

Tarım

Analist: Ayşegül Bayram

ABayram@halkyatirim.com.tr

Türk Traktör

İhracattaki güçlenme operasyonel performansı destekleyecek

- ✓ **Sektörel bazda yaşanan hacim daralmasının şirketin fiyatlama politikası ile dengelenmesini bekliyoruz.** Öngörülerimiz ve hesaplamalarımız ışığında Türk Traktör'ün konsolide satış gelirlerinin 2022 yılında yıllık bazda %73 yükselişle 20,14 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, traktör satış hacminin yıllık bazda %6 artış kaydedeceği öngörüsüne ek olarak, küresel piyasalardaki dalgalanmaların dengeye ulaşacağı beklentisiyle konsolide satış gelirlerinin yıllık bazda ortalama %16 artış kaydederek, 2026'da 36,24 milyar TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.
- ✓ **İhracatların Faz 5 traktörlerin de satışa sunulmuş olmasıyla güçlü seyrini sürdüreceğini öngörüyoruz.** Birim fiyat görünümüne ilişkin olarak, ihraç edilen traktörlerin satış fiyatlarının tahmin aralığımız boyunca yıllık olarak dolar bazında ortalama %8, TL bazında da ortalama %22 artış kaydedeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, şirketin ihracat gelirlerinin bu süreçte yıllık bazda ortalama %28 artışla, 2026'da 11,33 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılında yurt dışı satış gelirlerinin toplam ciro içindeki payının %31, geri kalan süreçte de %28 seviyesinde kalıcılık sağlayacağını düşünüyoruz.
- ✓ **Düzenli temettü dağıtımının devamını bekliyoruz.** Şirketin 2021 yılında %91 seviyesinde gerçekleşen temettü dağıtım oranının tahmin aralığımız boyunca aynı seviyede kalacağını öngörüyoruz. Şirketin temettü getirisinin de, bu süreçte yükseliş eğilimini sürdüreceğini ve 2026 yılında %22,8 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- ✓ **Değerleme.** Türk Traktör'ün, Faz 5 traktörlerinin ihracat gelirleri üzerindeki etkisinin belirginleşecek olması ve döviz uzun pozisyonunun sürdürüleceğinin öngörüsüyle ilerleyen dönemlerde güçlü karlılık görünümünü devam ettireceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, 2023 yılında da sektörel dinamiklerde toparlanma görüleceği beklentisiyle, **TTRAK'ı Araştırma kapsamımıza 'AL' önerisiyle dahil ediyoruz. TTRAK hissesi için 12 aylık hedef fiyatımızı %57 getiri potansiyeli ile 388,10 TL olarak belirliyoruz.**
- ✓ **Riskler.** Makroekonomik dalgalanmalar nedeniyle tarımsal üretimin sektöre uğraması şirketin operasyonel performansını olumsuz etkileyebilir. Ayrıca, yurt içi traktör pazarında rekabetin artması şirketin pazar payının baskılanmasına neden olabilir. Bununla beraber, finansal piyasalarda volatilitenin artması tüketici güvenini olumsuz etkileyerek, şirketin fiyatlama politikası üzerinde baskı oluşturabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 247,30 TL

Hedef Fiyat: 388,10 TL

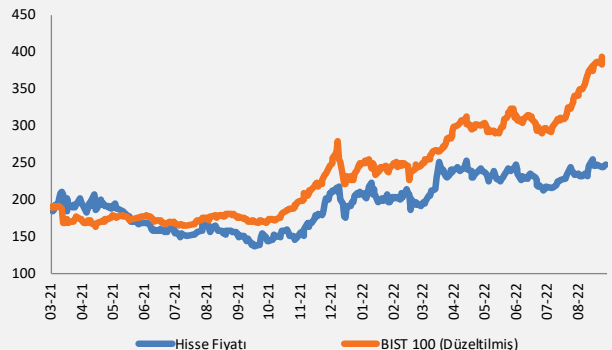
Getiri Potansiyeli: %57

Özet Veriler

Hisse Kodu	TTRAK
Cari Fiyat (TL)	247.30
52H En Yüksek (TL)	275.70
52H En Düşük (TL)	149.10
Piyasa Değeri (milyon TL)	13,198
Piyasa Değeri (milyon USD)	724
Halka Açıklık Oranı (%)	25.00
Konsensus HF (TL)	291.82
Konsensus Tavsiye	%87.5 A / %12.5 T / %0 S
3A Hacim (milyon USD)	3.87
HLV HBK (2022T)	36.10
Konsensus HBK (2022T)	32.70

Tahminler ve Rasyolar	2020G	2021G	2022T	2023T
Net Satışlar (milyon TL)	6.243	11.644	20.136	24.417
Yıllık Büyüme	64%	87%	73%	21%
FAVÖK (milyon TL)	1.057	1.733	2.743	3.475
Yıllık Büyüme	183%	64%	58%	27%
Net Kar (milyon TL)	776	1.322	1.925	2.391
Yıllık Büyüme	594%	70%	46%	24%
FAVÖK Marjı	16,9%	14,9%	13,6%	14,2%
Net Kar Marjı	12,4%	11,4%	9,6%	9,8%
FD/Satışlar	2,1x	1,1x	0,7x	0,5x
FD/FAVÖK	12,4x	7,6x	4,8x	3,8x
F/K	10,7x	8,3x	6,9x	5,5x
PD/DD	5,8x	5,3x	5,6x	5,1x
Hisse Başı Kar (TL)	14,5	24,8	36,1	44,8
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	27,0	38,4	44,2	48,7

Fiyat Performansı



2023-2026 yılları arasında makro ve sektörel bazda beklediğimiz toparlanma ışığında Türk Traktör'ün yurt içi üretim içindeki payının %70'e yükselmesini öngörüyoruz. Bu yıl için sektörel üretimde öngördüğümüz daralma paralelinde, Türk Traktör'ün traktör üretiminin önceki yıla göre %19 düşüş kaydederek 39.530 adet seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde ise, gerek makro gerekse de sektör dinamiklerinde gerçekleşmesini beklediğimiz toparlanma ışığında, şirketin traktör üretiminin yıllık bazda ortalama %6 artışla 2026'da 49.872 adet seviyesine yükselerek, 2011'den bu yana kaydedilen en yüksek üretim miktarına ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, şirketin yurt içi üretimdeki payının da %67'den %70'e yükseleceğini öngörüyoruz.

Sektörel bazda yaşanan hacim daralmasının şirketin fiyatlama politikası ile dengelenmesini bekliyoruz. Öngörülerimiz ve hesaplamalarımız ışığında Türk Traktör'ün konsolide satış gelirlerinin 2022 yılında yıllık bazda %73 yükselişle 20,14 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, traktör satış hacminin yıllık bazda %6 artış kaydedeceği öngörüsüne ek olarak, küresel piyasalardaki dalgalanmaların dengeye ulaşacağı beklentisiyle konsolide satış gelirlerinin yıllık bazda ortalama %16 artış kaydederek, 2026'da 36,24 milyar TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

İhracatların Faz 5 traktörlerin de satışa sunulmuş olmasıyla güçlü seyrini sürdüreceğini öngörüyoruz. Birim fiyat görünümüne ilişkin olarak, ihraç edilen traktörlerin satış fiyatlarının tahmin aralığımız boyunca yıllık olarak dolar bazında ortalama %8, TL bazında da ortalama %22 artış kaydedeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, şirketin ihracat gelirlerinin bu süreçte yıllık bazda ortalama %28 artışla, 2026'da 11,33 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılında yurt dışı satış gelirlerinin toplam ciro içindeki payının %31, geri kalan süreçte de %28 seviyesinde kalıcılık sağlayacağını düşünüyoruz.

Faz 5 traktörlerin ihracatının başlamış olmasıyla operasyonel karlılığın güçlü görünümünü sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, 2022 yılında Türk Traktör'ün FAVÖK'ünün %58 artışla 2,74 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Böylece, 2021 yılında yıllık bazda 2,05 puan düşüşle %14,88 seviyesine gerileyen FAVÖK marjının, 2022 yıl sonunda sektörel ve makro dinamiklerin yansımalarıyla %13,62 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2023 yılında da Faz 5 traktör satışlarının karlılık üzerindeki etkisinin daha net bir şekilde hissedileceği öngörüsüyle FAVÖK'ün %27 artışla 3,47 milyar TL seviyesine yükseleceğini, FAVÖK marjının da 0,61 puan artışla %14,23 seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde, iş makinelerinin satış hacmindeki ağırlığının kısmen artış göstereceği beklentisiyle şirketin operasyonel karlılık yapısının yeniden dengeleneceğini düşünüyoruz. Bu süreçte FAVÖK'ün yıllık bazda ortalama %12 artış kaydederek, 2026 yılında 4,88 milyar TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK marjının da bu süreçte %13-14 bandında dalgalanacağını öngörüyoruz.

Operasyonel karlılığa ek olarak, döviz uzun pozisyonu ve vergisel teşviklerin desteğiyle net karın yükseliş eğilimini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılında net karın %45,6 artışla 1,93 milyar TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Net kar marjının da 1,79 puan ılımlı gerilemeyle %9,56 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde şirketin net karının yıllık bazda ortalama %14,9 artış kaydederek 2026 yılında 3,33 milyar TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Net kar marjının da bu süreçte %9-10 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, şirketin yüksek özsermaye karlılığını da tahmin aralığımız süresince güçlendireceğini öngörüyoruz. 2022-2026 yılları arasında şirketin özsermaye karlılığının ivmeleneceğini ve 2026 yılında %96 seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Düzenli temettü dağıtımının devamını bekliyoruz. Temettü dağıtım politikası olarak, her yıl dağıtılabilir net karının minimum %60'ını temettü olarak yatırımcıları ile paylaşmayı hedefleyen şirket, 2016-2021 yılları arasında dağıtılabilir net karının ortalama %75'ini temettü olarak dağıttı. Şirketin 2021 yılında %91 seviyesinde gerçekleşen temettü dağıtım oranının tahmin aralığımız boyunca aynı seviyede kalacağını öngörüyoruz. Şirketin temettü getirisinin de, bu süreçte yükseliş eğilimini sürdüreceğini ve 2026 yılında %22,8 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Riskler

Makroekonomik dalgalanmalar nedeniyle tarımsal üretimin sekteye uğraması şirketin operasyonel performansını olumsuz etkileyebilir.

Yurt içi traktör pazarında rekabetin artması şirketin pazar payının baskılanmasına neden olabilir.

Tarımsal kredi koşullarında öne çıkabilecek kısıtlamalar traktör talebinde düşüş yaratabilir.

Finansal piyasalarda volatilitenin artması tüketici güvenini olumsuz etkileyerek, şirketin fiyatlama politikası üzerinde baskı oluşturabilir.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Türk Traktör'ün 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken indirgenmiş nakit akımları ve benzer şirket çarpanları yöntemlerini kullandık.

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12-aylık 16,91 milyar TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. Böylece 12-aylık hedef fiyatını modelimize göre %28 yükseliş potansiyeli ile 316,93 TL olarak bulmaktayız. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %3, beta katsayısını 0,84, piyasa risk primini %5,5, risksiz faiz oranını %19,5 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini de %22,5 olarak varsaydık.

Benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken, F/K ve FD/FAVÖK rasyolarından faydalanarak 35,92 milyar TL hedef piyasa değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için, İNA yöntemiyle ulaştığımız hedef fiyatımıza %80, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız hedef fiyatımıza ise %20 ağırlık verdik. Bu doğrultuda, Türk Traktör için 20,71 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşarak, %57 yükseliş potansiyeli ile 12-aylık hedef fiyatımızı 388,10 TL olarak belirliyoruz.

Tablo 1: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti	Hedef Şirket Değeri (milyon TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA	16.914	80%	13.531
Benzer Şirket Çarpanları	35.919	20%	7.184
Hedef Şirket Değeri			20.715
Ödenmiş Sermaye			53
Hedef Hisse Fiyatı			388,10
Güncel Fiyat			247,30
Yükseliş Potansiyeli			57%



Değerleme Özeti

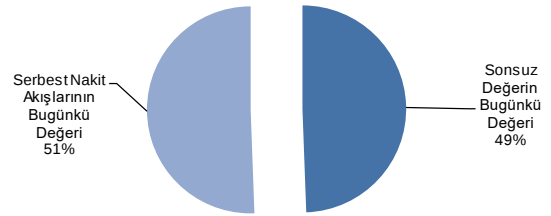
Tablo 2: İNA Değerleme (Konsolide)

İNA Değerleme (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	20.136	24.417	28.455	32.145	36.240
FAVÖK	2.743	3.475	3.944	4.345	4.884
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	620	265	252	219	234
Yatırım Harcamaları	701	788	862	905	957
Serbest Nakit Akışları	1.080	2.080	2.464	2.798	3.217
AOSM	23,3%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Sonsuz Büyüme Oranı	3%				
Sonsuz Değer (2026)					16.401
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	7.113				
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	1.080	1.687	1.622	1.495	1.395
Firma Değeri	14.393				
Net Borç	768				
Piyasa Değeri	13.625				
Hedef Piyasa Değeri	16.914				
Ödenmiş Sermaye	53				
Hedef Hisse Fiyatı	316,93				
Hisse Fiyatı	247,30				
Yükseliş Potansiyeli	28%				

Tablo 3: Duyarlılık Analizi (12- aylık hedef fiyat)

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı						
	18,0%	18,5%	19,0%	19,5%	20,0%	20,5%	21,0%
1,5%	325,36	317,59	310,24	303,25	296,62	290,30	284,29
2,0%	330,59	322,50	314,85	307,60	300,71	294,17	287,94
2,5%	336,10	327,67	319,70	312,15	305,00	298,21	291,75
3,0%	341,90	333,10	324,79	316,93	309,49	302,43	295,74
3,5%	348,03	338,82	330,14	321,95	314,20	306,87	299,91
4,0%	354,50	344,86	335,79	327,23	319,16	311,52	304,28
4,5%	361,35	351,24	341,74	332,80	324,37	316,41	308,87

Grafik 1: Şirket Değeri Kırılımı



Benzer Şirket Karşılaştırması

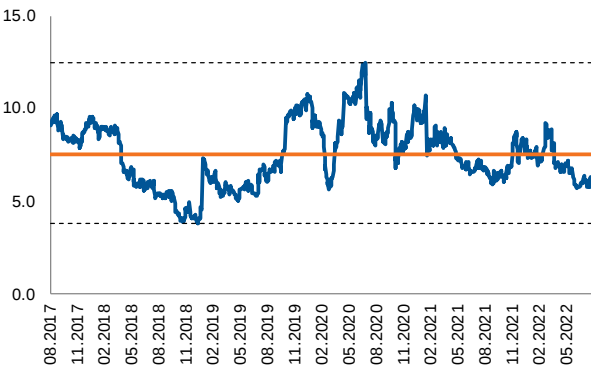
Tablo 4: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Piyasa Değeri (USD mn)	Şirket	Konsensus Tahminleri			
		2022T		2023T	
		FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K
109.325	Deere&Co	12,1	15,8	10,9	13,8
2.574.529	Kubota	12,0	13,3	11,3	12,8
7.971	AGCO Corp.	6,4	9,0	6,1	8,4
3.458	Bucher Industries	6,9	12,2	7,1	12,1
1.642.879	Mahindra&Mahindra	a.d.	12,3	10,5	29,2
16.550	CNH Industrial NV	12,4	11,7	11,3	8,8
13.246	Türk Traktör	4,8	6,9	3,8	5,5
	Medyan	12,0	12,2	10,7	12,1
	<i>Prim / İskonto</i>	-60,0%	-43,8%	-64,7%	-54,4%
	Ortalama	10,0	11,7	9,5	11,2
	<i>Prim / İskonto</i>	-52,0%	-41,4%	-60,4%	-50,6%

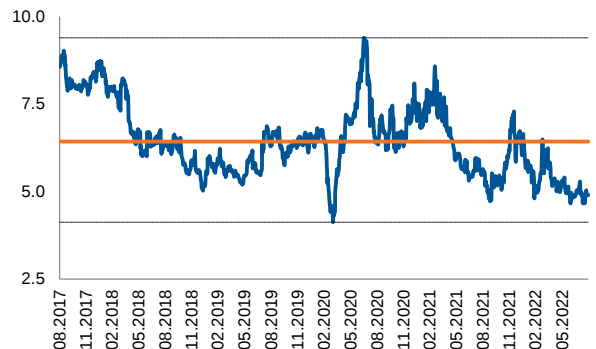
Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Türk Traktör'ü küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 4,8x olan 2022T FD/FAVÖK çarpanına göre %60 iskonto lu işlem görmektedir. 3,8x seviyesindeki 2023T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %64,7 iskonto sunmaktadır. F/K çarpanları cephesinde de 6,9x olan 2022T F/K çarpanına göre %43,8 iskonto lu işlem görürken, 5,5x seviyesindeki 2023T F/K çarpanına göre %54,4 iskonto sunmaktadır.

Türk Traktör: 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



Türk Traktör: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Şirket Profili

Türk Traktör

Şirket Görünümü

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş., 1954 yılında Minneapolis Moline Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. adıyla kuruldu. Tarım traktörleri, biçerdöver ve diğer tarım makine ve aletlerinin üretimi ve ticareti alanında faaliyet gösteren şirketin adı 1968 yılında hisselerinin %25'inin Koç Holding A.Ş.'nin grup şirketi olan Ege Makine ve Ticaret A.Ş. tarafından satın alınmasının ardından Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. olarak değiştirildi.

1998 yılının Haziran ayında, Koç Holding ve New Holland (NH) yaptıkları ortaklık anlaşmasıyla, eşit miktardaki paylarla yönetimde söz sahibi oldular. Bu anlaşma çerçevesinde Türk Traktör, New Holland sistemine ürün geliştirme, mühendislik, üretim, satın alma, ihracat ve satışlar fonksiyonlarında daha fazla entegre oldu.

2000 yılında ise New Holland, ABD pazarında payı oldukça yüksek olan CASE şirketinin hisselerini aldı. Böylece Türk Traktör'ün ortağı CNH – Case New Holland oldu.

New Holland, Case IH ve Steyr marka traktörleri aynı anda üretebilme özelliğine sahip olan Türk Traktör, New Holland TDD ile Case IH JX seri traktörlerin ve farklı özel serilerinin dünyadaki tek tasarım merkezidir. Şirket ayrıca, Utility Light traktör serisinin dünyadaki ana üretim merkezi ve 66 serisi transmisyonlar için de dünyadaki tek mühendislik ve üretim merkezi konumunda bulunuyor. 2013 yılında şirket, Case ve New Holland markalarının; mini yükleyici, kazıcı yükleyici, kompakt yükleyici, lastikli yükleyici, mini ekskavatör, paletli ekskavatör ve teleskopik yükleyici gibi ürünleriyle iş makineleri pazarına da giriş yaptı.

Şirket üretim faaliyetlerini Ankara ve Erenler fabrikalarında gerçekleştiriyor. Türk Traktör Ankara Fabrikası, açık ve kapalı kısımları dahil olmak üzere toplam 257.325 metrekarelik bir alana sahiptir. Türk Traktör Erenler Fabrikası'nın ise, 333.549 metrekare açık alanı ve 68.613 metrekare kapalı alanı bulunmaktadır. İki fabrikanın üretim kapasitesi yılda 50.000 traktördür. Türk Traktör'ün Ankara'daki fabrikasında dişli ve ısıtım işlem tesisleri, motor üretim tesisleri, kalite kontrol laboratuvarları, motor ve gövde test cihazları, bilgisayar destekli tasarım ve üretim altyapısı bulunmaktadır. Teknolojik boyahane, montaj hatları ve kalite kontrol laboratuvarlarına sahip olan Erenler Fabrikası da, düşük enerji ve su tüketiminin yanı sıra güneş ışığından maksimum düzeyde yararlanarak "yeşil bina" konseptiyle doğa dostu üretimi desteklemektedir. Türk Traktör'ün ayrıca, İstanbul ve Ankara'da olmak üzere iki adet Ar-Ge merkezi olmakla beraber, Ankara ve İzmir'de iş makinesi tesisleri bulunuyor.

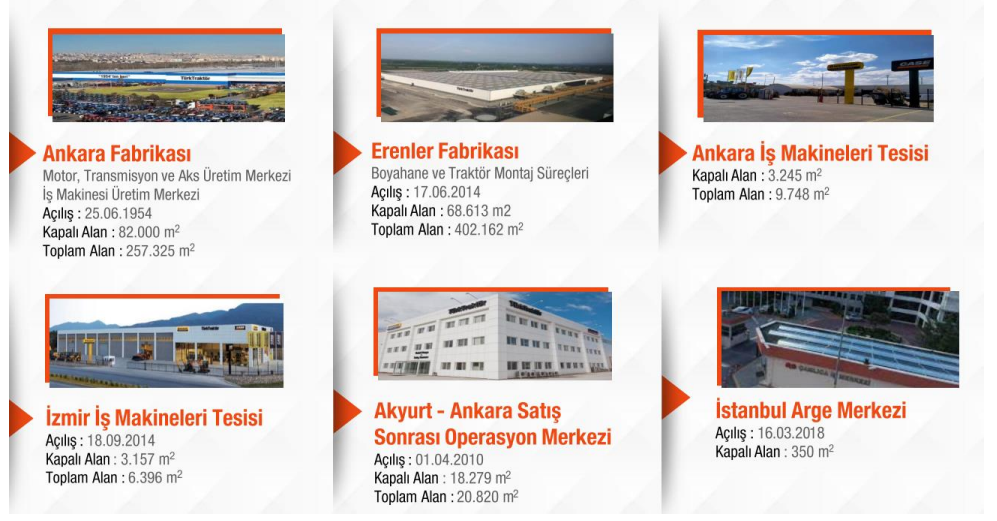
Türk Traktör yurtiçi pazarlama ve satış faaliyetlerini, 131 traktör satış bayisi, 153 yedek parça bayisi ve 33 iş makinesi satış bayisi vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Bu bayilerin 93'ü New Holland, 38'i Case IH ürünlerinin satışlarını yapmaktadır. Şirket, CNHI International SA ile New Holland ve Case markalı iş makinelerinin ithal edilerek, yurt içine yönelik satış, pazarlama ve satış sonrası hizmetlerini sağlama faaliyetlerine yönelik, ithalat ve distribütörlük sözleşmesi imzalamıştır. Halihazırda Türk Traktör, Kuzey Amerika ve Avrupa olmak üzere 130'dan fazla ülkeye traktör ihracatı yapmaktadır.



Şirket Profili

Şirket, ayrıca teknoloji ve Ar-Ge çalışmalarına yaptığı yatırımlar ile ürün gamını artırarak, pazardaki konumunu güçlendirmiştir. Tüm bu özelliklerinin yanında Türk Traktör, hem devlet hem de CNH Industrial tarafından tescillenmiş ve sektöründe Türkiye'nin ilk Ar-Ge merkezi konumunda bulunuyor. Şirketin 30 Haziran 2022 tarihi itibarıyla personel sayısı 2.827 seviyesindedir.

Görsel 1: Türk Traktör Ar-Ge ve Üretim Tesisleri

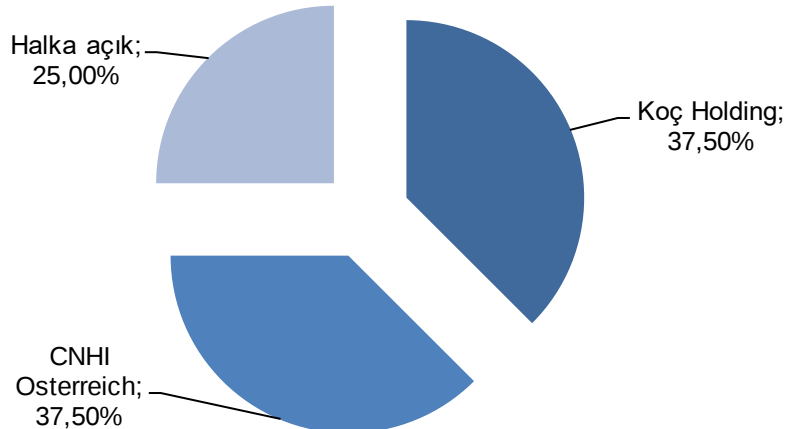


Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Ortaklık Yapısı

Koç Holding ve CNHI Österreich'in Türk Traktör paylarında sahiplik oranları eşit ağırlıklarla %37,5 seviyesindedir. 2004 yılında borsaya kote olan Türk Traktör'ün, 30 Haziran 2022 tarihi itibarıyla, halka açıklık oranı %25 seviyesinde bulunuyor.

Grafik 2: Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

Operasyonlar

Operasyonlar

Türk Traktör'ün faaliyet konusu, tarım traktörleri, biçerdöver, iş makinaları ve diğer tarım makine ve aletlerinin üretimi ve ticaretidir.

a) Tarım traktörleri

Stratejik sektörler arasında gösterilen tarım sektörünün seyrinde belirleyici unsur olarak öne çıkan traktör pazarında, yurt içinde %46,6 pazar payı ile lider konumda olan Türk Traktör her yıl pazara daha gelişmiş modelleri sunarak güçlü pozisyonunu sürdürüyor. Fiyat bazlı yoğun bir rekabetin hakim olduğu sektörde, Türk Traktör sahip olduğu sektörel deneyim ve uzmanlık sayesinde motor, transmisyon, aks, hidrolik kaldırıcı gibi ana parçaları kendi tesislerinde üretme kabiliyetine sahiptir.

2007 yılından bu yana Türkiye traktör pazarında liderliğini koruyan Türk Traktör, faaliyet gösterdiği New Holland ve Case IH markaları ile TÜİK trafik tescil kayıtlarına göre 2Ç22 sonu itibarıyla toplamda %46,6 pazar payına sahiptir (2Ç21: %54,9). Tarmakbir tarafından sağlanan verilere göre 30.06.2022 tarihi itibarıyla New Holland markasının yurt içi pazardaki payı yıllık bazda 7,6 puan düşüşle %38,2'ye gerilerken, Case IH markasının payı 0,8 puan düşüş kaydederek %8,4 seviyesinde gerçekleşti. Tarımsal teşvikler ve faz çalışmalarının beraberinde, pandemi sonrası tarıma ve temiz beslenmeye yönelik artan farkındalığın sektörel talepte yarattığı pozitif etki ışığında 2021 yılının aynı döneminde New Holland ve Case IH markalarının pazar payları toplamda 8 puan artışla %54,9 seviyesine yükselmisti. 2022 yılının ilk yarısında görülen ve yıl geneline sirayet edeceği öngörülen daralmanın, küresel makroekonomik konjonktörün yurt içi sektör dinamikleri üzerindeki negatif yansımalarının beraberinde, tedarik zinciri problemlerinin üretim aktivitesinde yarattığı olumsuz etkiden kaynaklandığını gözlemliyoruz.

Yıllık 50.000 adet traktör üretim kapasitesine sahip olan TürkTraktör, 2022 yılının ilk yarısında 22.155 adet ile Türkiye'de toplam traktör üretiminin %67'sini gerçekleştirdi. Yurt içi pazarda lider konumda olan şirket ihracat cephesinde de 8.254 adet ile Türkiye'nin toplam traktör ihracatının %87'sini karşıladı. Tarım sektöründe global bir oyuncu olan şirket, ihracatının %80'ini Kuzey Amerika ve Avrupa'ya gerçekleştiriyor.

Türk Traktör bu yıl yeni ihracat ürünü olan Yeni Nesil Utility Medium Faz 5 traktörünün deneme üretimlerini tamamlayarak, Ağustos ayı itibarıyla ihracatına başladı. Yeni Nesil Utility Medium, 90-120 beygir aralığında, gelişmiş hidrolik ve yeni nesil modüler şanzımanı ile Avrupa'ya ihracat için geliştirilen bir traktör ailesi olarak öne çıkıyor. Söz konusu ürün grubu New Holland ve CASE IH olarak iki marka altında üretilecek. İlk etapta ihracat pazarı için üretim ve satışına başlanan bu traktör ailesi, 2023 yılı sonunda yerli pazara uygun bazı özellikler ve Faz 5 emisyon seviyesi ile Türkiye pazarına da sunulacak.



Operasyonlar

b) İş makineleri

2013 yılında Türk Traktör, Türkiye'nin iş makineleri alanında sahip olduğu büyüme potansiyeli ve dünyanın önde gelen pazarlarından biri olmasının desteğiyle Case ve New Holland markalı iş makinelerinin Türkiye distribütörlüğünü alarak operasyonlarını genişletti. Şirket bu alanda paletli ekskavatör, lastikli yükleyici, kazıcı yükleyici, teleskopik yükleyici, mini ekskavatör ve nokta dönüşlü mini yükleyicilerden oluşan geniş ürün gamı ile hizmet veriyor. Türk Traktör iş makineleri alanında 2020 yılında yaptığı yatırım ile 1000 adet iş makinesi üretim kapasitesine sahip Ankara Fabrikası'nda New Holland ve Case markaları için yerli kazıcı yükleyici iş makineleri üretimine başladı.

c) Tarımsal ekipmanlar

Ekipman ürün grubu, toprak işlemeyle başlayan ekim, ilaçlama, gübreleme gibi faaliyetlerden sonra hasat ve nakliye kadar tüm süreçlerde aktif olarak kullanılan geniş ürün yelpazesinden oluşmaktadır. Bu grupta çiftçilerin kullanımına yönelik olarak klasik yaylı ve döner kulaklı pulluklar, toprak frezeleri, dik rotovatorlar, pnömatik hassas ekim makineleri, hububat ekim makineleri, turbo atomizörler, büyük, silindirik ve küçük balya makineleri, silaj makineleri, biçerdöverler, römorklar, yem karma ve dağıtma vagonlarının üretimleri yapılmaktadır.



Sektörel Görünüm

Dünyada tarımsal ekipman pazarı

2021 yılında 155,68 milyar doları büyüklüğe sahip olan tarımsal ekipman pazarının 2030 yılına kadar yıllık bazda ortalama %5 büyümeye kaydederek 230 milyar dolar seviyesine ulaşacağı tahmin ediliyor. Tarımsal süreçlerde makinalaşmanın yaygınlaşmasına ek olarak, gıda üretimi için elverişli iklim koşulları ve çiftçiler için kredi programları yoluyla sağlanan devlet destekleri sektörel büyümeye görünümüne yön veren dinamikler olarak öne çıkıyor. Artan gıda talebi karşısında üretim cephesinde ölçek ekonomisinin uygulanabilmesi için otonom traktörler ve uçan dronlar gibi teknolojik olarak gelişmiş tarımsal robotiklerin de ilerleyen yıllarda etkin rol oynayacağı öngörülüyor.

Pandemi sürecinde devreye alınan kısıtlamalar nedeniyle sanayi üretiminde görülen daralmaların ardından, 2020'nin ikinci yarısında hükümetler tarafından sağlanan destekler ve normalleşme uygulamaları ışığında büyümeye cephesinde görülen ivmelenmenin beraberinde talepteki artış tarımsal ekipman sektöründe de çift haneli büyümeye oranlarının kaydedilmesinde etkili oldu.

2021 yılının ilk yarısında traktörlere, biçerdöverlere ve ekim araçlarına yönelik talepte devam eden artış, yılın ikinci yarısında orjinal ekipman üreticileri ve bayileri için stokların daha hızlı satışa dönüşmesini sağladı.

2022 yılında ise sektörel temada tedarik zinciri problemlerinin ana etken olduğu takip ediliyor. Dünya çapındaki orjinal ekipman üreticileri mevcut konjonktörde yarı iletken sıkıntısı ve çelik, alüminyum ve diğer hammaddelerin yüksek emtia fiyatlarıyla karşı karşıya bulunuyorlar. Bu çerçevede, orjinal ekipman üreticilerinin talebi karşılayabilecek arzı sağlayamamaları nedeniyle, ürün fiyatlarının bu yıl içerisinde küresel enflasyon beklentisi olan %7 seviyesinin oldukça üzerinde artışlara sahne olmasına neden olabileceği gibi, söz konusu fiyat artış trendinin önümüzdeki yıl da devam etmesi öngörülüyor.

Tarım ekipmanlarının yüksek maliyetlerinin, özellikle dar gelirli çiftçiler için tarafından temin edilmesinin önündeki darboğazlardan biri olması beklenirken, kiralama yönteminin bu problem için potansiyel çözüm yolu olması bekleniyor. Küresel bazda Kwhipped Inc., JFarm Services, Mahindra & Mahindra Ltd. ve Macallister Rentals, tarım ekipmanı kiralama işinde köklü oyuncular olarak biliniyor. Bu arada bazı start-uplar tarafından da, çiftçilerin hem kendi aralarında hem de çevrelerindeki kiralama şirketleri ile bağlantı kurmasına yardımcı olacak uygulamalar geliştirme konusunda çalışmalar yapılıyor.

Ancak, ilerleyen dönemlerde hükümetler tarafından sağlanan teşviklerin sektörel büyümeye görünümünde tetikleyici unsur olmaya devam etmesi bekleniyor. Ayrıca, insan kaynağının eksikliğine ek olarak, erişilebilir kredi ve fonların mevcudiyeti gibi faktörlerin, tahmin süresi boyunca Çin ve Hindistan gibi büyük pazarlar dışında, diğer gelişmekte olan ülkelerde traktör ve diğer tarım ekipmanlarına olan talebi güçlendireceği tahmin ediliyor.

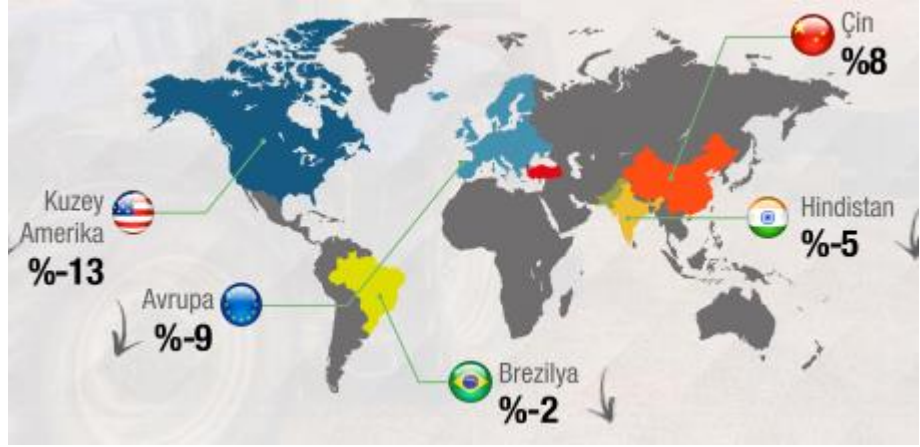
Segmentler bazında tarım araçlarını incelediğimizde, işgücü sıkıntısına ve küresel gıda gereksinimlerini karşılamak için artan nüfusa bağlı olarak, tarım endüstrisinde verimliliği artırmak için bir ön koşul haline gelen traktör kullanımı ile, traktör segmenti gelirlerinin sektörel gelire oranının 2021 yılında %30'u aşarak en yüksek paya sahip olduğunu gözlemliyoruz. Asya Pasifik ve Latin Amerika gibi bölgelerde çiftlik mekanizasyonu teşviği ve hassas çiftçiliğin benimsenmesi de büyümeyi hızlandırdı.



Sektörel Görünüm

2022 yılında dünya traktör pazarının büyüklüğünün 1,88 milyon adet seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüyor. İlerleyen dönemlere ilişkin olarak ise elektrikli traktörlerin çevre dostu olmaları ve yüksek verimlilik ile çalışmaları ışığında önemli bir büyüme dinamiği olması bekleniyor. Diğer yandan, geniş saha operasyonlarına hitap edecek güç eksikliğinin ise elektrikli traktörlerin ilerleyen dönemlerde tamamen benimsenebilmesinin önündeki engeller arasında öne çıkıyor.

Görsel 2: Kritik traktör ihracat pazarlarındaki yıllık değişim (Haziran 2022)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Tablo 5: Dünya traktör pazarı

Bin adet	2020	2021	Haz.21	Haz.22	Yılsonu beklentisi
Önemli ihracat pazarları	535	620	315	284	583
Kuzey Amerika	316	351	183	160	320
Avrupa	148	172	86	78	166
Diğer	71	97	46	46	97
Hindistan	807	904	469	443	880
Çin	205	224	142	152	250
Türkiye	48	64	32	29	53-59
Brezilya	45	53	23	23	52
Pakistan	39	56	29	32	56
Dünya Toplam	1.680	1.920	1.009	963	1.880

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Hasat makinesi segmentine ilişkin olarak ise büyümenin yıllık bazda ortalama %6'nın üzerinde gerçekleşeceği ve pazar büyüklüğünün, 2030 yılına kadar yaklaşık 58,0 milyar dolar seviyesine ulaşması öngörülmüyor. Hasat ekipmanındaki yeniliklerin, önümüzdeki birkaç yıl içinde segment büyümesini tetiklemesi bekleniyor. Çiftçilerin hasat süreçlerini daha yakından takip etmesini sağlayan akıllı biçerdöverlerin artan popüleritesi ve akıllı aktüatörlerin mevcut biçerdöverlere entegrasyonu da pazarın büyümesine katkıda bulunan unsurlar arasında öne çıkıyor. Bu çerçevede çiftçiler geleneksel biçerdöverlere kıyasla akıllı biçerdöverlere yöneliyorlar.

Sektörel Görünüm

2021 yılında tarımsal ekipman sektörü gelirlerinin yaklaşık %20'sini kapsayan arazi geliştirme ve tohum yatağı hazırlama segmentinin 2030 yılına kadar olan süreçte %5'in üzerinde YBBO kaydetmesi bekleniyor. Özellikle, robotik gibi teknolojik tarım makinelerinin yaygınlaşmasının da önümüzdeki yıllarda talebi artırması bekleniyor. Ayrıca, şu anda Hindistan, Avustralya ve Güneydoğu Asya gibi ülkelerde akıllı tarım ekipmanlarının kullanımı giderek hızlanıyor.

Coğrafi kırıma baktığımızda 2021'de 35,1 milyar dolar büyüklüğündeki Kuzey Amerika tarımsal ekipman pazarının 2030 yılına kadar olan süreçte yıllık bazda ortalama %5'in üzerinde büyüme kaydetmesi bekleniyor. Çiftlik mekanizasyonu için yüksek talebe yol açan büyük tarım arazilerinin bolluğu bölgedeki temel büyüme temasını oluşturuyor. Bölgede ayrıca, verimliliği artırmak için izleme araçlarıyla donatılmış akıllı biçerdöverler de yaygınlaşıyor. Artan işgücü maliyetleri, traktörlere ve biçerdöverlere robotik sistemlerin ve küresel konumlandırma sistemlerinin (GPS) entegre edilmesi, büyük çiftlikler nedeniyle yüksek kapasiteli makinelere olan talebin artması gibi faktörlerin de tahmin süreci boyunca bölgede pazar büyümesinde etkili olması bekleniyor.

Geçen yıl 10,1 milyar dolar seviyesindeki Orta Doğu ve Afrika bölgesi pazarının tahmin süresi boyunca yıllık bazda %2,0 büyüme kaydetmesi bekleniyor. Bölgede Güney Afrika, Suudi Arabistan ve BAE önemli pazarlar olarak öne çıkıyor. Orta Doğu'daki düşük ve değişken yağışlı kurak ülkelerde, tahmin dönemi boyunca sulama ve mahsul işleme ekipmanlarına yönelik talebin güçlenmesi bekleniyor. Afrika ülkeleri özelinde de, bölgede artan Çin yatırımlarının tarım sektörünü canlandırması bekleniyor.

Oldukça rekabetçi yapıya sahip olan tarım ekipmanları sektörünün iyileştirilmesi ve müşteri tabanının genişletilmesi amacıyla birleşme ve satın almalar da gerçekleştiriliyor. Örneğin, Eylül 2019'da CNH Industries N.V., Şanghay'da New Holland Tarım ve Case IH tarım ekipmanı markaları için müşterilere ürün teslim süresini kısaltmaya yardımcı olan yeni parça ve servis merkezleri açtı. Benzer şekilde, Mayıs 2021'de de CLAAS KGaAmbH, otonom tarım makinelerinin geliştirilmesi ve ticarileştirilmesi amacıyla Hollandalı start-up AgXeed B.V'nin azınlık hissesini satın aldı. Ancak sektörde yeni ürün geliştirilmesi için Ar-Ge çalışmaları da önemini koruyor.

Türkiye'de tarım sektörü ve traktör pazarı

İklim ve ekolojik şartlarının çeşitliliği sayesinde tarımsal üretim açısından geniş bir yelpazeye sahip olan Türkiye'de buğday, şeker pancarı, arpa, pamuk, mısır gibi tarla bitkilerinin üretimi ağır basmaktadır. Fındık, kiraz, incir ve kayısı üretiminde dünya lideri olan Türkiye'de tarım sektörü; 80 milyonluk ülke nüfusunun gıda ihtiyacını karşılar, 5 milyon insana istihdam sağlamaktadır. Ayrıca Türkiye yıllık tarımsal hasılası ile Avrupa'da 2. ve dünyada ise 14. sırada bulunuyor. TÜİK verilerine göre GSYİH'in %5,7'sini oluşturan tarım sektörü, toplam istihdamın %16,1'ini de kapsamaktadır.

2021 yılsonunda 29 milyar dolar ile tüm zamanların en yüksek ihracat rakamını kaydeden tarım sektörü, 2022 yılının ilk 7 ayında da büyüme eğilimini sürdürerek kümülatif olarak 18,79 milyar dolar ihracat gerçekleştirdi (yıllık bazda %20 artış). Bu çerçevede Türkiye İhracatçılar Meclisi verilerine göre, tarım ihracatı toplam ihracatın %13'ünü oluşturdu (2021 ilk 7 ay: %12,87). Tarıma bağlı sektörler arasında bu dönemde en fazla ihracat, 6,28 milyar dolarla hububat, bakliyat, yağlı tohumlar ve mamulleri segmentinde gerçekleştirildi. Kuraklığın etkisini görüldüğü 2021 yılında yıllık



Sektörel Görünüm

bazda %6,5 azalarak toplamda 118,4 milyon ton seviyesinde gerçekleşen bitkisel üretimin TÜİK tarafından sağlanan ilk tahminlere göre, 2022 yılında bir önceki yıla göre %6,1 artışla 125,7 milyon tona yükseleceği öngörülmüyor. Segmentler bazında incelediğimizde, tahıllar ve diğer bitkisel ürünlerin üretim miktarının %10,5 yükselişle 68,2 milyon ton ve sebze üretim miktarının ise bir önceki yıla göre %1,26 düşüş göstererek 31,4 milyon ton seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin ediliyor. Meyveler, içecek ve baharat bitkilerinin üretim miktarının ise 2022 yılında yıllık bazda %4,82 artarak 26,1 milyon ton seviyesine yükseleceği tahmin ediliyor.

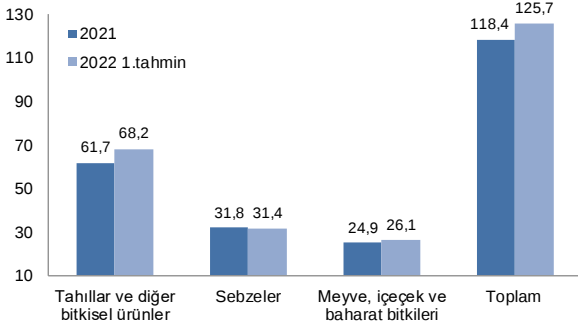
Teşviklere ilişkin olarak 2021 yılında, Tarım ve Orman Bakanlığı tarafından 23 milyar TL tarımsal destek ödemesi yapıldı. 2022 yılı revize bütçesinde de ek kaynaklarla beraber tarımsal desteklerin tutarının 2021 yılı rakamının %70 üzerinde, 39,2 milyar TL seviyesinde olacağı açıklandı. Bu miktarın 24,2 milyar TL'si Temmuz ayında ödendi. Tarıma ayrılan bütçe de açıklanan ek bütçe sonrasında %81 artarak 104 milyar TL'ye yükseldi.

Finansal cephede de, 2021 yılının Ocak ayında Ziraat Bankası traktör ve tarımsal mekanizasyon kredilerine uyguladığı baz faizi %9'dan %17'ye yükseltti. Ancak, politika faizindeki düşüşün etkisiyle Ağustos ayında baz faiz %13,6'ya geriledi. 1 milyon TL olan limit ise aynı kalırken ve ithal traktörler için %25 olan faiz desteği, traktörün yerli üretim olması durumunda %50 olarak sağlanmaya devam ediliyor. Yerli traktörler için tarım kredileri sübvansiyon kararı 2023 sonuna kadar geçerli olacak.

TÜİK trafik kayıtlarına göre, Türkiye traktör pazarı 2020 yılına kıyasla %33 büyüyerek 64.070 adet seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılında toparlanmaya başlayan pazar, 2020 yılından sonra 2021 yılında da olumlu seyretilmiş ve Türkiye traktör pazarı, Avrupa'da 1. sırada dünyada ise 4. sırada yer almıştır. 2022 yılında ise küresel makroekonomik dalgalanmaların negatif yansımaları ve tedarik zinciri problemleri nedeniyle yurt içi traktör pazarının yıllık bazda %8 daralma kaydederek 58.944 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalanında, pandemi sonrasında sağlıklı yaşama yönelik artan farkındalığın etkisiyle, Ukrayna-Rusya gerilimi sonrası ülkeler bazında öne çıkan tarımsal üretim ihtiyacının güçlenmiş olmasına ek olarak, hükümet tarafından traktör alımı finansmanında sağlanan desteklerin ilerleyen dönemlerde de devam edeceği öngörüsü ışığında, Türkiye traktör pazarının yıllık bazda ortalama %8 büyüme kaydederek, 78.471 seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

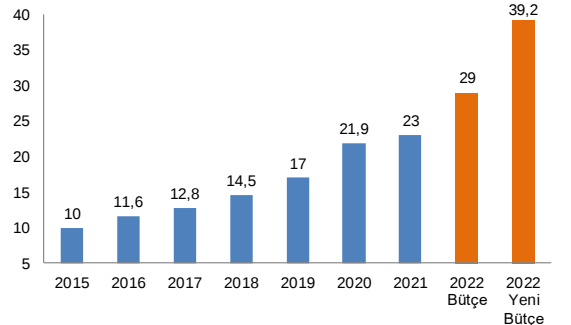
Mevcut durumda yurt içinde traktör parkı 2 milyon araçtan oluşurken, bu traktörlerin yaklaşık 1,3 milyon adeti aktif olarak kullanılıyor. 35 yaş üzeri 650.000 adet traktör

Grafik 3: Bitkisel Üretim (milyon ton)



Kaynak: TÜİK

Grafik 4: Tarımsal Destek Ödemeleri (milyar TL)



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı



Sektörel Görünüm

bulunurken, 24 yaş üzeri traktörlerin sayısının 625.000 seviyesinde olduğu tahmin ediliyor.

Kuraklık, yükselen tarımsal girdi fiyatları nedeniyle artan gıda enflasyonu, pandemi, orman yangınları ve doğal afetler sebebiyle hem çiftçiler hem de Türkiye açısından zor bir yıl olan 2021'in ardından yurt içi tarımsal üretimin desteklenmesi önem kazandı. Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) verilerine göre küresel gıda fiyatları 2021 yılında %28 artarak son on yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Örgütten yapılan açıklamalarda piyasa koşullarının bu yıl içerisinde istikrarlı hale gelmesinin beklenmediği vurgulanıyor. 2021 ortalaması, bir önceki yıla göre %28,1 artışla 125,7 puan seviyesinde gerçekleşen FAO endeksi, 2022 yılının ilk 7 ayında da yükselişini sürdürdü. Veri bu süreçte yıllık bazda ortalama %23,4 artış kaydetti. Dünya ekonomileri salgınının yaralarını sarmaya başlamışken, yükselen gıda fiyatlarının genel enflasyonda artışa yol açması nedeniyle, küresel bazda tarımsal üretimin artırılmasının önemi her geçen gün artarak, tarımsal ekipman talebine ilişkin pozitif katalistler arasında öne çıkıyor.

Emisyon Geçişi

Dizel motorlarında azot oksit (NOx) ve partikül madde (PM) emisyonlarının yüksekliği, çevre kirliliği ve küresel ısınma ile ilgili problemler nedeniyle karayolu taşıtlarının yanı sıra traktörlerin ve diğer ziraat tipi araçların zararlı egzoz emisyon değerlerinin, öncelikle azot oksitleri (NOx), is (duman) ve partikül maddelerin (PM) büyük oranda düşürülmesi gereğini doğurdu. Bu çerçevede egzoz emisyon standartları kademeli olarak uygulamaya geçilecek şekilde takvimlendirilerek ve aynı standartlar Amerikan (U.S.EPA) ve Avrupa (EU) standartları olarak başlıca iki ayrı tanımlama ile devreye girdi. Bunlar, Stage 1 / Tier I, Stage 2 / Tier II, Stage 3A / Tier III, Stage 3B / Tier IV Interim, Stage 4 / Tier IV Final olarak sınıflandırılıyor.

1996'da ilk defa Stage 1 olarak devreye giren standarttan itibaren kademeli olarak Stage 4 standardında NOx ve PM yaklaşık % 90-95 oranında azaltıldı. Bir sonraki aşama olarak uygulanan Stage 5 ile ağırlıklı olarak PM oranını daha da düşük seviyelere indirilmesi hedefleniyor.

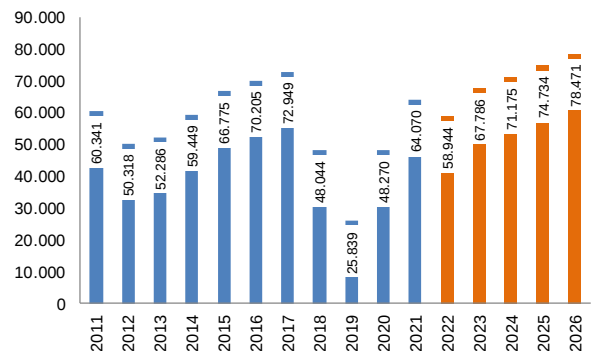
Avrupa ülkelerinde 2007 tarihinde geçilen Faz (Stage) IIIA standardına Türkiye'de 2010 yılında geçildi. Faz (Stage) IIIB emisyon standartlarının ise Avrupa ülkeleriyle aynı tarihte 2012 yılında devreye alınarak limit değerlerin daha da düşürülmesi

Grafik 5: FAO Gıda Fiyatları Endeksi (Yıllık Değişim, %)



Kaynak: Bloomberg

Grafik 6: Türkiye Traktör Pazarı (adet)



Kaynak: TÜİK



HalkYatirimMenkulDeğerlerA.Ş.



company/halk-yatirim-menkul-değerler



halkyatirim



halkyatirim

Sektörel Görünüm

gündeme gelmişti. Ancak Kuzey Amerika ve Avrupa'da 2014 yılında devreye alınan uygulama Türkiye'de 2021 yılında kademeli olarak yürürlüğe girdi.

Türkiye'de 50-75 HP arası motorlara sahip traktörler 1 Temmuz 2021'de Faz 4'e geçerken, Faz 4 emisyon süresince (1 Ocak 2023'e kadar) %80 esneklik planı kapsamında Faz 3 motor ile üretim yapılmasına izin verildi. 75-150 HP arası traktörler için de Faz 4 emisyon süresince %80 esneklik planı kapsamında Faz 3 motor ile üretim yapılmasına izin verildi. Geçiş ise tarihte değişiklik olmadan 1 Ekim 2021'de gerçekleşti. Geçiş sürecinde toplamda üretilebilecek maksimum Faz 3 traktör adedi ise geçiş tarihinden önceki 5 yılın satış ortalamasının %80'i olarak belirlendi. Yeni yürürlüğe giren yönetmelikle ise esnek üretim rakamlarına ek olarak, 2023 yılı ortasına kadar belli sayıda Faz 3 motorlu traktör üretimine ve bu üretilen traktörlerin 2023 yılsonuna kadar satışına izin verildi. Faz 5 emisyon geçişi ise tüm motor güçlerinde 1 Ocak 2023 tarihinde gerçekleşecek. İş makineleri ve biçerdöver için de Faz 5 planlı geçiş tarihi 1 Nisan 2023 olarak güncellendi.

Birçok ülke emisyon değerlerini azaltmayı amaçlayan Kyoto Protokolü'nü onayladığından, motorlu araçlara getirilen emisyon sınırlamaları AB ülkelerinin ardından, 2009 yılından itibaren ülkemizde de zorunlu hale geldi. Ülkemiz ve AB arasında imzalanan Gümrük Birliği ve Ortaklık Konseyi kararları gereği uyumlaştırılacak mevzuatlar kapsamında motor emisyon düzeylerini belirleyen yönetmelikler Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından düzenlenmiş ve Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Çevre sağlığına ek olarak, motor teknolojisindeki yeniliklerin benimsenmesi konusunda yararlar sağlayan emisyon seviyelerine uyum, motor ve dolayısıyla traktör maliyetlerini artırması nedeniyle traktör fiyatlarının yükselmesinde rol oynuyor.

Emisyon azaltımı uygulamalarının yüksek maliyetli olmalarına rağmen, traktör üreticilerinin ihracat pazarlarını genişletmelerine olanak sağladıklarını vurgulamak gerekir. Emisyon seviyelerine geçiş uygulanmasaydı, emisyon seviyesi olmayan traktörlerin ihraç edilebileceği bazı Afrika ülkeleri dışında emisyon seviyeli yönetmeliğe geçmiş ülkelere ihracat yapabilme şansı kalmayacaktı. Mevcut konjunktörde de daha ileri faz seviyesindeki Avrupa ülkelerine ihracat yapan yerli traktör üreticisi firmaların ihracatlarını devam ettirebilmek için standartlara uyumlarını sürdürmeleri önem arz ediyor.

Görsel 3: Emisyon Geçişi

Ürün Grubu	Yönetmelik	Etkilenen Ürünler	Geçerlilik Tarihi	2021				2022				2023			
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Traktör	TMR*	Tüm Modeller	01.07.2021	✓	✓										
	Emisyon (Faz 4)	50HP<P<75HP	01.07.2021	✓	✓										
		75HP<P<150HP	01.10.2021			✓									
	Emisyon (Faz 5)	Tüm Modeller	01.01.2023									✓	✓		
Biçerdöver	Emisyon (Faz 5)	Tüm Modeller	01.04.2023									✓	✓		
İş Makinaları	Emisyon (Faz 5)	Tüm Modeller	01.04.2023									✓	✓		

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

Finansallar ve Tahminler

Üretim ve Satışlar

Dünyanın en büyük dördüncü traktör pazarı olan Türkiye’de traktör üretimi 2012-2021 yılları arasında yıllık bazda ortalama %6 artış kaydederek, 2021 sonunda 72.655 adet seviyesine ulaştı. Genel çerçevede, traktör talebinde küresel makro gelişmelerin yansımaları dışında, yağış durumu, tarımsal üretimin seyri, girdi maliyetleri, destek programları ve tüketici finansmanı imkanları iç pazar sektör dinamiklerini oluşturmuyor.

Yıllar itibarıyla yurt içi traktör üretimi eğilimini incelediğimizde, 2012 yılında küresel bazda yaşanan finansal kriz nedeniyle üretimde görülen %13'lük daralmanın ardından 2017 yılına kadar sektörel üretimin yıllık bazda ortalama %6 yükseliş kaydederek, 2017’de 72.032 adet seviyesine yükseldiğini görüyoruz. 2018 ve 2019 yıllarında ise gerek yurt içi dinamikler gerekse de Fed’in sıkılaştırmacı patikaya geçişinin maliyetler üzerindeki negatif etkileri, bu süreçte üretimde sırasıyla %34 ve %38 seviyelerinde daralmalar yaşanmasına neden oldu. 2020’de ise pandemi sürecinde yılın ilk yarısında görülen kapanmaların üretim cephesinde yarattığı kesintilere rağmen hem 2018 ve 2019 yıllarına ait ertelenmiş talep hem de yılın ikinci yarısında görülen yeniden açılmaların desteğinde yurt içinde traktör üretimi yıllık bazda %71 artışla 50.417 adet seviyesine yükseldi. 2021’de ise salgının doğal bir sonucu olan tedarik zinciri sıkıntıları nedeniyle üretim artışı ivme kaybederek %44 seviyesinde gerçekleşti.

Yurt içi traktör üretiminde lider pozisyonda olan Türk Traktör’ün üretim görünümünü incelediğimizde de, 2012-2021 yılları arasında yıllık ortalama üretim artışının sektörel eğilime paralel seyir izlediğini söyleyebiliriz. Ancak, sektörel üretimin sert daralmalar kaydettiği 2012, 2018 ve 2019 yıllarında şirketin üretim performansının, sektörel üretim artışının sırasıyla %11, %4 ve %5 üzerinde gerçekleştiğini belirtmek isteriz. Özellikle, 2019’da Türk Traktör’ün yurt içi traktör üretimindeki payının %77 ile 2011’den bu yana görülen en yüksek seviyede gerçekleştiğini takip ediyoruz. 2022 yılının ilk yarısında ise kuraklık endişeleri, girdi maliyetlerindeki artış, tedarik problemleri, çiftçilere sağlanacak finansman büyüklüğü ve küresel bazda borçlanma maliyetlerinde yaşanan yükselişlerin olumsuz yansımaları nedeniyle sektörün üretim hacminin %19 düşüş kaydettiği mevcut konjunktörde, Türk Traktör’ün üretim hacminin sektörden pozitif ayrılarak %13 daralma ile 22.155 adet seviyesinde gerçekleştiğini gözlemliyoruz.

Beklentilere ilişkin olarak, sektörel cephede bu yıl söz konusu risk unsurları sebebiyle üretim hacminin önceki yıla göre %19 daralma kaydederek 59.000 adet seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2023 - 2026 yılları arasında da küresel makro konjunktörde beklenen yeniden dengelenmenin beraberinde tedarik zinciri problemlerinin minimal düzeye yaklaşacağı ve ertelenmiş talebin öne çıkacağı yönündeki beklentilerle traktör üretiminin yıllık bazda ortalama %5 yükseliş kaydederek, 2026 yılsonunda 71.246 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

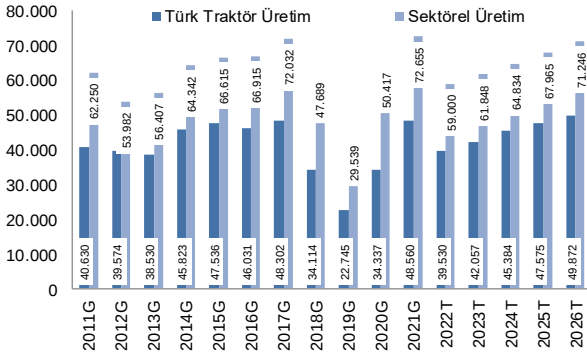
Türk Traktör özelinde de, öngörülerimizde temkinli olmak adına bu yıl için sektörel üretimde öngördüğümüz daralma paralelinde, şirketin traktör üretiminin önceki yıla göre %19 düşüş kaydederek 39.530 adet seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de gerek makro gerekse sektör dinamiklerinde gerçekleşmesini beklediğimiz toparlanma ışığında şirketin traktör üretiminin yıllık bazda ortalama %6 artışla 2026’da 49.872 adet seviyesine yükselerek, 2011’den bu yana kaydedilen en yüksek üretim miktarına ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bu çerçevede şirketin yurt içi üretimdeki payının da %67’den %70’e yükseleceğini öngörüyoruz.

Türk Traktör’ün satış gelirleri kompozisyonunu incelediğimizde, coğrafi kırılım bazında



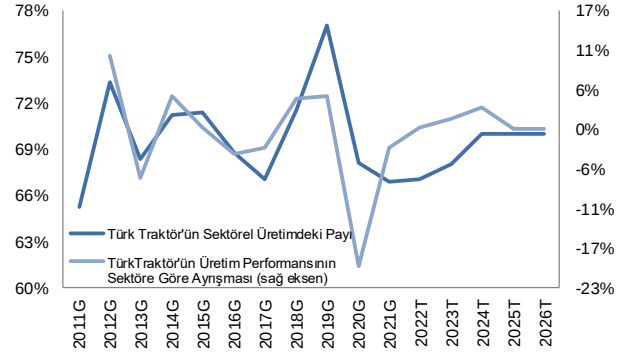
Finansallar ve Tahminler

Grafik 7: Adetisel Üretim Miktarı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 8: Traktör Üretiminde Sektöre Göre Performansı



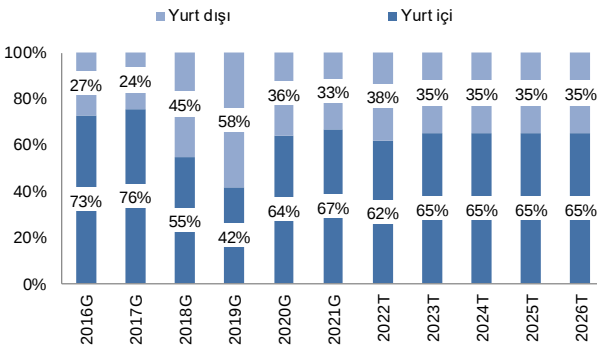
Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

yurt içi satışların brüt satış gelirlerinin %69'unu oluşturduğunu gözlemliyoruz. Bu arada brüt satış gelirlerinin %31'ini oluşturan yurt dışı gelirlerin de 2016-2021 yılları arasında traktör satış hacminin %37'sini kapsadığını belirtmek isteriz. 2022 yılının ilk yarısında da bu oran %38 seviyesine hafif yükseldi.

Modelimizde transmisyon gelirlerinin de dahil olduğu traktör segmenti gelirlerinde 2017-2019 yılları arasında yıllık bazda ortalama %3 seviyesinde bulunan ciro artış hızının, 2020-2021 yılları arasında kur gelişmelerinin beraberinde, hem ertelenmiş talebin yansımaları hem de faz geçişleri ışığında yeni modellerin daha yüksek fiyatlarla satışa sunulmalarının etkisiyle ivmelendiğini gözlemliyoruz. Böylece, kümülatif olarak %157 seviyesinde gerçekleşen ciro artışı ışığında, şirketin traktör segmentinden elde ettiği gelir 2021 yılında 12,87 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. 2022 yılının ilk yarısında da şirketin traktör satış hacminin yıllık bazda %15 düşüşle 21.583 adet seviyesine gerilemesi karşısında, kur hareketinin etkisiyle ortalama birim fiyatlarının TL bazında yıllık bazda %87 artış kaydetmesinin sonucunda, bu segmentten elde edilen satış gelirleri %59 artışla 9,87 milyar TL seviyesine yükseldi.

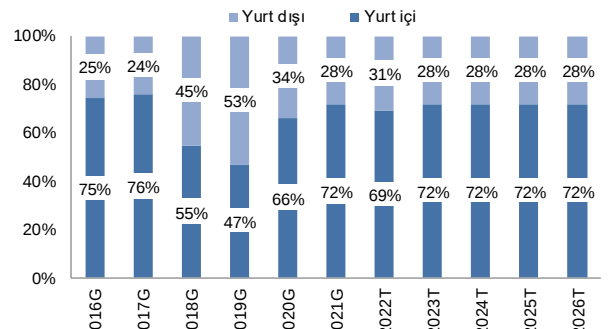
Yılsonuna ilişkin olarak ise, mevcut sektörel konjunktör çerçevesinde, şirketin önceki yılın aynı dönemine göre %6 daralma kaydedeceğini öngördüğümüz traktör segmenti satış hacminin, devam eden Faz 3 ve Faz 4 traktör satışlarına ek olarak yılın ikinci yarısında ihracatına başlanan Faz 5 traktörlerinden oluşacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 9: Traktör Satış Hacminin Kırılımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 10: Satış Gelirlerinin Coğrafi Kırılımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Finansallar ve Tahminler

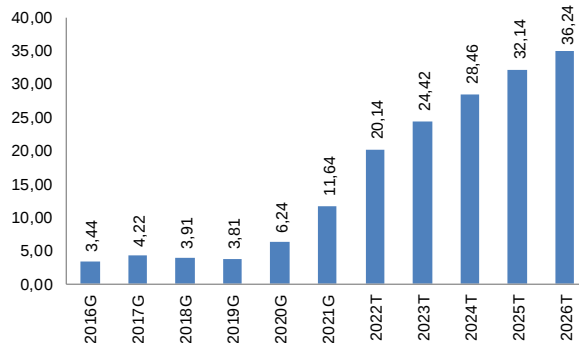
2022 yılı için satış hacminde öngördüğümüz daralmanın ciro üzerindeki etkisinin şirketin fiyatlamaya politikası ve kur hareketiyle elimine edileceği beklentisiyle traktör segmenti satış gelirlerinin yıllık bazda %72 artışla 22,14 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de traktör satış hacminin yıllık bazda %6 artış kaydedeceği öngörüsüne ek olarak, küresel piyasalardaki dalgalanmaların dengeye ulaşacağı beklentisiyle traktör segmenti gelirlerinin yıllık bazda ortalama %15 artış kaydederek 2026 yılında 39,23 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Traktör satış hacminin %62'sine ek olarak, biçerdöver ve iş makinası satışlarını kapsayan yurt içi satış gelirlerinin öngörülerimiz çerçevesinde 2022 yılsonunda yıllık bazda %65 yükselişle 15,62 milyar TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, yurt içi satış kaleminin yıllık bazda ortalama %17 artış kaydederek 28,98 milyar TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Böylece 2022 yılında yıllık bazda 3 puan düşüşle %69 seviyesine gerileyeceğini öngördüğümüz yurt içi satış gelirlerinin brüt satış gelirleri içindeki payının, 2023 yılında %72 seviyesine yükseleceğini ve tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de bu seviyede seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Bu çerçevede şirketin ihracat gelirlerinin de, 2022 yılında traktör satış hacminin %38'inden, tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de %35'inden oluşacağını tahmin ediyoruz. İhraç edilen traktörler genel olarak emisyon geçişi uygulamasıyla uyumlu traktörlerden oluşuyor. Mevcut durumda ihracatlar çoğunlukla Faz 4 ürünlerinden yapılıyor. Ayrıca, Ağustos ayında ihraç edilmeye başlanan Faz 5 ürünlerinin yurtdışı gelirler üzerindeki etkisi 2023 yılından itibaren belirginleşecek. Birim fiyat görünümüne ilişkin olarak, ihraç edilen traktörlerin satış fiyatlarının tahmin aralığımız boyunca yıllık olarak dolar bazında ortalama %8, TL bazında da ortalama %22 artış kaydedeceğini öngörüyoruz. Bu çerçevede şirketin ihracat gelirlerinin bu süreçte yıllık bazda ortalama %28 artış kaydederek, 2026 yılında 11,33 milyar TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Söz konusu öngörülerimiz ve hesaplamalarımız ışığında Türk Traktör'ün konsolide satış gelirlerinin 2022 yılında yıllık bazda %73 yükselişle 20,14 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de konsolide satış gelirlerinin yıllık bazda ortalama %16 artış kaydederek, 2026'da 36,24 milyar TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Grafik 11: Konsolide Satış Gelirleri (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler

Giderler ve FAVÖK

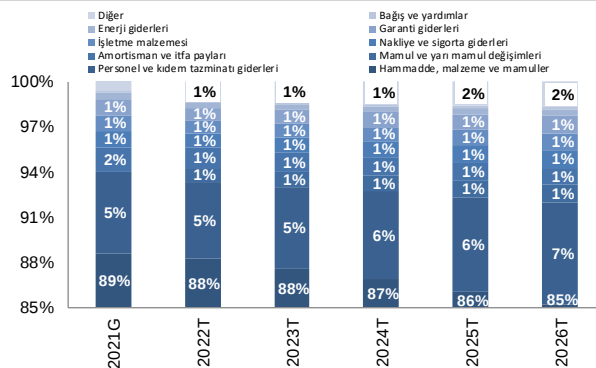
Türk Traktör'ün gider kalemlerini incelediğimizde giderler içerisindeki en yüksek paya sahip kalemin %89 ağırlık ile hammadde malzeme ve mamul giderleri olduğunu görüyoruz. 2022 yılında tedarik zinciri problemleri nedeniyle şirketin toplam satış hacminde öngördüğümüz %6'lık düşüş karşısında, emtia fiyatlarındaki dalgalanmaların beraberinde, küresel piyasalardaki volatilitenin yansımalarının etkisiyle bu oranın %88 seviyesinde gerçekleşerek baskın görünümünü koruyacağını düşünüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, emtia piyasalarında beklenen dengelenmeye ek olarak şirketin stok politikası ve yüksek fazlı traktörlerin üretimi konusunda ölçek ekonomisinden faydalanılacağı öngörüsüyle bu oranın ılımlı düşüş eğilimi sergileyerek, 2026 yılında %85 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.

Kaliteli ve yetkin insan kaynağı şirketin büyüme politikasında kritik öneme sahip olduğundan, 2021 yılına ilişkin toplam giderler içerisindeki payı %5 seviyesinde gerçekleşen personel giderlerinin payının tahmin aralığımız boyunca artış eğilimi göstereceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında bu oranın %7 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Giderler cephesindeki öngörülerimiz çerçevesinde, Türk Traktör'ün toplam nakit giderlerinin satışlara oranının 2022 yılında yıllık bazda 1 puan artış kaydederek %86 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan kısmında da bu oranın ılımlı seyir izleyerek, 2026 yılında %87 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Operasyonel karlılığa ilişkin olarak, Türk Traktör'ün 2021 yılında yıllık bazda %64 artışla 1,73 milyar TL seviyesine yükselen FAVÖK'ünün, 2022 yılında da artış eğilimini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bu dönemde halihazırda satışı yapılan Faz 4 traktörlerin dışında, yılın ikinci yarısında yüksek karlılığa sahip Faz 5 traktörlerin de ihracatının başlamış olmasının etkisiyle FAVÖK'ün yıllık bazda %58 artışla 2,74 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Böylece, 2021 yılında yıllık bazda 2,05 puan düşüşle %14,88 seviyesine gerileyen FAVÖK marjının, 2022 yıl sonunda sektörel ve makro dinamiklerin etkisiyle %13,62 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2023 yılında da Faz 5 traktör satışlarının karlılık üzerindeki etkisinin daha net bir şekilde hissedileceği öngörüsüyle FAVÖK'ün %27 artışla 3,47 milyar TL seviyesine yükseleceğini, FAVÖK marjının da 0,61 puan artışla %14,23 seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde iş makinelerinin satış

Grafik 12: Gider Kırılımı (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Finansallar ve Tahminler

hacmindeki ağırlığının kısmen artış göstereceği beklentisiyle şirketin operasyonel karlılık yapısının yeniden dengeleneceğini düşünüyoruz. Bu süreçte FAVÖK'ün yıllık bazda ortalama %12 artış kaydederek, 2026 yılında 4,88 milyar TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK marjının da bu süreçte %13-14 bandında dalgalanacağını öngörüyoruz.

Net İşletme Sermayesi

Türk Traktör'ün net işletme sermayesinin satışlara oranının, stoklar kalemindeki dalgalı görünüm paralelinde 2016-2019 yılları arasında %13-26 bandında seyrettiğini gözlemliyoruz. 2020 ve 2021 yıllarında ise ortalama stokta kalma süresinde görülen belirgin düşüşün desteğinde bu oran sırasıyla %3 ve %5,1 olmak üzere tek haneli seviyelere geriledi.

2022 yılı özelinde küresel piyasalarda görülen dalgalanmalar ve satış hacminde öngörülen düşüşe karşın şirketin ortalama tahsilat süresi ve ortalama stokta kalma sürelerinde belirgin bozulma beklemiyoruz. Yıl içerisinde daha çok şirketin borç ödeme süresinde kısalmanın öne çıkabileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, net işletme sermayesinin satışlara oranının yılsonunda 0,9 puan artışla %6 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, bu oranın %6,1 seviyesinde seyredeceğini tahmin ediyoruz.

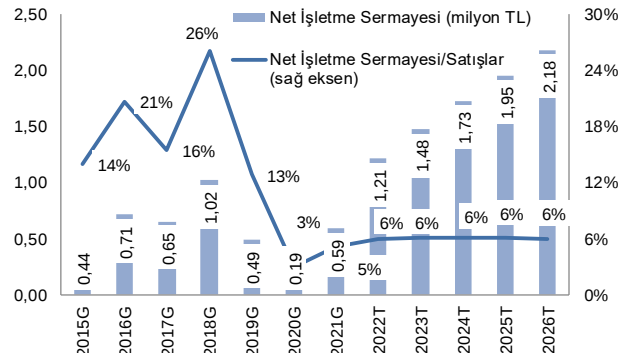
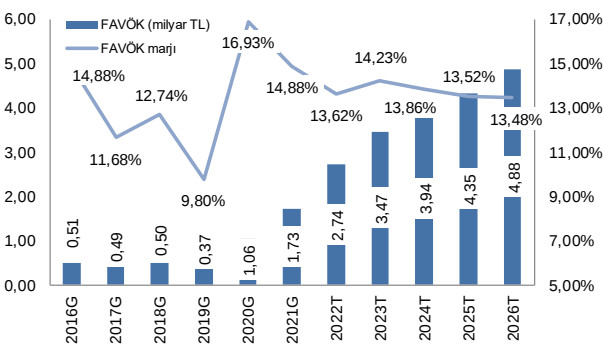
Borçluluk

Türk Traktör'ün borçlarının %46'sı Euro, %54'ü de TL cinsinden oluşmaktadır. 2022 yılı ilk yarı finansallarına göre şirket, finansman ihtiyacının %76'sını kısa vadeli krediler yoluyla karşılıyor. Geçen yılın aynı döneminde şirketin 320 milyon TL seviyesindeki net nakit pozisyonu, 2022 yılı ilk yarısında 1,58 milyar TL net borca dönüştü. Bu çerçevede şirketin net borç/FAVÖK rasyosu da -0,19x seviyesinden 0,73x seviyesine yükseldi.

Tahmin aralığımız süresince net borç/FAVÖK rasyosunun, şirketin FAVÖK yaratma potansiyeli ve borçluluğunda öngördüğümüz iyileşmenin beraberinde, finansal piyasalardaki volatilitenin sakinleşebileceği beklentisiyle gerileme kaydedeceğini ve 0,30x seviyesinde dengeleneceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 13: FAVÖK (milyar TL)

Grafik 14: Net İşletme Sermayesi (milyar TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

Finansallar ve Tahminler

Net kar

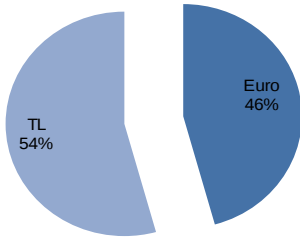
Makroekonomik hesaplamalarımız ve tahminlerimiz sonucunda şirketin 2022 yılının ilk yarısında 105,44 milyon TL seviyesinde bulunan net faiz giderlerinin, yıl sonunda net borç miktarında öngördüğümüz iyileşmenin de etkisiyle 143,94 milyon TL seviyesine gelişim göstereceğini düşünüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, şirketin net borç pozisyonunu sürdüreceği görüşümüzün paralelinde, yıllık bazda ortalama %29 artış kaydedeceğini ve 2026 yılında 365,75 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Kur farkı gelirleri cephesinde de, şirketin döviz uzun pozisyonunu ilerleyen dönemlerde de sürdüreceği ve ihracatlarının sağladığı doğal hedge mekanizmasından faydalanmaya devam edeceği öngörüsüyle, şirketin bu yıl 222,89 milyon TL seviyesinde kur farkı geliri elde edeceğini düşünüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, küresel piyasalardaki volatilitenin sakinleşeceği beklentisiyle şirketin kur farkı gelirlerinin stabilize olacağını ve 2026 yılında 87,32 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Bu arada teşvikler cephesinde, 13 Mayıs 2022 tarihinde şirketin yaptığı KAP açıklamasında Ankara Fabrikasında yapılacak olan yeni nesil Faz 4 ve Faz 5 dizel motor üretimi ile ilgili önümüzdeki 3 yıllık dönemde yapılması öngörülen toplam 311,53 milyon TL tutarındaki yatırım için Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından öngörülen Ar-Ge yatırımlarının yapılması koşuluyla şirkete Teknoloji Odaklı Sanayi Hamlesi Programı kapsamında destek sağlanmasına karar verildiği belirtildi. Söz konusu destek unsurlarının yatırım teşvik belgesine bağlanması için ayrıca başvuru yapılacağı belirtilen açıklamada, şirketin KDV istisnası, gümrük vergisi muafiyeti, vergi indirimi gibi desteklerden faydalanacağı ifade edildi.

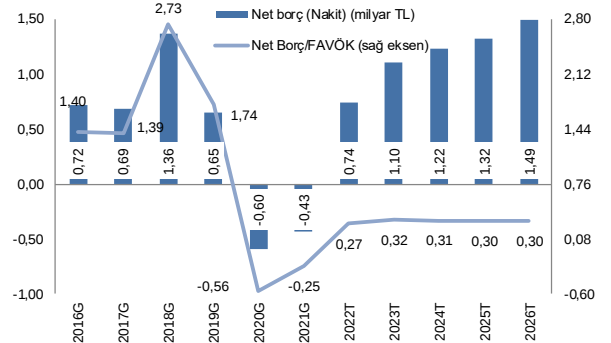
Böylelikle, Türk Traktör'ün net karının 2022 yılında, şirketin operasyonel karlılığına ek olarak, döviz uzun pozisyonunun sağladığı kur farkı gelirleri ve vergisel teşviklerin de desteğiyle yıllık bazda %45,6 artışla 1,93 milyar TL seviyesine yükseleceğini, net kar marjının da 1,79 puan ılımlı gerilemeyle %9,56 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde şirketin net karının yıllık bazda ortalama %14,9 artış kaydederek 2026 yılında 3,33 milyar TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Net kar marjının da bu süreçte %9-10 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, şirketin yüksek özsermaye karlılığını da tahmin aralığımız süresince

Grafik 15: Borç Kırılımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 16: Net Borç (milyar TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

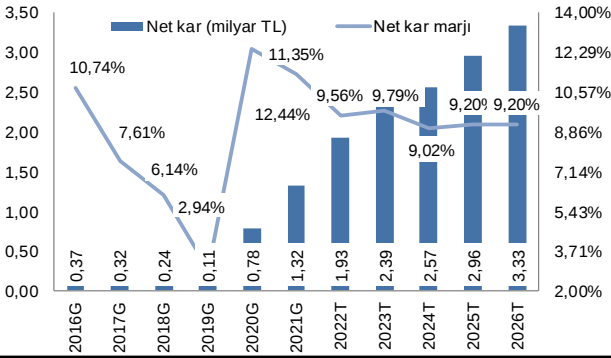
Finansallar ve Tahminler

güçlendireceğini öngörüyoruz. 2022-2026 yılları arasında şirketin özsermaye karlılığının ivmeleneyeceğini ve 2026 yılında %96 seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Temettü Politikası

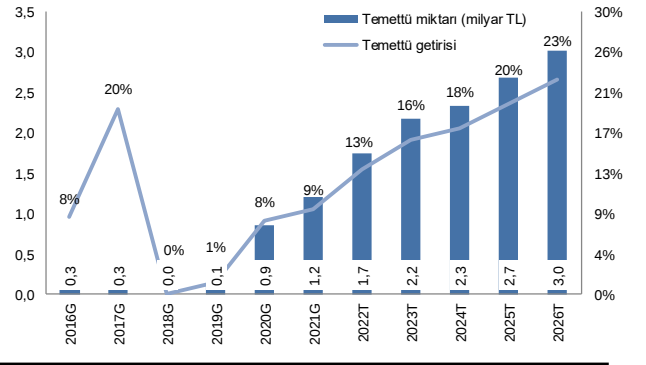
2016 yılından bu yana yatırımcılarına ortalama %7,6 temettü getirisi sağlayan Türk Traktör, BIST 100 endeksinde yüksek miktarda temettü dağıtan şirketler arasında bulunuyor. Temettü dağıtım politikası olarak her yıl dağıtılabılır net karının minimum %60'ını temettü olarak yatırımcıları ile paylaşmayı hedefleyen şirket, 2016-2021 yılları arasında dağıtılabılır net karının ortalama %75'ini temettü olarak dağıttı. Şirketin 2021 yılında %91 seviyesinde gerçekleşen temettü dağıtım oranının, tahmin aralığımız boyunca aynı seviyede kalacağını öngörüyoruz. Şirketin temettü getirisinin de bu süreçte yükseliş eğilimini sürdüreceğini ve 2026 yılında %22,8 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 17: Net Kar (milyar TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 18: Temettü Miktarı (milyar TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Finansallar ve Tahminler – Özet

Türk Traktör (milyon TL)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T
Nakit ve nakit benzerleri	228	442	413	747	1.890	1.567	2.003	2.093
Stoklar	556	566	1.084	632	871	1.739	2.871	3.332
Ticari alacaklar	651	813	449	467	796	1.264	2.105	2.533
Peşin ödenen giderler	1	1	1	1	1	3	8	8
Diğer	146	174	216	90	111	367	638	667
Toplam dönen varlıklar	1.583	1.996	2.163	1.936	3.669	4.940	7.626	8.633
Maddi duran varlıklar	459	497	590	585	554	629	966	1.347
Finansal duran varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Peşin ödenen giderler	3	7	3	1	2	45	63	64
Diğer	80	72	69	99	30	58	220	231
Toplam duran varlıklar	719	792	931	980	923	1.171	1.832	2.388
Toplam varlıklar	2.302	2.789	3.093	2.916	4.592	6.111	9.458	11.021
Kısa vadeli borçlar	188	271	470	397	252	580	1.984	2.313
Ticari borçlar	494	725	513	609	1.478	2.409	3.762	4.385
Karşılıklar	62	73	58	56	85	139	179	194
Ertelenmiş gelirler	19	14	25	16	157	174	154	179
Diğer	24	30	17	17	52	65	94	165
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	787	1.113	1.082	1.095	2.025	3.367	6.173	7.237
Karşılıklar	55	62	56	57	84	138	170	304
Uzun vadeli borçlar	760	856	1.303	999	1.042	555	756	881
Ertelenmiş gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	816	918	1.359	1.057	1.126	693	926	1.185
Azınlık payı	0	0	0	0	0	0	0	0
Ödenmiş sermaye	53	53	53	53	53	53	53	53
Rezervler+diğer kalemler	189	122	25	32	47	311	330	350
Kar yedekleri	444	559	520	632	1.298	1.797	1.975	2.196
Karşılıklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Özsermaye	700	758	652	764	1.441	2.051	2.359	2.599
Özsermaye (Ana ortaklık payına ait)	700	758	652	764	1.441	2.051	2.359	2.599
Toplam yükümlülükler ve özsermaye	2.302	2.789	3.093	2.916	4.592	6.111	9.458	11.021

Gelir Tablosu (milyon TL)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T
Net satışlar	3.443	4.215	3.909	3.806	6.243	11.644	20.136	24.417
SMM	2.701	3.484	3.192	3.258	4.935	9.511	16.693	20.171
Brüt kar	742	731	717	549	1.308	2.133	3.442	4.246
Operasyonel giderler	287	307	306	301	380	560	919	1.018
Operasyonel kar	455	423	411	248	928	1.573	2.524	3.228
Amortisman	58	69	87	125	129	161	219	247
FAVÖK	512	492	498	373	1.057	1.733	2.743	3.475
Diğer gelir/giderler	48	53	24	40	7	-159	-317	-343
Yatırım aktivitelerinden elde edilen gelirler/giderler	0	3	7	2	2	2	4	5
Finansal gelir/giderler	-115	-128	-186	-181	-45	95	56	-158
Vergi öncesi kar	388	351	256	109	874	1.510	2.267	2.732
Vergi	18	30	16	-3	97	188	342	342
Net kar	370	321	240	112	776	1.322	1.925	2.391
Azınlık payı	0	0	0	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	370	321	240	112	776	1.322	1.925	2.391



Finansallar ve Tahminler – Özet

Marjlar	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T
SMM+Operasyonel Giderler	86,8%	90,0%	89,5%	93,5%	85,1%	86,5%	87,5%	86,8%
FAVÖK	14,9%	11,7%	12,7%	9,8%	16,9%	14,9%	13,6%	14,2%
Net	10,7%	7,6%	6,1%	2,9%	12,4%	11,4%	9,6%	9,8%
Amortisman	1,7%	1,6%	2,2%	3,3%	2,1%	1,4%	1,1%	1,0%
Stoklar	16,2%	13,4%	27,7%	16,6%	13,9%	14,9%	14,3%	13,6%
Karlılık Oranları	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T
Aktif devir hızı	149,6%	151,1%	126,4%	130,5%	136,0%	190,6%	212,9%	221,6%
Aktif karlılığı	16,1%	11,5%	7,8%	3,8%	16,9%	21,6%	20,4%	21,7%
Özkaynak karlılığı	52,8%	42,3%	36,8%	14,6%	53,9%	64,5%	81,6%	92,0%
Borçluluk Oranları	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T
Borçların aktiflere oranı	57,5%	59,8%	73,1%	64,6%	47,3%	35,6%	53,7%	55,1%
Borçların özsermayeye oranı	228,9%	268,0%	374,5%	281,6%	218,6%	197,9%	301,0%	324,0%
Net borç / Özsermaye	102,8%	90,4%	208,6%	85,0%	-41,4%	-21,1%	31,2%	42,4%
Net borç / FAVÖK	140,5%	139,2%	273,0%	174,2%	-56,4%	-24,9%	26,9%	31,7%
Temettü ödeme oranı	67,6%	93,5%	0,0%	89,4%	109,5%	90,8%	90,8%	90,8%
Değerleme Ölçütleri	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T
Firma değeri	4.134	3.758	2.881	3.065	7.742	10.531	13.935	14.299
Piyasa değeri	3.415	3.072	1.521	2.415	8.338	10.963	13.198	13.198
Hisse başı kar	6,93	6,01	4,50	2,10	14,55	24,77	36,07	44,79
Hisse başı defter değeri	13,11	14,20	12,21	14,32	27,00	38,43	44,19	48,70
Hisse başına düşen nakit	2,10	7,04	-2,26	14,42	21,20	15,29	20,25	38,97
Temettü getirisi	8,1%	19,7%	0,0%	1,2%	7,8%	9,1%	13,2%	16,4%
Kazanç getirisi	10,8%	10,4%	15,8%	4,6%	9,3%	12,1%	14,6%	18,1%
Serbest nakit akımı getirisi	3,3%	12,2%	-7,9%	31,9%	13,6%	7,4%	8,2%	15,8%
Firma değeri / Satışlar	3,81	3,11	3,36	3,45	2,10	1,13	0,65	0,54
Firma değeri / FAVÖK	25,62	26,67	26,35	35,20	12,42	7,57	4,79	3,78
F/K	9,23	9,58	6,33	21,58	10,74	8,29	6,86	5,52
PD/DD	4,88	4,05	2,33	3,16	5,79	5,34	5,60	5,08



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 212 314 81 81

Banu KIVCI TOKALI

Araştırma Direktörü

BTokali@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 88

İlknur TURHAN

Müdür
Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 85

Ebru USTA

Yönetmen
Strateji, Makroekonomi, Bankacılık

EUsta@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 82 16

Ayşegül BAYRAM

Uzman
Strateji
Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım,
Teknoloji, Enerji, Tarım

ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

Mehmet Bilal BİRCAN

Uzman
Dayanıklı Tüketim, Bankacılık

MBircan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 82 53

Emil ABDULLAYEV

Uzman Yardımcısı
Demir-Çelik, Petrol & Gaz

EAbdullayev@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 24

Yasin SARIHAN

Uzman Yardımcısı
Otomotiv

YSarihan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim