

STRATEJİ

USAŞ UÇAK SERVİSİ A.Ş. (UCAK.IS)

03 MART 2003

Sektör	: Hava Servisi	Halka Açıklık	: %33
Fiyat	: 15,000 TL	ISE-100	: 11,574
Piyasa Değeri	: \$ 54 milyon	US\$/TL	: 1,596,241
Hisse Adedi	: 5,700,000 Lot	Getiri* - ISE-100	: %15.2
Hedef Değer	: \$ 70-75 milyon	Getiri* - UCAK	: %12.6

*Yılbaşından bu güne kadar US\$

Usaş'ın net karı US\$ 14.3 mln'a geriledi...

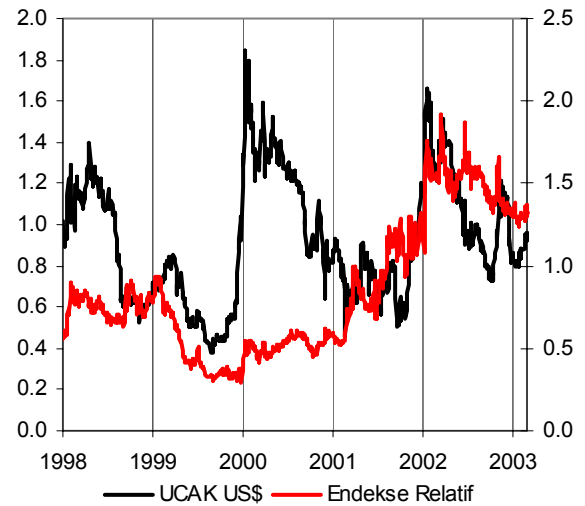
2002 yılında Usaş'ın net satışları dolar bazında 2001 yılına göre %4 artış kaydetti ve USD77.5 mln olarak gerçekleşti. Dış satışların net toplam satış gelirleri içerisindeki payı ise yaklaşık 1 puan gerileyerek %60 olarak gerçekleşti. 2002 yılında ülkemize havayolu ile giriş yapan kişi sayısında %18, çıkış yapan kişi sayısında ise %15.1'lik bir artış yaşandı. Bunun paralelinde Şirket'in satışları adet bazında %8'lik bir artış kaydetti. Aynı dönemde net satılan mal maliyeti %19'luk artış kaydederek USD55.1 mln çıktı. Bu artış neticesinde brüt kar marjı 9 puan azalarak %29'a geriledi. Brüt kar marjının azalmasının başlıca sebepleri şunlardır...

- Sektöre yeni giren şirketlerin yaratmış olduğu fiyat rekabeti.
- Şirket'in satış gelirlerinin yaklaşık %40'ının sağlandığı THY'larına yapılan indirimler.
- 11 Eylül'den sonra Havayolu Şirket'lerinin girdiği zor durumdan kurtulmak için maliyetlerini düşürme gayretleri. Bu gayretler Havayolu Firmaları'nın kar marjı düşük olan ikram ürünlere yönelmiş, buda Usaş'ın karlılığını düşürmüştür.
- Maliyetlerin büyük kısmının TL bazlı olması nedeniyle, 2001 yılında TL'nin aşırı değer kaybının 2002 yılında yaşanmayışı maliyetleri arttırmıştır.

Faaliyet giderlerinin net satışlar içerisindeki payı değişmeyerek %5.8 olarak gerçekleşti. Kıdem tazminatından arındırılmış net faaliyet giderleri ise %44 daralarak USD3.1 mln'a düştü. Bunun en büyük sebebi ise Şirket'in 2001 yılı başında işten çıkardığı 140 kişidir.

Net satışlardaki artışa ve faaliyet giderlerinde sağlanan tasarrufa rağmen maliyetlerdeki artış Şirket'in FVAÖK marjının %35'ten %25'e düşmesine sebep olmuştur.

(Milyon US\$)	2002	2001	Değişim
Net Satışlar	77.5	74.4	4.19%
Brüt Kar	20.2	26.6	-23.98%
E. Faaliyet Karı	15.7	22.2	-29.41%
FVAÖK	19.3	26.1	-26.05%
Net Kar	14.3	20.2	-29.09%
Hazır Değerler+MK	12.2	19.4	-37.04%
Kısa Vadeli Borç	0.0	0.0	a.d
Uzun Vadeli Borç	0.0	0.0	a.d
Ticari Alacaklar	5.0	5.4	-8.04%
Ticari Borçlar	2.5	1.5	64.92%
Stoklar	1.7	1.8	-2.19%
Özkaynaklar	22.6	23.9	-5.20%
US\$/TL ort.	1,513,961	1,234,537	
US\$/TL dön.-sonu	1,647,654	1,446,510	



2002 yılının 1. çeyreğinde Şirket'in elinde USD22.5 milyon bulunurken, 5. ayın onunda verdiği nakit temettü nedeniyle kasa banka hesabı USD14.4 mln'a düşmüştür. Şirket elinde bulundurduğu nakitin yarısını yabancı para cinsinden tutarken kalan miktarı devlet iç borçlanma senetlerine yatırmaktadır.

Finansal borcu bulunmayan Şirket'in mevcut nakit pozisyonundan net USD4.9 mln faaliyet dışı gelir elde ederken, 2001 yılına göre faaliyet dışı gelirleri %41 daralma kaydetmiştir. Bunun sebebi 2001 yılında yaşanan devalüasyon sonrası elde edilen kur farkı gelirlerindeki artış ve faizlerin 2001 yılında 2002 yılına göre daha yüksek olmasıdır. Sonuç olarak efektif vergi oranı %35 olarak gerçekleşmiş ve Şirket'in net karı 2001 yılına göre %29 azalarak USD14.3 mln olmuştur.

USAŞ'taki son gelişmeler...

- **Usaş Hava Limanı İç Hatlar Terminalinde eskiden tek bir kafeterya olan mekanı yenileyerek üç bölüme ayırdı...**

Gate Gourmet Usaş, Atatürk Havalimanı İç Hatlar Terminali'nde, üç restoran birden açtı. Kokpit, Divan Pub ve The North Shield isimlerini taşıyan restoranlar, toplam 580 m² büyüklüğünde olup içerisinde 285 kişilik oturma kapasite mevcuttur. Gate Gourmet Usaş'ın franchise anlaşması ile işlettiği, iç hatlar yolcularının beklentilerine uyacak şekilde hazırlanan Divan Pub, alanda karşılayıcı ve uğurlayıcıların da faydalanabilmesi için bilet kontrol öncesinde yer alıyor. Bilet kontrol sonrasında yer alan diğer iki restoran biri olan Cafe Kokpit, 140 m² alan içerisinde 105 kişilik oturma kapasitesiyle hizmet veriyor.

- **Usaş'ın sermayesinin %10'u THY'ye geçti...**

Usaş'ın sermayesinin yüzde 10'u Türk Hava Yolları'na geçti. Ortaklığın 5 yıllık ikram ihalesini kazanan Usaş'ın ana ortağı Gate Gourmet Holding AG ile THY arasında imzalanan hisse devir sözleşmesi gereği Usaş'ın sermayesinin %10'luk kısmına tekabül eden 570 milyon adet ve 570 milyar TL nominal değere sahip hisseler 2 Nisan 2002 itibariyle Ortaklığa devredildi.

Bu Haberin Geçmişi...

Türk Hava Yolları'nın 02-07-2001 tarihinde açmış olduğu 5 yıllık ikram ihalesini **Uçak Servisi A.Ş. (Usaş) Ağustos 2001 tarihinde** kazanmıştır. İhale sonucuna göre; ihalede fayatlarda sağlanan önemli ölçülerdeki indirim yanı sıra Usaş'ın ana ortağı Gate Gourmet Firması, THY'ye 5 yıllık dönem içinde %15 (ilk yıl %10, müteakip her yıl %1.25) bedelsiz Usaş hissesi devri yapacaktır. Ayrıca Gate Gourmet firması, THY'nin göstereceği bir adayın Usaş yönetim kurulu üyesi olması ve her halükarda bunun belli bir süre Gate Gourmet ve Usaş dışındaki sebeplerle mümkün olamaması halinde de THY'ye bir yönetim kurulu üyeliği sağlanana kadarki geçici dönem için bir denetim kurulu üyeliği verme taahhüdünde bulunmuştur.

- **USAŞ'ta İsviçreli Gate Gourmet'in yerini Texas Pasific Group aldı...**

Uçak Servisi A.Ş'nin %70 hissesine sahip İsviçreli Gate Gourmet Holding AG'nin tamamı, Texas Pasific Group Ltd'ye satıldı. Buna göre, Swissair Grubu, %100'üne sahip olduğu Gate Gourmet'yi Texas Pasific Grubu'na satmak üzere bir satış sözleşmesi imzaladı. Bu antlaşma neticesinde USAŞ faaliyetlerini finansal açıdan daha güçlü bir grubun altında devam edecektir. Bunun da Şirket'e olumlu yönde etkiliyeceğini düşünürüz.

- **Usaş'ta Sermaye Artırımı Sonunda Gerçekleşti...**

En son 1995 yılında sermaye artırımı gerçekleştiren ve son dört yıldır B grubu hissedarlarını bir araya getiremediği için sermaye artırımına gidemeyen Usaş, 21 Haziran 2002 tarihinde amacına ulaştı. 9. Olağan Genel Kurul toplantısını B grubu hissedarların yüksek katılımı ile gerçekleştiren Usaş, 50 milyar lira olan sermayesini 5,700 milyar liraya çıkardı.

İMKB Performansı...

Şirket 1998 yılından bugüne EV/EBITDA oranına göre %1 iskontoyla işlem görmektedir. Gelirlerinin tamamını hava yolu sektöründen elde eden firma için, Irak Savaşının süresi ve şiddeti oldukça büyük önem taşımaktadır.

	EV/EBITDA	EV/SALES	P/S	P/E
Ortalama 1998-bugün	1.7	0.5	0.7	3.1
Ortalama 2001-bugün	1.8	0.5	0.7	3.3
Prim-İskonto 1998	-1%	1%	1%	-2%
Prim-İskonto 2001	-6%	-1%	-3%	-5%

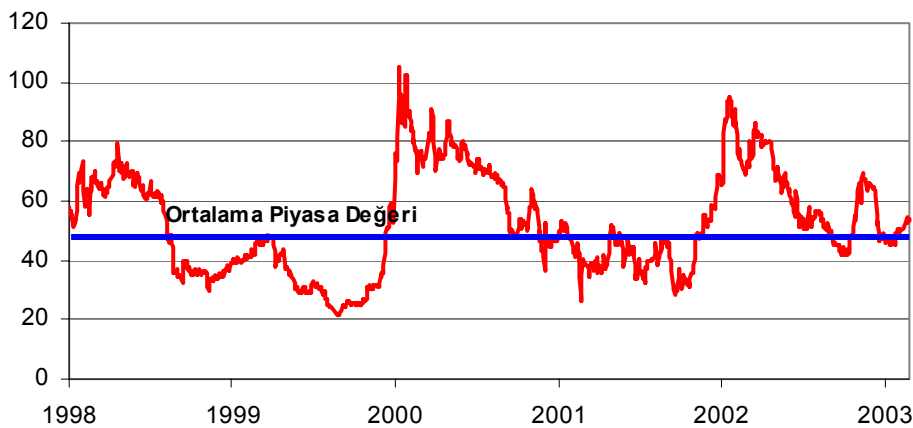
Şirket ve sektörün bu bağlamda taşıdığı Riskler Şöyle sıralanabilir:

Irak operasyonuna doğru geriye sayım devam ederken, Olası Irak Operasyonu'nun sektöre olan etkileri genel olarak şöyle özetlenebilir...

- Sektörün hammadde girdilerinden olan et, bakliyat, un gibi mamullerin fiyatları artabilir.
- Savaş ortamının hayvan yetiştirmeye müsait olmama ihtimali nedeniyle hammadde temininde sıkıntılar yaşanabilir.
- Bölgeye giriş-çıkış yasakları nedeniyle lojistik problemlerle karşılaşılabilir.
- Sektörün önemli girdilerinden olan LPG, benzin ve akaryakıt fiyatları artabilir. Buna bağlı olarak da enerji maliyetleri yükselebilir.
- Ülkemize gelen turist sayısında savaş nedeniyle yaşanacak bir daralma satışları olumsuz yönde etkileyebilir.
- Hava yolu firmalarının maliyetlerini kısmak için daha düşük fiyatlı ürünler tercih etmeleri careting şirketlerinin kar marjlarını düşürebilir.

Şirket'in mevcut Piyasa Değerini USD54 mln olup 1998 yılından bugüne ortalamasına göre %1.7 primlidir. Şirket'in yılbaşından buyana dolar bazında getirisi %12.6 olarak gerçekleşmiş aynı dönemde İMKB-100 %15.2 oranında getiri sağlamıştır. **Şirket için en son tavsiyemiz 29 Mayıs 2002 tarihinde "AZALT" idi. Usaş'ın Piyasa Değeri o tarihten bugüne %21 oranında düşmüştür.**

Mevcut iskonto oranı ve piyasa değeri gözönüne alındığında Şirket için 29 Mayıs'ta verdiğimiz "AZALT" önerisini "TUT" olarak değiştiriyoruz. Hedef piyasa değerimiz USD 70-75 mln aralığıdır.

Piyasa Değeri (milyon US\$)

Kaynak: Strateji Menkul Değerler

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.Ş., sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş., yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.Ş.,'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2003 Strateji Menkul Değerler A.Ş.,

Tüm hakları saklıdır, Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.