

Türk Traktör

8/6/2018

2018 2.Ç Mali Tablo Analizi

Gerçekleşen ve Tahminler

2Ç18 sonuçları beklentilerin üzerinde Türk Traktör 2Ç18'de bizim 42 milyon TL beklentimiz ve 56 milyon TL'nin piyasa beklentisinin üzerinde, 2Ç17'ye benzer 81 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Beklentimizden daha güçlü gerçekleşen faaliyet performansı net kar tahminimizdeki sapmanın ana nedenini oluşturmaktadır. Şirket 2Ç18'de beklentilerin üzerinde (İş Yatırım: 956 milyon TL; Piyasa: 967 milyon TL), yıllık bazda hemen hemen aynı seviyede 1.1 milyar TL satış geliri elde etti. Şirketin 2Ç18 FAVÖK rakamı ise beklentilerin oldukça üzerinde (İş Yatırım: 90 milyon TL; Piyasa: 107 milyon TL) yıllık bazda %19 artış ile 144 milyon TL olarak gerçekleşti.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

2Ç18'yi ihracat kurtardı 2Ç18'de şirketin yurtiçi satış gelirleri yıllık bazda %47 hacim düşüşü nedeniyle %21 gerileme ile 650 milyon TL'ye azaldı. Yurtiçi cirodaki yüksek düşüşü yapılan fiyat artışları (Ocak'ta %5; Nisan'da %5; Haziran'da %3 ve Temmuz'da %8) kısmen telafi etti. İhracat gelirleri ise 2Ç18'de yıllık bazda %14 hacim artışı, € bazında traktör başına düşen gelir artışı ve kurun olumlu etkisi sebebiyle yıllık bazda %56 artış ile 427 milyon TL'ye yükseldi. Bunun neticesinde ihracatın şirketin toplam gelirleri içindeki payı 2Ç18'deki %25'den ve 1Ç18'deki %30'dan 2Ç18'de %40'a yükseldi.

Tüm zorluklara rağmen marjlarda iyileşme Görece düşük kar marjına sahip ihracatın toplam gelirlerdeki payının artması ve TL'deki değer kaybının maliyetleri yükseltmesine rağmen, şirketin 2Ç18'de brüt kar marjı yıllık bazda 2.8 yüzde puan çeyrek bazda ise 2.4 yüzde puan artışla %18.8'e yükseldi. 1Y18 süresince yapılan fiyat artışları, ürün miksindeki değişim ve daha avantajlı kur ile oluşan düşük maliyetli stoklar brüt karlılıkta iyileşmenin nedenleri olabileceğini düşünüyoruz. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2Ç17'deki %6.5'den 2Ç18'de %7.3'e yükselirken 1Ç18'deki %8.5'den geriledi. Tüm bunlar sonucunda şirketin 2Ç18 FAVÖK marjı bizim beklentimiz olan %9.4 ve piyasa beklentisi olan %11'in üzerinde yıllık bazda 2.3 yüzde puan çeyrek bazda ise 3.6 yüzde puan artışla %13.4'e yükseldi.

Net borç pozisyonunda artış Artan işletme sermayesi ihtiyacı ve 23 Mart'taki 300 milyon TL temettü ödemesi nedeniyle net borç 1Y17 sonundaki 0.78 milyar TL'den ve 2017 sonundaki 0.69 milyar TL'den 1Y18 sonunda 1.4 milyar TL'ye yükseldi. İşletme sermayesi ihtiyacı ise artan stok günleri nedeniyle 1Y17 sonundaki 0.65 milyar TL'den 1Y18 sonunda 1.1 milyar TL'ye yükselirken, ciroya oranı ise 1Y17'deki %16'dan 1Y18'de %26'ya yükseldi.

Değerleme üzerindeki etki ve Görünüm

2018 görünüm 2018 yılı içi yurtiçi traktör pazarı beklentimizi zayıf 1Y18 traktör pazarı ile fiyat artışlarının ve faiz artışlarının 2Y18'da talepteki olası olumsuz etkileri ışığında 72 binden 55 bin adete düşürdük. Türk Traktör'ün pazardaki lider konumu sayesinde maliyet artışlarını satış fiyatına yansıtma konusunda elinin güçlü olduğunu düşünüyoruz. Ancak yine de fiyat artışlarının pazar payında düşüşe neden olabileceği öngörüyoruz ve 2018'deki şirketin pazar payında modelimizde 3 baz puanlık düşüş öngörüyoruz. Türk Traktör'ün 2018'de satış gelirlerinin hacim büyümesinden ziyade fiyat artışları ve kurun ihracata olumlu etkisi sebebiyle 2017'ye kıyasla %3 artış göstereceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK marjının ise 2017'ye kıyasla 0.2 yüzde puan düşüşle 2018'de %11.5'e gerileyeceğini öngörüyoruz.

TUT tavsiyemizi koruyoruz TTRAK için hedef fiyatımız makro tahminlerimizdeki güncelleme (kur ve riskiz getiri oranı), 2018 yurtiçi traktör pazar tahminimizdeki aşağı yönlü revizyon ve 1Y18 sonuçlarının ardından tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu 75.50 TL'den 57.85TL'ye indiriyoruz. Ancak hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2018T 8.0x Firma Değ./FAVÖK ile yurtdışı benzer şirket çarpan 8.8x medyanına ve 8.9x F/K ile 16.4x medyan F/K çarpanına göre iskontolu işlem görüyor.

Lütfen son sayfada yer alan önemli yasal uyarıya bakınız.

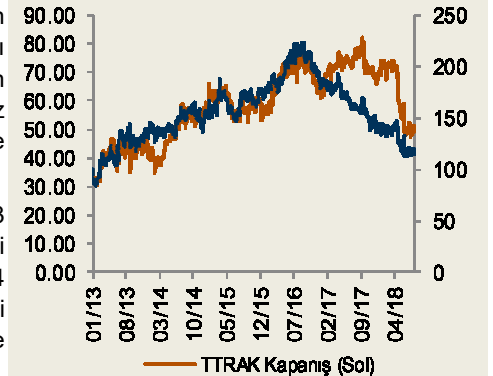
1

TUT

Yükselme Potansiyeli* 19%

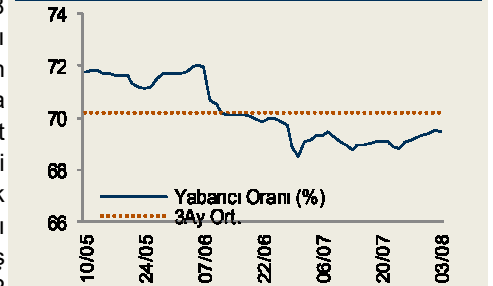
Kodu	TL	USD	
Fiyat Bilgileri			
Kapanış 06 08 2018	48.80	9.46	
12 Aylık Hedef Fiyat TL	57.85	12.06	
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	75.50	17.98	
Piyasa Değeri (mn)	2,604	505	
Halka Açık PD (mn)	648	126	
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	4.9	1.0	
Hisse sayısı (mn)		53	
Takas Saklama Oranı (%)		24.88	
Çarpanlar	2018T	2019T	
F/K	8.9	7.8	
PD/DD	3.5	3.1	
FD/FAVÖK	8.0	6.8	
Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	12 Ay
TL	-7	-14	-37
ABD \$	-17	-28	-57
BIST-100 Relatif	-2	-8	-27

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL) 47.48 74.20

Yabancı Oranı (%)



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Türk Traktör

Özet Mali Tablolar (TL mn)

Gelir Tablosu (TL mn)

	2016G*	2017G	2018T	2019T	2020T
Satış Geliri	3,443	4,215	4,334	4,934	5,356
FAVÖK	512	492	500	590	625
Net Kar	370	321	294	335	367

Nakit Akım Tablosu (TL mn)

Net Kar	370	321	294	335	367
Amortisman Giderleri	58	69	80	90	100
İşletme Sermayesi Değ.	(277)	59	(390)	(143)	(102)
Faaliyetlerden Gelen Nakit Akımı	152	407	(60)	231	365
Sabit Sermaye Yatırımları	104	145	203	205	221
Serbest Nakit Akımı	47	262	(263)	26	144

Bilanço (TL mn)

Maddi Duran Varlıklar	459	497	607	711	820
Nakit & Nakit Benzerleri	228	442	390	395	375
Toplam Varlıklar	2,302	2,789	3,229	3,621	3,921
Kısa Vadeli Borçlar	188	271	590	972	1,106
Toplam Borç	948	1,127	1,593	1,782	1,893
Toplam Özsermaye	700	758	752	837	936

Rasyolar

Net Borç/FAVÖK	1.4	1.4	2.4	2.4	2.4
FAVÖK Marjı	14.9	11.7	11.5	12.0	11.7
Net Kar Marjı	10.7	7.6	6.8	6.8	6.9

Değerleme Oranları

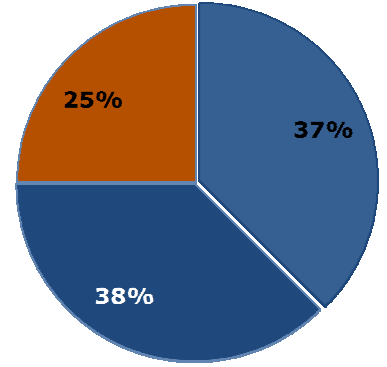
Firma Değeri/Satışlar	1.2x	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x
Firma Değeri/FAVÖK	8.1x	8.1x	8.0x	6.8x	6.4x
Firma Değeri/Yatırım Sermayesi	2.9x	2.8x	2.0x	1.8x	1.6x
Fiyat/Kazanç	10.8x	8.1x	8.9x	7.8x	7.1x
Serbest Nakit Akım Verimi	1%	10%	-10%	1%	6%
Temettü Verimi	6.7%	5.7%	11.5%	9.6%	10.3%

*Yılıçi ortalama PD kullanılmıştır.

Şirket Künyesi

Tarım traktörleri, biçerdöver ve diğer tarım makine ve aletlerinin üretimi ve ticareti.

Ortaklık Yapısı



■ CNH Österreich GmbH ■ Koç Holding ■ Diğer

Türk Traktör

2Ç18 Finansal Özet

Türk Traktör (milyon TL)	IS Yatırım Konsensus					1Ç18	Çey. Değ	6A18	6A17	Yıllık Değ
	2Ç18	2Ç18T	2Ç18T	2Ç17	Yıllık Değ					
Net Satışlar	1,077	956	967	1,091	-1%	1,048	3%	2,125	2,052	4%
Brüt Kar Marjı	18.8%	-	-	16.0%	2.8pp	16.4%	2.4pp	17.6%	16.7%	0.9pp
Esas Faaliyet Karı (*)	124	-	-	104	19%	82	50%	206	199	3%
Esas Faaliyet Kar Marjı	11.5%	-	-	9.5%	2.0pp	7.9%	3.6pp	9.7%	9.7%	0.0pp
Düzeltilmiş VAFÖK (**)	144	90	107	121	19%	102	41%	246	233	6%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	13.4%	9.4%	11.0%	11.1%	2.3pp	9.7%	3.6pp	11.6%	11.3%	0.3pp
Net Finansman Gideri (-) (***)	-56	-	-	-26	ad	-29	ad	-85	-59	43%
Net Kar	81	42	56	83	-2%	56	43%	137	138	-1%
Net Kar Marjı	7.5%	4.4%	5.8%	7.6%	-0.1pp	5.4%	2.1pp	6.4%	6.7%	-0.3pp

(*) İş Ortaklıkları'nın kar/zararındaki paylar ve diğer gelir giderler çıkarılmıştır

(**) Düzeltilmiş FAVÖK= Esas Faaliyet Karı+Amortisman

(***) Diğer gelirler ve diğer giderler olarak raporlanan kur farkı gelir / giderleri dahildir

(****) Research Turkey Analist Anketi sonuçlarıdır

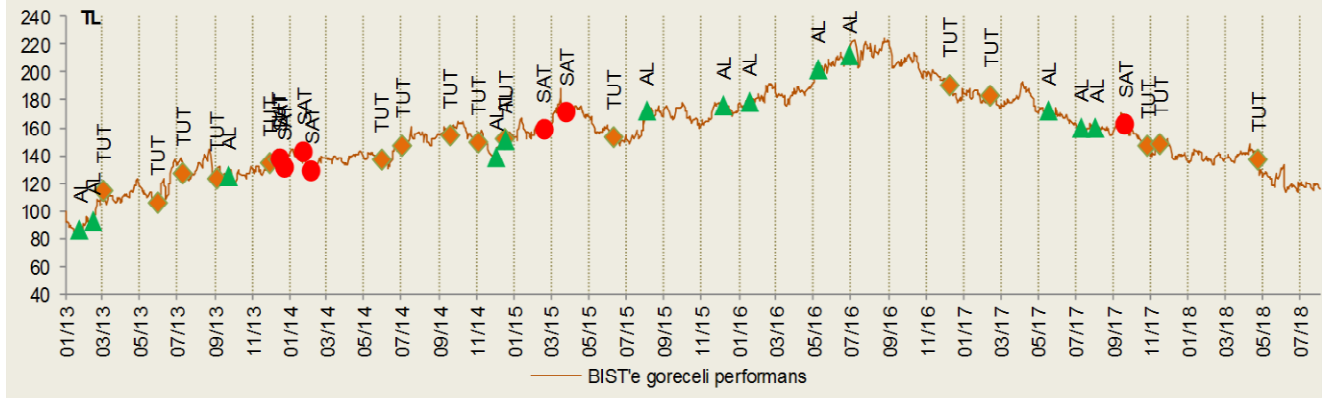
Tahminlerimizdeki Değişiklikler

	YENİ			ESKİ		
	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T
Yurtiçi Traktör Pazarı (Bin Adet)	55	54	50	73	77	71
Türk Traktör Toplam Satış Hacmi (Bin Adet)	40	40	38	49	50	47
Yurtiçi Satış Adedi (Bin Adet)	27	26	24	36	38	34
İhracat	14	14	14	13	13	13
Satış Gelirleri - TL mn	4,334	4,934	5,356	4,906	5,563	5,817
FAVÖK - TL mn	500	590	625	563	677	681
FAVÖK Marjı	11.5%	12.0%	11.7%	11.5%	12.2%	11.7%
Net Kar - TL mn	294	335	367	301	333	321
İşletme Sermayesi/Ciro	24.1%	24.0%	24.1%	19.7%	19.7%	19.7%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

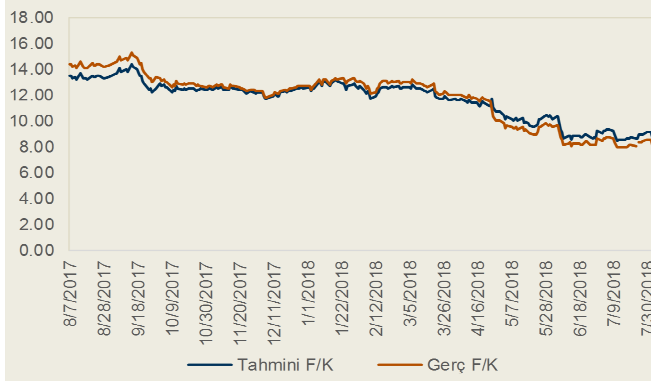
Türk Traktör

Fiyat / Öneriler



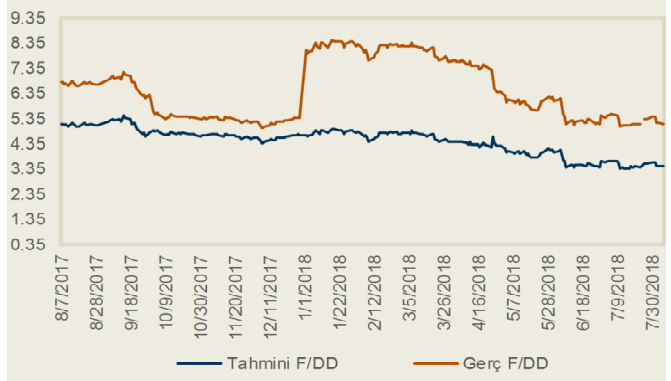
Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



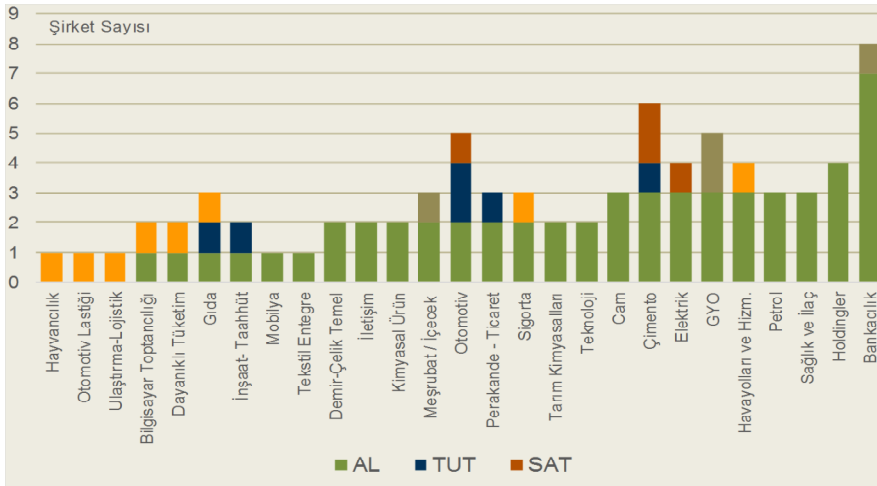
Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Tahmini F/DD & Gerçekleşen F/DD



Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Sektörel Öneriler



Takip Listesi Öneri Dağılımı (%)



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.