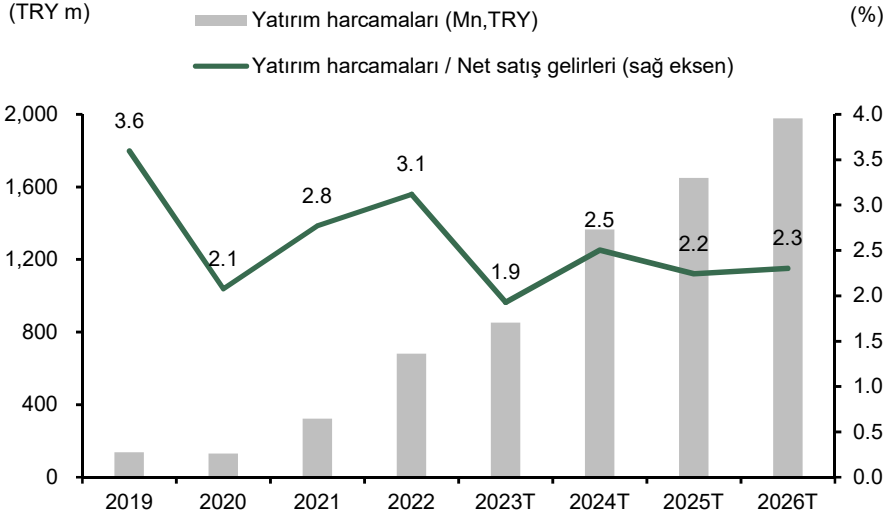
Görsel 13: EBITDA ve EBITDA marjı tahminleri



Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

Türkiye'de iki fabrikada faaliyet gösteren Türk Traktör, 2013 ve 2014 yıllarında büyük ölçekli kapasite yatırımlarını tamamlayarak üretim kapasitesini yıllık 54 bin traktöre çıkardı. Kapasite kullanım oranı 2022 ve 2023T'de sırasıyla %83 ve %94 civarında yüksek olmasına rağmen, Türkiye traktör pazarının doyum noktasına yakın olması sebebiyle tahmin dönemimizde kapasite artırımı ihtiyacının sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Ek olarak şirketin, sınırlı büyüklükte bir yatırım harcaması ile üretim kapasitesini yıllık 60 bin adede çıkarabilecek potansiyeli bulunmaktadır. Önemli bir yatırım harcaması artışı beklemediğimiz için, tahmin dönemimiz boyunca bakım ve diğer kalemler için yılda yaklaşık 35-40 milyon Avro tutarında yatırım harcaması modelledik. Bu, 2024-26T dönemi için ortalama yatırım harcaması/satış oranının %2,4 olması anlamına gelmektedir; bu oran, son beş yılın ortalaması olan %3,5'in altındadır.

Görsel 14: Yatırım harcamaları ve net satışlara oranı



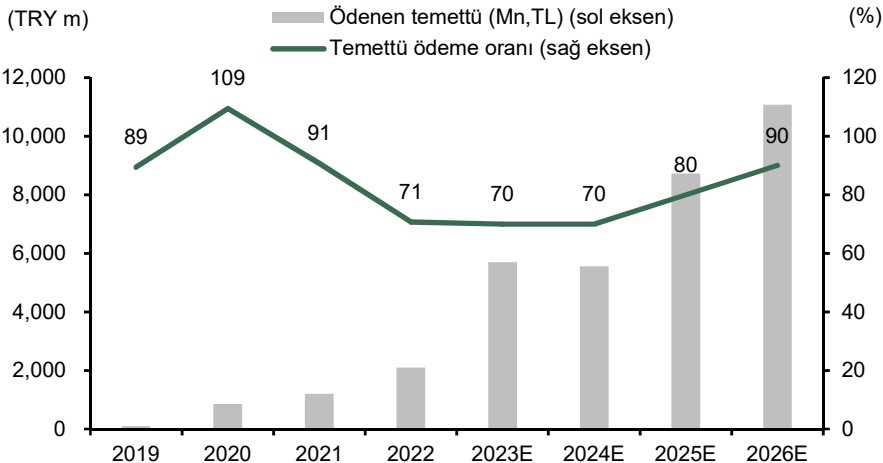
Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

Türk Traktör'ün döngüsel iş yapısı nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı değişkenlik göstermektedir. Ancak, son üç yıldaki güçlü finansal performansı sayesinde şirketin işletme sermayesi / gelirleri, 2018'deki en yüksek seviye olan %29'dan %6'ya geriledi. Tahmin dönemimizde, şirketin sağlam bilanço yönetimi sayesinde işletme sermayesi /gelirin ortalama %6,7 olarak tahmin ediyoruz.

Net nakit pozisyonu ve temettü

TTRAK, 2022 yılını 947 milyon TL net nakit pozisyonuyla kapattı ve 9A23 itibarıyla şirketin net nakit pozisyonu, güçlü yurt içi satış performansının da yardımıyla kuvvetli nakit üretimi sayesinde 4,04 milyar TL'ye yükseldi. TTRAK geleneksel olarak BIST'teki şirketler arasında önemli bir temettü şirketi olarak öne çıkmıştır; talepteki keskin düşüş ve makroekonomik ortamdaki bozulma nedeniyle şirketin ödemeleri atladığı 2018 yılı tek istisnadır. 2018 hariç, temettü ödeme oranları ve temettü getirileri son 10 yılda sırasıyla ortalama %80 ve %8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yakın gelecekte yatırım harcamalarında büyük bir büyüme beklemediğimizden, 2023 ve 2024'te %70'lik bir temettü ödeme oranı öngörüyoruz. 2025 için %80'lik bir ödeme modelliyoruz ve 2026'dan itibaren temettü ödeme oranı beklentimin tahmin dönemimiz boyunca ortalama %90 seviyesindedir.

Görsel 15: Ödenen temettüler ve temettü beklentileri



Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

4Ç23 Tahminleri

Yurt içindeki güçlü satışların 4Ç23'te de devam etmesini ve şirketin yılı 35 binin üzerinde traktör satışıyla kapatmasını bekliyoruz. TTRAK'ın 4Ç23'te, uluslararası satış gelirlerindeki bir önceki çeyreğe göre %42 oranındaki keskin düşüş nedeniyle 3Ç23 gelirinin biraz altında, 11,8 milyar TL gelir elde etmesini bekliyoruz. 4Ç23 gelirinin bir önceki yıla göre ise %63 oranında artmasını bekliyoruz. FAVÖK tahminimiz 2,2 milyar TL olup, faaliyet giderlerindeki çeyreksel bazda %65'lik artış nedeniyle FAVÖK marjını %19 seviyesinde gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz. Net kar tahminimiz bir önceki çeyreğe göre %3 ve bir önceki yıla göre %106 artışla 2,8 milyar TL oldu. Şirket 2023 yılsonu finansallarında bir yeniden değerlendirme kazancı kaydedebilir ve bu da beklentilerimizden daha yüksek açıklanan manşet net kara neden olabilir. Bizim net kar tahminimiz herhangi bir değer artış kazancını hesabı içermemektedir.

Görsel 16: TTRAK 4Ç23 tahminleri

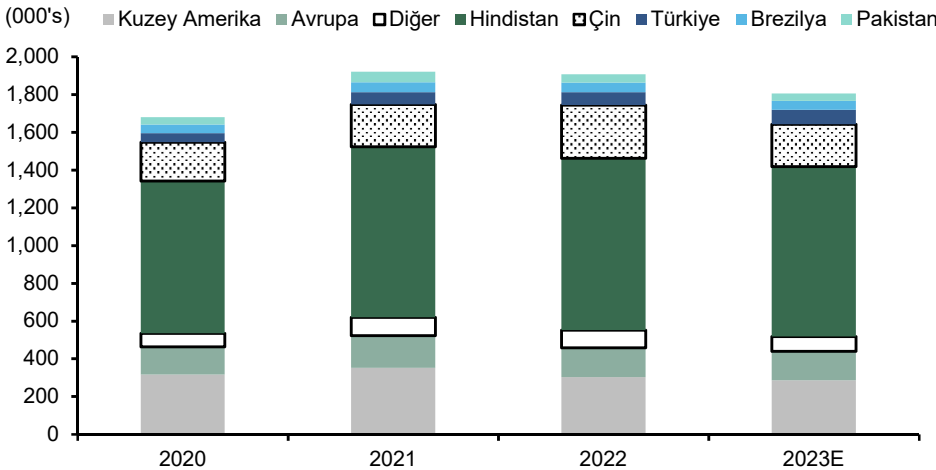
	2022/4Ç	2023/3Ç	TEB/BNPP	----Değişim----	
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(y-y %)	(ç-ç %)
Net satış geliri	7,218	12,087	11,780	63	-3
FAVÖK	1,183	3,438	2,202	86	-36
FAVÖK marjı (%)	16	28	19		
Net kar	1,359	2,717	2,805	106	3

Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

Türkiye traktör pazarı

Türkiye, son on yılda yıllık ortalama 60 bin traktör satışıyla dünya çapında ilk 10 traktör pazarından biridir. 2022 yılında 67 bin adetlik satışla dünya çapında 4. sırada yer alan Türkiye'nin, 2023 yılında da 83 bin adetlik satışla Hindistan, Çin ve ABD'nin ardından yerini korumasını bekliyoruz.

Görsel 17: Dünya traktör pazarı



Kaynak: Türk Traktör; Teb yatırım tahminleri

Cumhurbaşkanlığı yıllık programına göre, Türkiye'nin toplam arazisinin üçte biri ekilebilir olup, bu da 2022 itibarıyla yaklaşık 23,9 milyon ha tarım arazisine karşılık gelmektedir. Bunun 16,5 milyon ha'lık ekilebilir arazisi buğday, arpa, pancar gibi tarla bitkilerine tahsis edilmiştir. 4,4 milyon hektarı meyve ve sebzelere ayrılırken, 3 milyon hektarı nadasa bırakılmaktadır. Tarım Bakanlığı, 2024 yılında 700 bin hektarlık araziyi toplulaştırmayı ve toplamda 8 milyon hektarlık tarım arazisine ulaşmayı hedefliyor. Arazi birleştirme çalışmalarının Türk tarımının verimliliğini artıracığına ve önümüzdeki yıllarda traktör satışlarının büyümesine destek olacağını düşünüyoruz.

Görsel 18: Türkiye'deki ekilebilir alan dağılımı

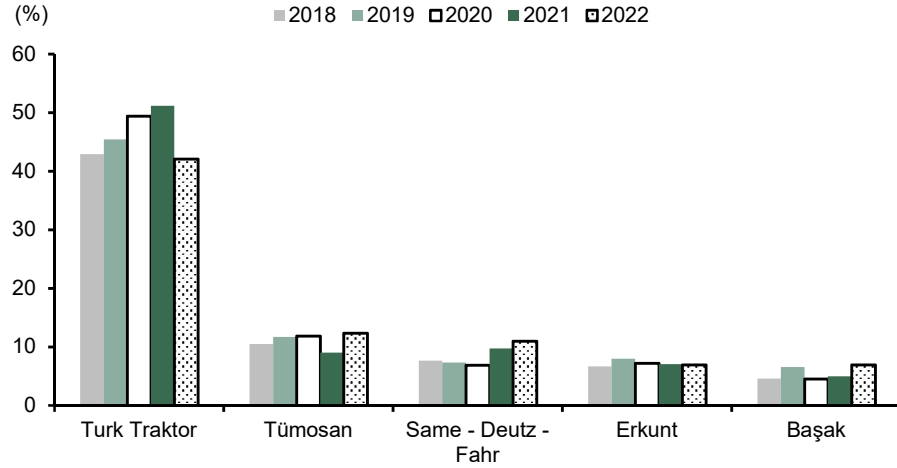
Ekilebilir alanlar (Mn, ha)	2018	2019	2020	2021	2022
Tarla bitkileri	15.4	15.4	15.6	16.1	16.5
Nadas	3.5	3.4	3.2	3.1	3.0
Sebze	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
Meyve ve baharatlar	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7
Süs bitkileri	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Toplam	23.2	23.1	23.1	23.5	23.9

Kaynak: TÜİK

Şu anda iç pazarda 21 traktör markası mevcut olup TTRAK; New Holland ve Case olmak üzere iki markasıyla 9A23 itibarıyla %42'lik toplam pazar payıyla pazar lideridir. Tümosan ise %12 pazar payı ile bir diğer güçlü oyuncu olurken, TÜİK verilerine göre onu Same - Deutz - Fahr (%11), Erkunt (%7) ve Başak (%7) takip etmektedir. İlk beş oyuncu toplam pazarın %80'ini oluşturmaktadır. Massey Ferguson ve John Deere gibi diğer global markalar da Türkiye'de mevcut ancak bayi ağları Türk Traktör'e göre oldukça sınırlı durumdadır.

TTRAK'ın geçmişteki ana rakibi Uzel Makina, hissedarları arasındaki sorunlar ve mali sıkıntılar nedeniyle 2011 yılında iflas etti. Bu durum, TTRAK'ı rakipsiz bırakarak bir numara haline getirdi. 2021'de %50'nin üzerine çıkan pazar payı ile pazar lideri konumundadır. TTRAK güçlü bir oyuncu olmasına karşın, 2021'deki yüksek talebe tedarik zinciri sorunları nedeniyle yetişememesi nedeniyle pazar payında keskin bir düşüş görüldü. Bu sebeple Türk Traktör'ün ana rakibi Tümosan ve ithalatçılar pazar payı kazandı. Mevcut senaryoda, 2024T'de toplam pazarda genel daralma beklentimize rağmen, TTRAK'ın tahmin dönemimizde pazar payı kaybedeceğini düşünmüyoruz.

Görsel 19: Türkiye traktör pazarındaki ilk beş firma

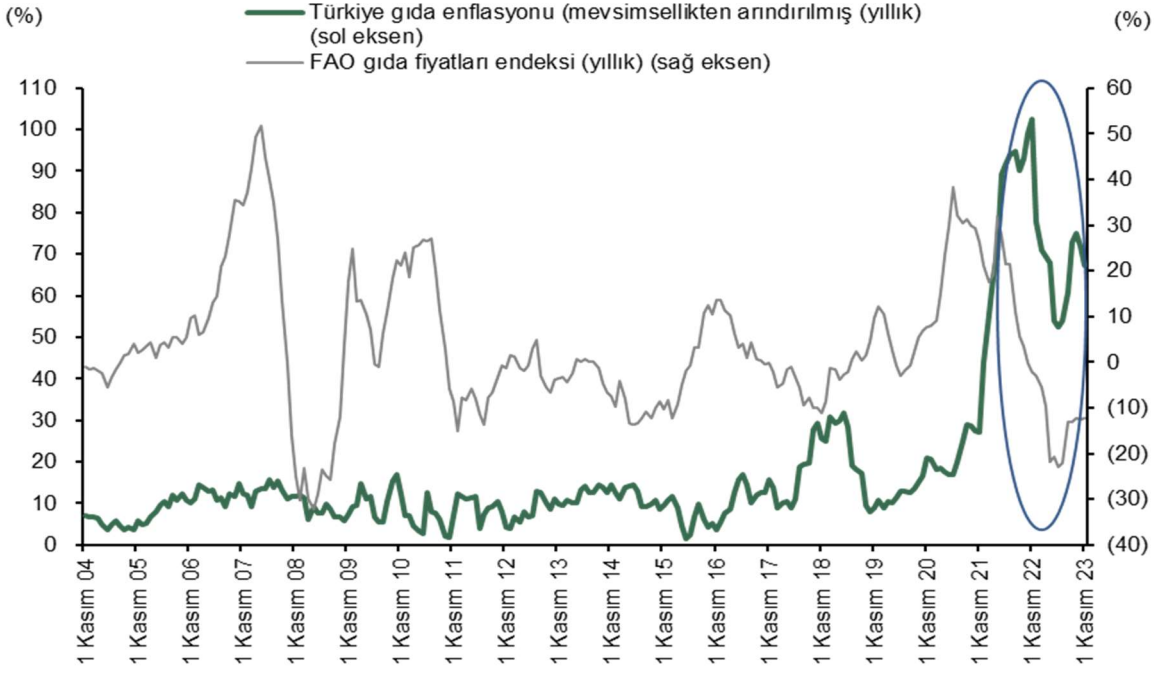


Kaynak: TÜİK

Global gıda enflasyonu

Temmuz 2023'te yayımlanan "OECD – FAO Tarımsal Görünüm 2023 – 2032" raporuna göre OECD ve FAO, yakın geleceğe yönelik gıda fiyatları eğilimine ilişkin tahminlerini paylaştı. Bulgulara göre, başta Çin olmak üzere küresel nüfustaki yavaşlama, küresel GSYİH beklentisinin azalması ve kişi başına düşen gelirin azalmasının, gıda talebindeki ortalama büyümenin geçen on yılın ortalamasından daha düşük olmasının ana nedenleri olarak gösterildi.

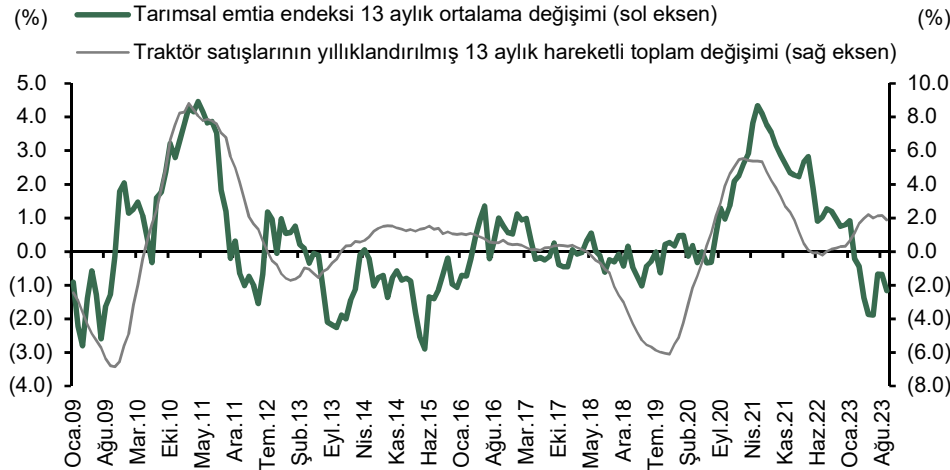
Görsel 20: Türkiye gıda enflasyonu ve FAO uluslararası gıda endeksi



Kaynak: TÜİK ve FAO

Yaptığımız regresyon testinin sonuçlarına göre Türkiye'deki traktör satışları ile uluslararası tarımsal emtia endeksi arasında anlamlı bir ilişki olduğunu tespit ettik ve bu göstereyi gıda enflasyonu için bir gösterge olarak kullandık. Testi yapmadan önce hem uluslararası tarımsal emtia endeksi hem de Türkiye'deki traktör satışları için zaman serisini mevsimsellikten arındırdık. Ulaştığımız sonuçlar, tarımdaki yatırım kararlarının küresel tarımsal emtia fiyatlarındaki eğilimlerden anlamlı seviyede etkilendiğini gösteriyor. Ancak tarımsal emtia fiyatlarında son dönemdeki veriler düşüş eğiliminin devam ettiğini göstermekte ve bu durumun Türkiye'de de önümüzdeki dönemde traktör satışlarını olumsuz etkileyebileceğini düşünüyoruz.

Görsel 21: Tarımsal emtia endeksi ve traktör satışları



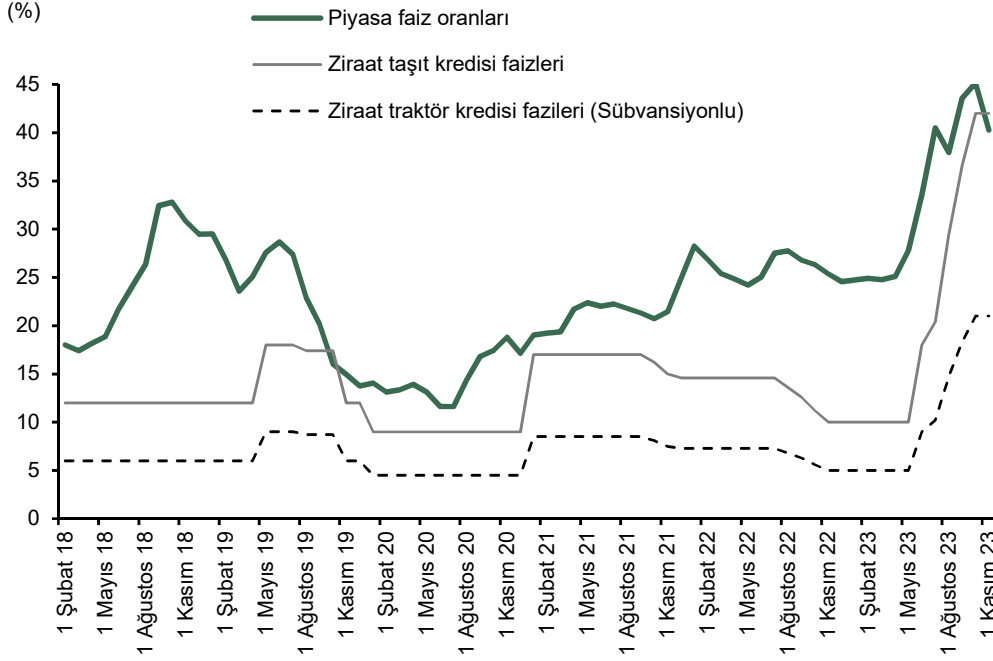
Kaynak: Bloomberg ve TÜİK

Faiz oranları

Ziraat Bankası'nın, çiftçilere bankacılık sektörünün traktörlere yönelik taşıt kredisi faiz oranlarının altında, maksimum 1 milyon TL tutarında traktör kredisi kullandığı bir kredi programı bulunmaktadır. 10A23'te iç pazardaki traktör satışlarının yaklaşık %69'u Ziraat Bankası sübvansiyonlu kredilerden oluşmaktadır. Seçim sonrası dönemde politika faizi artışlarının hızlanması üzerine Ziraat Bankası da haziran ayında yüzde 5 olan sübvansiyonlu traktör kredisi faiz oranlarını ekim ayında yüzde 21'e çıkarırken, maksimum vadeyi de 5 yıldan 3 yıla indirdi. Bu arada, traktör

fiyatlarındaki hızlı artışa rağmen, bu krediye uygun azami değer son iki yılda değişmeyerek 1 milyon TL'de kaldı. Dolayısıyla uygulanmakta olan yeni para politikasıyla borçlanma maliyetlerinin artması ve ihtiyati adımlar önümüzdeki dönemde traktör talebini sınırlandırabilir. Bununla birlikte Ziraat Bankası'nın traktör kredilerinin maliyetinin gelecekte de diğer bireysel ve ticari kredilerden daha düşük olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Görsel 22: Taşıt kredi faizleri vs. Ziraat kredi faizleri



Kaynak: Türk Traktör, Ziraat Bankası, BDDK

Finansal Tablolar

TTRAK

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	11,644	21,835	44,196	54,541	73,564
Satışların Maliyetleri	(9,351)	(17,255)	(31,419)	(41,290)	(55,380)
Brüt kar (zarar)	2,293	4,579	12,778	13,251	18,184
Diğer operasyonel gelirler	-	-	-	-	-
Operasyonel giderleri	(560)	(1,173)	(2,629)	(3,446)	(4,749)
VAFÖK	1,733	3,406	10,149	9,806	13,435
Amortisman	(161)	(213)	(355)	(664)	(789)
Şerefiye amortismanı	-	-	-	-	-
Ana operasyonel gelir (zarar)	1,573	3,193	9,793	9,142	12,646
Net finansman maliyetleri	95	(176)	380	94	74
Özkaynak y öntemiy le değ erlenen kar (zarar)	-	-	-	-	-
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	(157)	(153)	(575)	(529)	(536)
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	1,510	2,863	9,598	8,707	12,184
Vergi geliri (gideri)	(188)	108	(574)	(725)	(1,217)
Vergi sonrası kar (zarar)	1,322	2,971	9,024	7,982	10,967
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer pay lar	-	-	-	-	-
Ana ortaklık payları	1,322	2,971	9,024	7,982	10,967
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	1,322	2,971	9,024	7,982	10,967

Hisse başına (TL)

Tekrarlanan hisse başına kar	24.77	55.67	90.18	79.76	109.60
Hisse başına kar	24.77	55.67	90.18	79.76	109.60
Hisse başına temettü	22.48	39.35	63.12	55.83	87.68
Hisse sayısı (bin)	53	53	100	100	100

Yıllık değişim

Net satışlar (%)	86.5	87.5	102.4	23.4	34.9
VAFÖK (%)	63.9	96.6	197.9	(3.4)	37.0
Ana operasyonel gelir (%)	69.4	103.1	206.7	(6.7)	38.3
Tekrarlanan net kar (%)	70.3	124.7	62.0	(11.5)	37.4
Net kar (%)	70.3	124.7	62.0	(11.5)	37.4

Operasyonel performans

Brüt kar marjı (%)	19.7	21.0	28.9	24.3	24.7
VAFÖK marjı (%)	14.9	15.6	23.0	18.0	18.3
Ana operasyonel gelir marjı (%)	13.5	14.6	22.2	16.8	17.2
Kar marjı (%)	11.4	13.6	20.4	14.6	14.9
Efektif vergi oranı (%)	12.5	(3.8)	(6.0)	(8.3)	(10.0)
Temettü oranı (%)	90.8	70.7	70.0	70.0	80.0
Faiz karşılama (x)	n/m	17.2	n/m	n/m	n/m
Stok gün sayısı	50.9	56.6	64.6	66.6	58.2
Ticari borç gün sayısı	32.3	28.1	30.6	39.6	38.1
Ticari alacak gün sayısı	75.9	77.6	80.0	82.5	76.0
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	-	-	-	-	-
Kullanılan sermaye getirisi (%)	-	-	-	-	-
Özsermaye getirisi (%)	75.7	104.4	127.8	70.5	73.9
Varlık getirisi (%)	22.9	31.6	45.4	30.4	33.6

Kaynak: Türk Traktör; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal Tablolar

TTRAK

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	629	931	1,457	2,209	3,116
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	629	931	1,457	2,209	3,116
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	439	622	1,100	1,051	1,004
Uzun vadeli finansal yatırımlar	34	481	1,443	2,894	4,723
İştirak yatırımları	-	-	-	-	-
Nakit ve nakit benzeri	1,567	4,837	6,130	5,739	7,301
Ticari alacaklar	1,264	2,102	5,304	6,545	8,828
Stoklar	1,739	3,615	7,513	7,552	10,110
Diğer kısa vadeli varlıklar	369	1,023	1,187	1,465	1,976
Toplam dönen varlıklar	4,940	11,577	20,135	21,301	28,216
Diğer uzun vadeli varlıklar	68	184	184	184	184
Toplam Varlıklar	6,110	13,796	24,319	27,639	37,243
Ana ortağa ait özkaynak	2,051	3,638	10,485	12,150	17,531
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynak	2,051	3,638	10,485	12,150	17,531
Uzun vadeli finansal borçlar	555	577	455	493	526
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	138	365	365	365	365
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	693	942	820	858	891
Ticari borçlar	2,409	4,925	8,839	9,817	13,241
Kısa vadeli finansal borçlar	580	3,313	2,611	2,832	3,018
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	378	978	1,564	1,981	2,563
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	3,367	9,216	13,014	14,631	18,822
Toplam Kaynaklar	6,111	13,796	24,319	27,639	37,243
Net işletme sermayesi	586	837	3,601	3,764	5,110
Yatırılmış sermaye	1,756	3,056	7,785	10,102	14,137

Hisse başına (TL)					
Hisse başına defter değeri	38.43	68.17	104.78	121.42	175.19
Hisse başına maddi defter değeri	30.21	56.52	93.79	110.92	165.16
Finansal sağlık					
Net borç/Özkaynak(%)	(21.1)	(26.0)	(29.2)	(19.9)	(21.4)
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Cari oran (x)	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
Nakit akışı faiz karşılama (x)	n/m	35.3	n/m	n/m	n/m

Kaynak: Türk Traktör; TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.