



**TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT  
MAKİNELERİ A.Ş.**

**NİSAN 2015**

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

### Özet Bilgiler

TTRAK		TUT		
Kapanış Fiyat (01/04/2015)	77,00	F/K (Cari)	15,74	
Hedef Fiyat	85,00	PD/DD (Cari)	5,83	
Yükseliş Potansiyeli	10%	YB En Yüksek Kapanış	84,50	
		YB En Düşük Kapanış	73,33	
	2013/12	2014/12	2014/12	
Net Satışlar (mn TL)	2.175	2.723	FD/DD-cari	6,38
Ödenmiş Ser. (mn TL)	53,37	53,37	PD/Aktif-cari	2,15
Net EKZ/Z (mn TL)	325,06	296,74	FAVÖK/Satış	0,12
Fin.Borçlar (mn TL)	348,59	658,25	FD/FAVÖK-cari	13,60
Net Borç (mn TL)	139,27	389,02	Net Kar Marjı	9,6%
FAVÖK (mn TL)	349,69	330,80	Aktif Karlılık %	13,64
Net Dönem K/Z (mn TL)	279,91	261,09	Cari Oran	1,79

Veriler 01/04/2015 kapanışı itibariyledir.

**2015 yılında marjlarda iyileşme...** 2015 yılı ilk yarısında yapılacak genel seçimler öncesinde, Ocak-Şubat 2015 satış verilerinin de desteklediği üzere, iç talebin canlı kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Kar marjı ihracata göre daha yüksek olan yurt içi satışlara ek olarak, Ankara'dan Sakarya Erenler fabrikasına relokasyon sürecinin 2015 ilk yarıda tamamlanmasının da marjlara olumlu etkilerini (2015 yılı 2.yarıda belirgin olacak şekilde) yılın kalanından itibaren görmeyi bekliyoruz..

**2015 sonlarından itibaren Avrupa'da toparlanma..** Avrupa Merkez Bankası'nın ekonomiyi desteklemek üzere attığı adımları ile 2015 ikinci yarıda, özellikle de son çeyrekte Avrupa ekonomisinde genele yayılan toparlanma beklentimiz şirketin ihracat performansı için de özellikle 2016'da iyimser tarafta durmamıza neden olmaktadır.

**Pazarda hakim ve lider konum..** 2014 yılının rekor üretim, satış adedi ve ciro ile tamamlanması ve yıllardır süregelen pazar liderliği konumunun devam ettirilmesi şirket için avantaj yaratmaktadır.

**Döviz kurunda oynaklığı dengeleme şansı..** Doların değer kazanmasının yanı sıra global büyüme beklentilerinin bozulması hammadde ve emtia maliyetlerini baskılayarak şirketin kur oynaklığı nedeniyle maruz kalabileceği potansiyel etkileri hafifletebilir, bunun yanında Avrupa'da görmeyi beklediğimiz toparlanma ile satış adetleri artarken TL'de değer kaybı ciro için olumlu etkiler yaratabilir.

### Son 12 Aylık Dönemde TTRAK ve BIST-100 Performansı



BIST100 performansı kırmızı renk ile gösterilmektedir.

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş., 2014 yılının 4.çeyreğinde, 64 milyon TL'lik beklentimizin hafifçe üzerinde ; 65 milyon TL net dönem karı (YoY değişim : -12,8%) açıklamıştır. Türk Traktör'ün 2014 yılının tamamında ise ana ortaklık net dönem karı, önceki yıla kıyasla, yüzde 6,7 geri çekilme ile 261,08 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

### 2014 yılı 4.çeyrekte Türk Traktör...

Geride bıraktığımız yılın son çeyreğinde cirosunu, önceki yılın aynı dönemine kıyasla, yüzde 24 oranında artırarak 702,8 milyon TL seviyesine ulaştıran Türk Traktör'ün, satışların maliyetinde de yüzde 30 civarında artış nedeniyle, brüt karı yıllık bazda yüzde 1,8 gibi sınırlı bir oranda artış gösterebilmiştir.

2014 yılının son çeyreğinde pazarda toparlanma ile pozitif sürprizin getirdiği üretim uyarlaması marjları baskılamıştır. Uyarlama esnasında oluşan öngörülmeyen maliyetler brüt kar marjındaki baskının temel nedeni olarak görülmektedir.

Satışların maliyetinin yanı sıra faaliyet giderlerinde de (%44,4 gibi cironun üzerinde bir artış hızı ve Faaliyet Gideri/Satış Gelirleri rasyosunun yüzde 7,2'den yüzde 8,4'e yükselmesinden de görüleceği üzere) kontrollü bir görünümünden uzak yapı nedeniyle 2013 yılının son çeyreğinde 77,4 milyon TL olan net esas faaliyet karı, 2014 yılının aynı döneminde ise yüzde 21 düşüş ile 61,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Diğer faaliyetlerden gelir-gider dengesinin katkısıyla faaliyet karı 67,3 milyon TL'ye ulaşan Türk Traktör'ün finansman gelir-giderlerinin de mahsubu ile 4.çeyrek net dönem karı 65 milyon TL olmuştur, kar marjlarında da yıllık bazda geri çekilmeler söz konusudur;

	2013 4Ç	2014 4Ç	Değişim
Satış Gelirleri	566.706.009	702.800.991	24,0%
Satışların Maliyeti	448.235.856	582.217.693	29,9%
Brüt Kar	118.470.153	120.583.298	1,8%
Brüt Kar/Satış Gelirleri	20,9%	17,2%	
Faaliyet Karı/Satış Gelirleri	15,2%	9,6%	
Net Kar/Satış Gelirleri	13,2%	9,2%	

2014 yılı performansına gelindiğinde ise; şirket 2014 yılında 2,7 milyar TL satış geliri rakamı ile ciro rekoru kırmıştır.

Türk Traktör'ün satış gelirlerinin yıllık bazda yüzde 25,2 artış kaydetmesine karşın satışların maliyeti cirodan daha yüksek bir hızda yüzde 31,2 oranında artış kaydetmiştir. Satışların maliyetindeki bu performans, yüzde 78,3'den yüzde 82,0'a yükselen "Satışların Maliyeti/Satış Gelirleri" rasyosundan da görülebilmektedir.

Faaliyet giderlerinin de cirodan aldığı payın yıllık bazda yüzde 6,8'den yüzde 7,1'e yükselmesi neticesinde net esas faaliyet karı yıllık yüzde 8,7 düşüş ile 296,7 milyon TL olmuştur.

Esas faaliyetlerden gelir ve giderlere bakıldığında; ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı gelir ve giderlerinin ön plana çıktığı görülmektedir. Yıllık yüzde 40,5 artışla 563,7 milyon TL'ye ulaşan diğer faaliyetlerden gelirler kaleminde, yıllık bazda yüzde 48,5 artışla 559 milyon TL olarak gerçekleşen diğer faaliyetlerden giderler kaleminin mahsubu ile oluşan 4,7 milyon TL'lik pozitif katkı ile şirketin 2014/12 dönemi faaliyet karı yıllık bazda yüzde 13,8 azalış göstererek 301,4 mn TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

2014 yılının geneli için Türk Traktör'ün finansman gelir – gider dengesine bakacak olursak; esas faaliyet dışı finansal gelirlerin, 2013 yılı ile kıyaslandığında, yüzde 17 artış kaydettiği, esas faaliyet dışı finansal giderlerin ise yine yıllık bazda yüzde 12,8 azaldığı görülmektedir.

Finansman gelirleri, ticari alacak ve borçlar haricindeki hesaplardan kaynaklanan kur farkı kaynaklı olarak artış kaydederken finansman giderinin detayında ise banka kredileri faiz giderlerinin 10,4 mn TL'den 41 mn TL'ye artış gösterdiği ancak kur farkı giderlerinde 69,4 mn TL'den 27,4 mn TL'ye, faiz gideri artışının etkisini giderecek ve toplamda finansal giderleri yıllık bazda yüzde 12,8 düşürecek boyutta bir geri çekilme hareketi görülmektedir.

Bu şekilde 293,4 milyon TL'lik vergi öncesi kar rakamına ulaşan Türk Traktör, 32,3 mn TL civarındaki vergi ve yasal yükümlülük ödemeleri de dikkate alındığında 2014 yılını, 2013 yılı ile kıyaslandığında, yüzde 6,7 azalış ile 261.087.272 TL net dönem karı ile tamamlamıştır.

### ÜRETİM, SATIŞ ADETLERİ VE SATIŞ GELİRLERİ

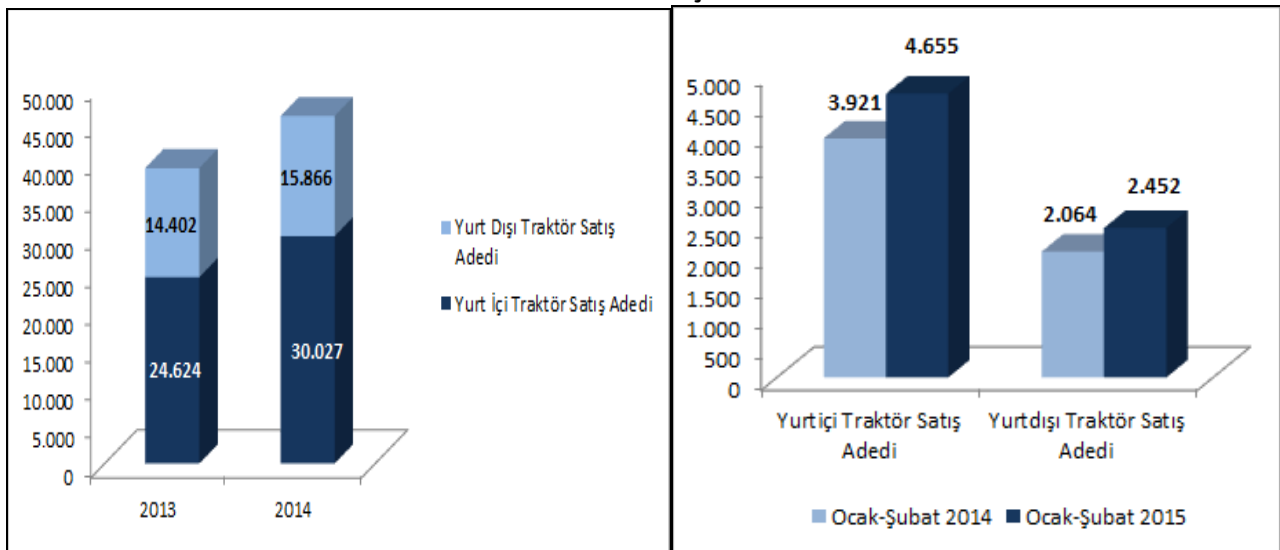
Devam eden devlet destekleri (2014 yılında tarım destekleri 9,5 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir), AB Katılım Öncesi Yardım Desteği, düşen kredi maliyetleri ve artan ürün fiyatları 2014 yılında Türkiye'de toplam traktör pazarında üretim ve satış adetlerinin artış kaydetmesine olanak sağlamıştır.

Türkiye'de 2014 yılında traktör üretimi yıllık bazda yüzde 14 artışla 64.342 adet düzeyinde gerçekleşmiş, satış adetleri de yıllık bazda yüzde 14 artışla 59.459 adet düzeyine ulaşmıştır.

Yıl içerisinde pazarda yüzde 14 artışla 64.342 adet düzeyinde gerçekleşen toplam üretimin yüzde 70'inden fazlası Türk Traktör tarafından gerçekleştirilmiştir. Pazardaki genel olumlu trendden yararlanan şirket, yıllık bazda yüzde 19 oranında artışa işaret eden 45.823 adet ile üretim rekoruna ulaşmıştır.

Satış adetleri tarafında da toplam pazarda görülen yüzde 14'lük artış Türk Traktör'ün toplam satış adetlerine yıllık bazda yüzde 17,6 artış olarak yansımış ve şirket 2014 yılında 45.893 adet satış rakamına ulaşmıştır ki üretimin yanı sıra bu satış rakamı da rekor düzeye işaret etmektedir.

Türk Traktör Satış Adetleri



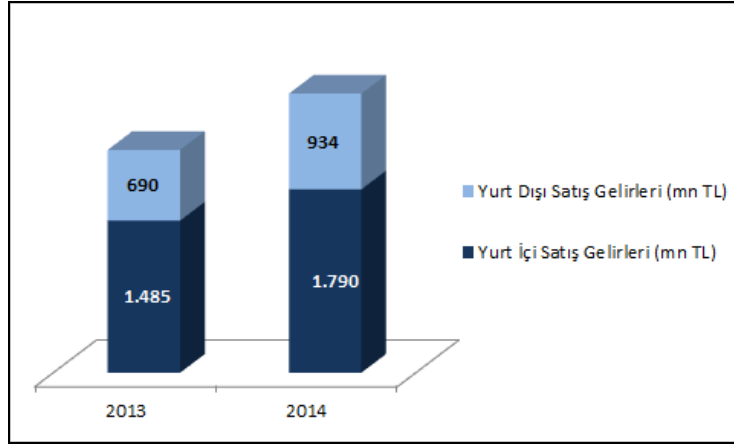
## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

Satış adetlerinin kırılımına bakıldığında; yurt içi pazarda satış adetleri, yıllık bazda yüzde 22 artış ile 30 bin adet seviyesini aşarken, yurt dışı satış adetlerinde ise yüzde 10,2'lik artış ile 15.866 adet düzeyinde bir ihracat rakamına ulaşılmıştır.

2015 yılı rakamlarına bakıldığında ise; adet bakımından olumlu sinyallerden söz etmek mümkün görünmektedir. Yurt içi satış adetleri Ocak-Şubat 2015 döneminde, geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 18,7, yurt dışı satış adetleri ise yüzde 18,8 artış kaydetmiştir ve iyi bir yıl başlangıcı sinyali vermektedir.

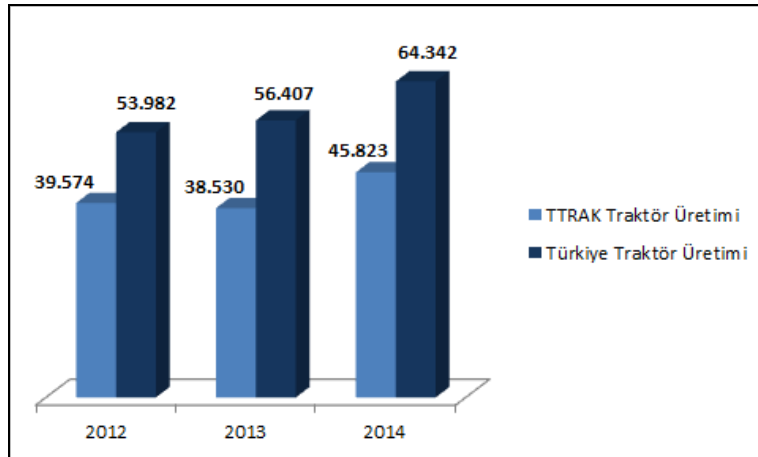
2014 yılı satış adetleri gelişiminin ciroya yansımalar bakımından ise; yurt içi satışlardan elde edilen ciro yıllık bazda yüzde 20,5, ihracat gelirleri ise, TL'deki değer kaybının etkisi ile ihracat satış adetleri artış hızından yüksek olarak, yüzde 35,4 artış kaydetmiştir. Bu şekilde, 2013 yılında toplam cironun yüzde 68,3'ü yurt içi cirodan gelirken 2014 yılında ise bu rakam yüzde 65,7 olmuştur. Dolayısıyla da ihracat gelirlerinin toplam ciroya katkısı yüzde 31,7'den yüzde 34,3'e yükselmiştir.

Türk Traktör Satış Gelirleri



Satış adetleri ve satış gelirlerinin ardından üretim adetlerine de bakacak olursak; 2014 yılında 45.823 adetlik üretim ile satış adetleri ve satış gelirlerinin yanı sıra üretim tarafında da, yurt içi pazarı olumlu yönde etkileyen gelişmelerle, rekor düzeye ulaşılmıştır.

Türk traktör pazarında üretim adetleri 2014 yılında, 2013 yılı ile kıyaslandığında, yüzde 14,1 artış gösterirken Türk Traktör'ün üretim adetleri ise yüzde 19 artış göstermiş ve Türk Traktör, 2014 yılında toplam pazarda yapılan üretimin yüzde 71,2'sini gerçekleştirmiştir.



## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

Traktör tarafındaki gelişmeleri özetledikten sonra iş makineleri pazarındaki performansı değerlendirmek gerekirse; Türkiye iş makineleri pazarı 2014 yılında, traktör pazarının tersine daralma göstermiştir.

Artan jeopolitik riskler, ödenek sıkıntısı, büyük müteahhit firmaların projelerinde gecikmeler, yatırımlarda yavaşlama gibi nedenlerle 2014 yılında Türkiye iş makineleri pazarı yıllık bazda yüzde 14 küçülürken daralmanın büyük bir kısmı ağır iş makinelerinden kaynaklanmıştır.

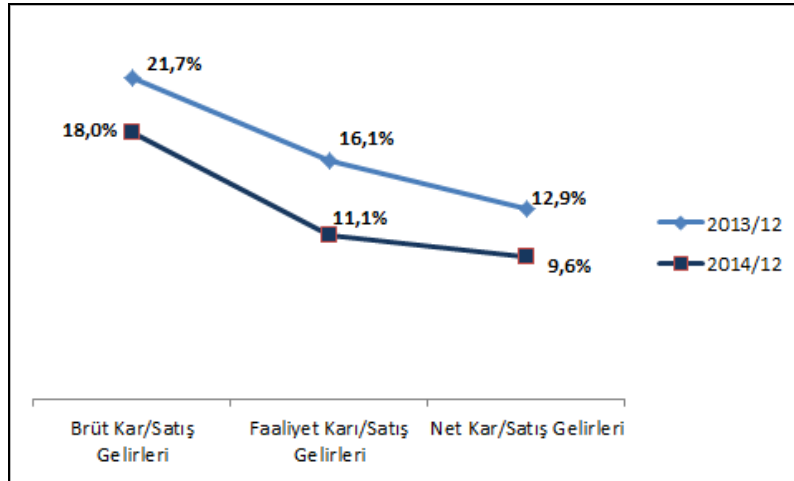
New Holland Construction ve CASE Construction markalarıyla iş makineleri pazarına giren Türk Traktör, 2014 yılında pazarda yaşanan gelişmeler sonucu görülen daralma neticesinde, bu segmentte kayda değer bir performans gösterememiştir.

Benzer şekilde biçerdöver tarafında da satış adetlerinde 651 adetten 391 adede yüzde 40'lık bir daralma söz konusudur, iş makineleri pazarından farklı olarak ise bu daralmanın sebebi 2013 yılında biçerdöver talebinin öne çekilmesi olmuştur.

### KARLILIK PERFORMANSI

Türk Traktör'ün cirosunu yıllık bazda artırmasına karşılık brüt karını görece çok daha sınırlı artırması, faaliyet karı ve net karında ise 2013 yılına kıyasla düşüş yaşanması neticesinde, 2014 yılında, marjlarında bir bozulma görülmüştür.

Brüt kar marjı yüzde 21,7'den yüzde 18'e, faaliyet kar marjı yüzde 16,1'den yüzde 11,1'e ve net kar marjı da yüzde 12,9'dan yüzde 9,6 ile tek haneye gerilemiştir.



Kar marjlarında azalmanın arkasındaki sebepler;

1. Döviz kuru işlemleri / Kur farkı gideri
2. Satış bileşiminde değişim (ihracatın kar marjı yurt içi satışın marjına göre daha düşüktür)
3. Yeni fabrikaya geçiş maliyetleri
4. Son çeyrekteki artan talebe karşılık yapılan üretim ayarlamalarının öngörülmeven maliyetleri

etkili olmuştur.

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

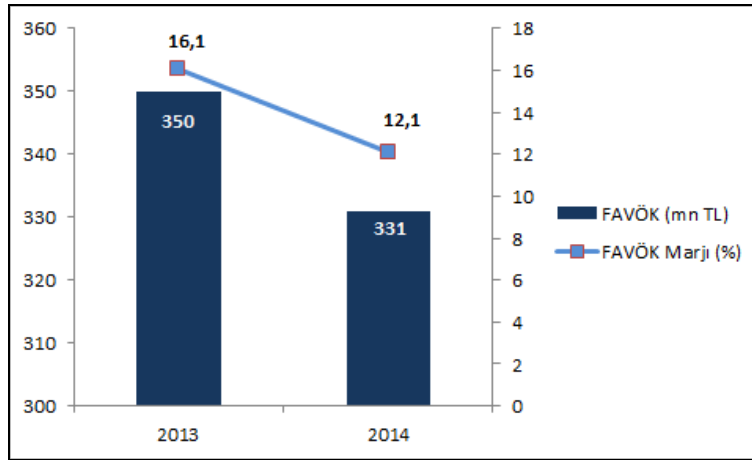
Gelir tablosuna bakıldığında Türk Traktör'ün esas faaliyetlerden diğer gelirler kalemi yüzde 40,5, esas faaliyetlerden diğer giderler kalemi ise yüzde 48,5'lik yıllık artışlar kaydetmiştir. Her iki kalemdaki artışın da detayında ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkları öne çıkmaktadır.

Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler kalemleri, gelirler lehine 4,7 milyon TL'lik bakiye vermekle beraber 2013 yılında bu rakam 24,6 milyon TL düzeyindeydi. Yani 2014 yılında ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı giderlerinin gelirlerden hızlı artış kaydetmesi şirketin karlılık rakamlarına 2013 yılındaki kadar katkı sağlamamış ve bu da 2013 yılına kıyasla faaliyet kar marjı ve net kar marjında geri çekilmelerin yaşanmasına sebep olmuştur.

Satışların bileşimindeki değişimde ise; toplam ciro içinde ihracatın payının yüzde 31,7'den yüzde 34,3'e yükselmesi olumlu olsa da ihracatın cirosunun yurt içi satışlara kıyasla daha düşük olması, buna ek olarak da Avrupa'nın talebinin düşük CO2 emisyonlu çevre dostu küçük araçlara yönelmesi de kar marjları üzerinde baskı oluşturmuştur.

Son olarak da Ankara'dan Sakarya Erenler'e tesisler arası üretim transferi ve özellikle 2014 4Ç'de pazardaki pozitif sürpriz sonrası üretim uyarlaması esnasında ortaya çıkan maliyetler marjlardaki geri çekilmeye etkilidir.

FAVÖK ve FAVÖK Marjı



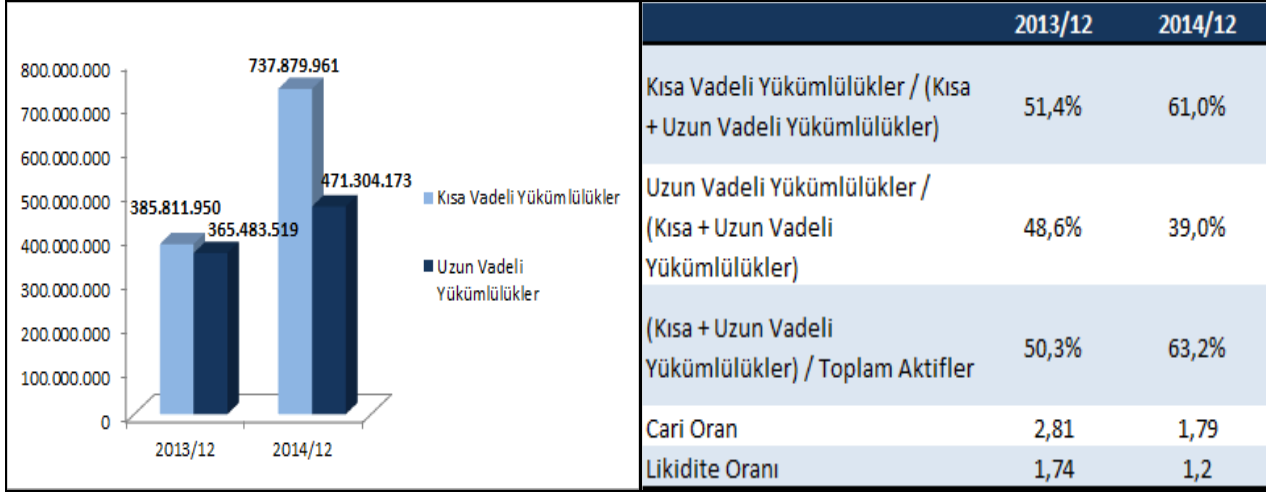
FAVÖK ve FAVÖK marjı gelişiminde de benzer bir durum söz konusudur.

Türk Traktör'ün 2013 yılında 350 milyon TL düzeyinde olan FAVÖK rakamı, 2014 yılında yüzde 5,4 geri çekilme ile 331 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiş, FAVÖK marjı da yüzde 16,1 seviyesinden yüzde 12,1 seviyesine gerilemiştir.

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

### BORÇLULUK YAPISI

2014 yılında şirketin toplam yükümlülükleri büyük ölçüde kısa vadeli kaynaklı olarak artış göstermiştir. Kısa vadeli yükümlülükler yıllık bazda yüzde 91,3 artış kaydederken uzun vadeli yükümlülüklerde artış oranı ise yüzde 29 olarak gerçekleşmiştir.



Normal şartlarda, kısa vadeli yükümlülükler kaynaklı bir yükümlülük artışı, borçluluk yapısı bakımından pek de olumlu bir sinyal olmamakla beraber Türk Traktör'ün kısa vadeli yükümlülüklerinin detayında 737,8 mn TL'lik kısa vadeli yükümlülüğün yüzde 16,5'inin (121,6 mn TL) kısa vadeli borçlanmalardan, yüzde 54,7'sinin ise (404 mn TL) ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan oluştuğu görülmektedir.

İş hacminin artması ile beraber ticari borçlarda artış beklenen bir durum olmakla beraber yine de 2013 yılında 14,7 mn TL olan kısa vadeli borçlanmaların 2014 yılında 121,6 milyon TL'ye yükselmesini de dikkat çekici bulmaktayız. Yine de bu borçlanmanın da 84 milyon TL'lik büyük kısmının yüzde 8,30 yıllık ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı ile TL cinsinden yapılmış olmasını, kur riski bakımından olumlu karşılıyoruz.

Uzun vadeli yükümlülükler tarafında ise; 83,7 milyon euro ve 207,3 milyon TL'den oluşan toplam TL karşılığı 441,6 milyon TL olan uzun vadeli borçlanmalar en büyük kalemdir.

Sonuç olarak; Türk Traktör'ün toplam yükümlülüklerinin arttığı 2014 yılında, toplam yükümlülükler içinde kısa vadeli oranının da 2013'teki yüzde 51,4 seviyesinden yüzde 61,0 düzeyine yükselmesi ile 2013 yılında -139 milyon TL olan net finansal pozisyonu 2014'te -389 milyon TL'ye yükselmiştir.



## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

### SONUÇ VE BEKLENTİLER

2014 yılında da rekor ciro, satış adedi ve üretim rakamı ile yüzde 49 seviyesindeki pazar payıyla Türk traktör pazarındaki lider konumunu koruyan Türk Traktör, satış adetleri ve ciro tarafındaki olumlu performansı, hem iki fabrika arası üretim transferi maliyetleri, hem kur farkı giderlerinin artması hem de satış bileşimi yapısı nedeniyle karlılık rakamları ve marjlarına aynı ölçüde yansıtamamıştır.

2014 yılı yurt içi satış adetleri ve cirosunda tarımsal destek ve teşvikler, hava koşulları kaynaklı artan ürün fiyatları, kredi koşullarında yıl başı ile kıyaslandığında yıl boyunca görülen iyileşme gibi gelişmelerle sağlanan olumlu performansın 2015 yılı ilk yarıda devam etmesini beklemekteyiz.

2015 yılı bütçe görüşmeleri sırasında Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanı Eker'in 2015 yılında tarıma 10 milyar TL destek verileceği açıklaması, Haziran ayındaki genel seçimler ve faizlerde ise yıl başına göre azalmakla beraber ölçülü indirim ihtimalinin devam etmesi Türk Traktör açısından yurt içi satış adetleri ve ciroya ilişkin iyimser beklentiler yaratmaktadır.

Ancak kurda devam eden oynaklık ve 17.06.2014 tarihinde açılan Sakarya Erenler fabrikasına rekolasyon sürecinin 2015 ilk yarıda tamamlanması beklentisi nedeni ile ilk yarıda başarılı satış performansının karlılığa aynı ölçüde yansıtılması önünde risk teşkil etmektedir. Relokasyon süreci tamamlandıktan sonra ise şirketin marjlarının 2015 ikinci yarıdan itibaren toparlanmasını beklemekteyiz.

2015 yılının ikinci yarısında FED'in faiz artırımlarının gündeme geleceği beklentileri ile TL üzerinde baskının artması ve faiz indirimleri için alanının daralması söz konusu olabilecektir. Yurt içi pazarda da 2011 yılında seçimler sonrası da talebin devam etmesi ile ciroda yaşanan hızlı artış senaryosunun bu yıl da devam edip etmeyeceği hayli önemlidir, yurt içi satışların kar marjı ihracata göre daha yüksek olduğundan, artan yurt içi ciro, kurun marjlar üzerinde yaratabileceği baskıların bir kısmını kompanse etmede şirket performansına destek olabilecektir.

İhracat tarafında ise; özellikle yıl sonuna doğru ECB'nin de beklediği üzere Euro Bölgesi ekonomisinde anlamlı bir toparlanma görmek söz konusu olabilecektir. Bu da ihracat adetlerini destekleme potansiyeli taşıırken (şirket ise 2015'te, 2014 yılına paralel seviyelerde ihracat adedi öngörmektedir), TL'de yılın 2.yarisında FED'in faiz tarafında aksiyon almasıyla artarak devam etmesi beklenen değer kaybı da – Avrupa'nın ekonomik toparlanmaya başladığı varsayımı altında- ihracat cirosu için destekleyici olacaktır görüşüdeyiz.

Buna karşın, kar marjları açısından ise, Avrupa'nın talebinin şekillenme yapısı risk teşkil etmektedir. Avrupa'nın düşük karbon salımlı daha küçük traktörleri tercih etmeye yönelik talep yapısı gelecek dönemde de ihracat tarafında marjlar üzerinde baskı yaratabilecektir.

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

Yine de 2014 yılı ile kıyaslandığında, seçimlerin de etkisi ile, 2015 yılında satış miksinde kar marjı görece daha yüksek olan yurt içi satışların daha iyi performans göstermesini ve Erenler'e relokasyonun tamamlanması ile kar marjlarında özellikle 2015 ikinci yarıda daha belirgin hale gelecek şekilde bir iyileşme görmeyi beklemekteyiz.

İhracat cirosunun euro cinsinden olmasına karşın maliyetlerin ABD doları cinsinden olması, TL üzerinde oynaklığın devam ettiği ortamda, şirket açısından aşağı yönlü bir risk unsuru olabilecektir. Yine de 2014 yılı finansallarının paylaşıldığı analist toplantısında şirket, bu durumun limitli bir potansiyel etki yaratmasının beklendiğini belirtmiştir. Global ölçekte büyüme beklentilerinin bozulma gösterdiği ekonomik konjonktürde, gerileyen ve gerilemeye devam etme ihtimalinin hala olduğunu düşündüğümüz hammadde ve emtia fiyatları nedeniyle bizim görüşümüz ise; bu durumun artan TL volatilitésinin etkilerini belli ölçülerde dengeleyebileceği yönündedir.

Sektörün genelini ilgilendiren bir beklenti ise; yıllardır süregelen hurda teşviki beklentileridir. Türk traktör parkının yaklaşık yarısının elverişli ve verimli kullanım ömrü olan 25 yaş sınırının üzerinde olması sektörde teşvik beklentilerinin canlı kalmasına neden olmaktadır. Traktörde hurda teşviki değerlememizde yer almamakla beraber sektör açısından en kayda değer yukarı yönlü potansiyel etkileri yaratacak unsurların başında gelmektedir. Türk Traktör de yüzde 49 pazar payı ile teşvik konusunda bir adım atılması halinde bu teşviktен azami ölçüde yararlanacak şirket olacaktır.

Son olarak da şirketin temettü politikası bağlamında son 5 yıla ilişkin temettü dağıtım kararları aşağıda sıralanmaktadır;

Yıllara Göre 1 TL Nominal Değerli Paya Ödenmesi Kararlaştırılmış Kar Payları		
	Brüt (TL)	Net (TL)
2014	3,7475	3,1854
2013	5,6212	4,7781
2012	3,7475	3,1854
2011	3,7475	3,1854
2010	2,8106	2,3890

## TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.

### DEĞERLEME

- ❖ 2015 yılı ilk yarıda iç talepte öngördüğümüz canlılık (ki Ocak-Şubat 2015 satış adedi verileri yıla hem yurt içi hem de yurt dışı satışlarda iyi bir başlangıç yapıldığına işaret etmektedir.) ve yılın ikinci yarısında da 2011 yılında olduğu gibi seçim öncesi performansın en azından FED tarafında faiz artırımını ile karşılaşına dek devam etme ihtimali,
- ❖ Yılın ilk yarısında Sakarya Erenler fabrikasına relokasyon sürecinin tamamlanması ile 2015 yılının 2.yarisından itibaren belirgin hale gelecek şekilde marjlarda görmeyi beklediğimiz iyileşme,
- ❖ 2015 yılı ikinci yarısında işaretlerini göstermeye (özellikle son çeyrekte) başlamasını ve 2016 yılında ivmelenmesini beklediğimiz bir Avrupa ekonomik toparlanma süreci,
- ❖ Seçimlerin ve devam etmesi beklenen tarımsal desteklerin etkisi ile iç talebin 2015'in genelinde satış adetleri bakımından lokomotif olmaya devam etmesi beklentisi,
- ❖ Yurt içi pazarda Türk Traktör'ün hakim ve lider konumu

değerlememize temel oluşturmaktadır.

(mn TL)	2014	2015T	2016T	2017T	2018T
Net Satışlar	2.723	3.086	3.306	3.665	4.041
FVÖK	297	396	496	641	707
FVÖK Marjı	10,9%	12,8%	15,0%	17,5%	17,5%
FAVÖK	331	446	545	689	754
FAVÖK Marjı	12,1%	14,4%	16,5%	18,8%	18,7%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları Toplamı	1.220				
Uç Değer Büyüme Oranı	2,0%				
İndirgenmiş Uç Değer	3.868				
Net Borç	389				
Şirket Değeri	4.699				
Hedef Fiyat	88				

2014 yılında iş makinaları pazarında daralma ile Türk Traktör, bu segmentte kayda değer bir performans gösteremediğinden bu iş kolu değerlemeye dahil edilmemiştir.

- ❖ Hükümet tarafından traktörde hurda teşvikine dair bir aksiyon alınması,
- ❖ İş makinaları segmentinde kayda değer performans,
- ❖ Seçim sürecine dek beklenenden yüksek tarımsal teşvik verilmesi,
- ❖ Avrupa'da öngörülenden önce hızlı toparlanma,
- ❖ FED'in faiz artırım aksiyonunun 2016 yılına sarkması,
- ❖ Kredi koşullarını etkileyecek şekilde faiz oranlarında kayda değer gevşeme ortamının oluşması değerlememiz için yukarı yönlü risk teşkil ederken,
- ❖ Tarımsal teşviklerin beklenenden düşük seviyede gerçekleşmesi,
- ❖ Avrupa talebine dair özellikle 2015 son çeyrekte itibaren sinyallerini görmeye başlamayı beklediğimiz toparlanmanın gecikmesi,
- ❖ Döviz kurlarında volatilitenin beklenenden çok daha yüksek dalga boylarında gerçekleşmesi,
- ❖ Kredi koşullarının sıkılaşmasına neden olacak şekilde kayda değer para politikası sıkılaştırması ise değerlememiz için aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

**TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.**

İndirgenmiş nakit akımlarının yanı sıra şirketin benzer şirketlerine göre Fiyat/Kazanç ve Firma Değeri/FAVÖK 2015 tahmini çarpanları ile bir hesaplama yapıldığında;

Yurtdışı Benzer Şirketler	2015 T	
	F/K	FD/FAVÖK
BUCHER INDUSTRIES AG-REG	14,84	8,03
LINDSAY CORP	25,44	11,35
AGCO CORP	16,16	7,05
FIRST TRACTOR CO-H	23,56	29,92
HUSQVARNA AB-B SHS	17,37	10,30
TTRAK	12,35	10,72
ORTALAMA	19,47	13,33
İskonto / Prim Oranı	-36,6%	-19,6%
<b>Hisse Başı Fiyat</b>		
F/K Çarpanına Göre	88	
FD/FAVÖK Çarpanına Göre	75	
<i>Kaynak : Bloomberg, 01/04/2015</i>		

F/K çarpanına göre 88 TL, FD/FAVÖK çarpanına göre 75 TL hisse başı değere ulaşılmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine yüzde 60, F/K çarpanı yöntemine yüzde 20 ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemine yüzde 20 ağırlık verilerek yapılan hesaplamada; TTRAK için 12 aylık hedef fiyat değerimiz 85 TL olmaktadır.

DEĞERLEME ÖZETİ	Ağırlık	Hisse Başı Fiyat
İNA	60%	88
F/K (2015T)	20%	88
EV/EBITDA (2015T)	20%	75
<b>Hedef Fiyat</b>		<b>85</b>

Turkish Yatırım A.Ş.'nin diğer raporlarına;

[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)

[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

<https://twitter.com/turkishfx>

<http://www.turkishfx.com/>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

#### **ÇEKİNCE :**

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım, bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan 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. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.