

KARSAN (KARSN.IS)**Tavsiye: AL****11 Temmuz 2000****Piyasa Deęeri : 223mn \$**

1999...

3.9 trilyon net kar açıklayan Karsan, TL bazında net kârını bir önceki yıla göre %60 arttırırken dolar bazında, 9.2 milyon \$ ile geçen yılın seviyesinde kaldı.

- 1998 yılında Kiraç grubununa geçen Karsan, 1999 yılı içerisinde 7,137 adet Peugeot J9 ve 3,669 adet Peugeot Partner olmak üzere toplam 10,686 adet araç montajı yapmıştır. Ticari Araç pazarının %30 daraldığı bir yılda, Karsan satışlarını 8,603 adetten 10,806 adete çıkararak, adet bazında satışlarında %25.6'lık bir artış sağlamayı başarmıştır.
- Adet bazındaki artışa rağmen, şirketin dolar bazındaki cirosunda aynı gelişme sağlanamamış ve dolar bazındaki ciro sadece %16.6 artabilmiştir. Bunun en büyük sebebi ise, daralan talep nedeniyle ürün fiyatlarına yeteri kadar zam yapılamamasıdır.
- Şirketin "Brüt Kar Marjı"nda ilginç bir şekilde artış olmuştur. Birim satış fiyatları düşerken, "Brüt Kar Marjı"nda¹ sağlanan artışın (1998:%18.9, 1999: %19.7), üretimdeki yerli payının artmasıyla gerçekleştirilebildiğini düşünüyoruz.
- Şirket 1999 yılı içerisinde, kapasitesini 25,000 adet/yıla çıkaran yeni fabrika yatırımını bitirmiş ve burada üretime başlamıştır. Bu yatırım nedeniyle, 1998 sonu itibariyle neredeyse sıfır olan Uzun Vadeli ve Kısa Vadeli Finansal Borçlar toplamı, 1999 yılı sonunda 8.6 trilyon TL'ye çıkmış bu da şirkete önemli bir finansal yük getirmiştir. Keza, 1998 yılı içerisinde Aktifleştirilen ve Doğrudan Gider Yazılan Finansman Giderleri toplamı yaklaşık 80 milyar TL iken 1999 yılı sonunda 4.3 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Bu yatırımla birlikte ayrılan amortisman miktarında da önemli bir artış olmuştur.
- **Böylece şirketin Net Kar Marjı %9.2'den %7.8'e düşerken, şirketin operasyonel kârlılığını gösteren FVAÖK Marjı² %15.1'den %16.9'a yükselmiştir. 1999 yılının otomotiv sanayii için zor bir yıl olduğu düşünülürse, bu oldukça olumlu bir gelişme olarak yorumlanabilir.**
- Diğer taraftan, şirket Amerikan Doları cinsinden ihracat yaparken, Fransız Frankı cinsinden ithalat yaptığından, 1999 yılı içerisinde Euro'nun dolayısı ile Frank'ın, Dolar karşısında gerilemesi, şirketin lehine bir gelişme olmuştur.
- Şirket geçen yıl içerisinde artan iş hacmine rağmen "Faaliyet Giderleri"ni kontrol edebilmiştir. 1998 yılında 7.9 milyon dolar olan faaliyet giderleri, 1999 yılında 7.7 milyon dolara düşmüştür. Böylece Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara olan oranı %7.8'den %6.5'e gerilemiştir.

2000 Ç1...

- Şirket ilk çeyrek itibari ile 1.311 adet J9, 1.615 adet Partner ve 54 adet de Boxer satışı yapmıştır. Bu rakamlar geçen yıla göre sırası ile J9 satışında %21.2 daralmayı, Partner'da ise %365 artışı göstermektedir. Şirket geçen yıl hiç Boxer satışı yapmamıştır.
- Şirket ilk 3 aylık performansı ile dolar bazında satışlarını %16.8 arttırarak 24,5 milyon dolardan 28,6 milyon dolara çıkarmıştır.
- Şirket yerlilik oranı yüksek ve dolayısı ile karlılık oranları yüksek J9 modelinin üretimini azaltmış, yerlilik oranı düşük yeni modellerin üretimine ağırlık vermiştir. Hatta bu yıl üretimine başlanan Boxer modeli 0 yerlilik oranı ile üretilmeye başlanmıştır. Bu nedenle, bu yılın ilk çeyreğinde şirketin "Brüt Kar Marjı" ve FVAÖK Marjlarında daralmalar yaşanmıştır. Şirketin "Brüt Kar Marjı, geçen yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında %28,3'ten %16,7'ye, FVAÖK Marjı ise %19,3'ten %7,8'e düşmüştür. Bu modellerdeki yerlilik oranlarının yıl içinde artması ile beraber bu karlılık oranlarında da iyileşmeler olacaktır.
- Şirket bu yılın ilk 5 ayı içinde adet bazında satışlarını geçen yılın aynı dönemine göre %67,3 arttırarak 3.898 adetten 6.520 adete çıkmıştır.
- Şirket 2000 yılı içerisinde, yeni fabrikasının devreye girmesiyle birlikte, Peugeot "Boxer" montajına başlayacaktır. Bu modelin eşleniği olan Fiat "Ducado" ise Tofaş için üretilecektir. Bu yeni modelle birlikte üretimin 18-19 bin seviyelerine gelmesi beklenmektedir. Şirket yetkilileri bu hedefe ulaşmak konusunda oldukça iddialıdır ve aylık satış hedeflerinin tutturulduğunu belirtmektedirler.
- Şirket, mini-van segmentinde Türkiye'de ilk üretimi gerçekleştirerek bu segmentte kendine önemli bir avantaj sağlamıştır. Diğer gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD'de ki gelişmeler, artan e-ticaret hacminin bu segment içindeki araçlara olan talebi önemli ölçüde arttırdığını göstermiştir.
- Şirketin, İMKB'de işlem gören otomotiv üreticisi firmalardan, ürettiği ürün ve hedef pazarları gözönüne alındığında Anadolu Isuzu, Ford Otodan ve Otokar ile karşılaştırılabileceğini düşünmekteyiz. Karsan bu üç şirketle karşılaştırıldığında, şu andaki fiyatı ile en ucuz şirket olarak görülmektedir.

11 Temmuz 2000	Piyasa Değer mn \$	Satış mn \$		Net Kar mn \$		F/K		F/S	
		1999	2000T	1999	2000T	1999	2000T	1999	2000T
Anadolu Isuzu	289.2	156.5	188.0	(9.9)	15.0	nm	19.3	1.1	1.5
Ford Otosan	1,497.3	624.6	815.0	2.9	(13.0)	442.3	nm	2.1	1.8
Karsan Otomotiv	222.7	117.7	192.6	9.2	13.8	na	16.1	na	1.2
Otokar	215.0	117.9	150.0	8.8	10.0	23.3	21.5	1.7	1.4
Tofas Oto. Fab.	1,016.1	522.9	792.0	(87.0)	4.4	nm	230.9	1.5	1.3
Uzel Makina	166.5	154.1	140.0	2.4	2.0	106.7	83.2	1.6	1.2
Ortalama						345.1	137.4	1.8	1.5

- 2000 yılı için, yurtiçi otomotiv piyasası hakkındaki olumlu beklentilerimiz devam etmektedir. Aynı zamanda şirketin yurtdışı satışlarında da geçen yıllardaki başarısını devam ettireceğini düşünmekteyiz. Diğer otomotiv hisseleri ile karşılaştırıldığında görece ucuz olduğu da göz önüne alarak, hisse için "AL" önerisinde bulunuyoruz.

¹ Brüt Kar Marjı = (Brüt Kar+Amortisman) / Net Satışlar

² FVAÖK Marjı = Vergi, faiz ve amortisman öncesi kar / Net Satışlar

BİLANÇO (milyon TL)	1Ç99	1Ç00
Dönen Varlıklar	7,690,529	13,699,456
Hazır Değerler & Menkul Değ.	268,513	362,518
Kısa Vadeli Alacaklar	5,225,782	6,902,804
Stoklar	1,008,093	4,699,019
Diğer Dönen Varlıklar	1,188,141	1,735,115
Duran Varlıklar	7,832,394	22,465,558
Finansal Duran Varlıklar	62,800	63,050
Uzun Vadeli Alacaklar	101	101
Madde Duran Varlıklar (net)	7,762,142	22,384,497
Diğer Duran Varlıklar	7,351	17,910
Aktif Toplamı	15,522,923	36,165,014
Kısa Vadeli Borçlar	5,657,761	15,893,818
Finansal Borçlar	285,418	6,161,591
Ticari Borçlar	4,950,848	9,218,249
Borç ve Gider Karşılıkları	421,495	513,978
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	0
Uzun Vadeli Borçlar	4,282,978	5,395,657
Finansal Borçlar	3,592,122	4,103,383
Ticari Borçlar	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	690,856	1,292,274
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0
Özkaynaklar	5,582,184	14,875,539
Ödenmiş Sermaye	300,000	2,400,000
Emisyon Primi	0	5,400,000
Yeniden Değerleme Değ. Artışı	660,430	2,208,932
Yedekler	4,194,467	4,142,868
Net Kâr	427,287	723,739
Pasif Toplamı	15,522,923	36,165,014

BİLANÇO (000 ABD Doları)	1Ç99	1Ç00
Dönen Varlıklar	20,936	23,174
Hazır Değerler & Menkul Değ.	731	613
Kısa Vadeli Alacaklar	14,226	11,677
Stoklar	2,744	7,949
Diğer Dönen Varlıklar	3,234	2,935
Duran Varlıklar	21,322	38,003
Finansal Duran Varlıklar	171	107
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
Madde Duran Varlıklar (net)	21,131	37,866
Diğer Duran Varlıklar	20	30
Aktif Toplamı	42,257	61,177
Kısa Vadeli Borçlar	15,402	26,886
Finansal Borçlar	777	10,423
Ticari Borçlar	13,477	15,594
Borç ve Gider Karşılıkları	1,147	869
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	0
Uzun Vadeli Borçlar	11,659	9,127
Finansal Borçlar	9,779	6,941
Ticari Borçlar	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	1,881	2,186
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0
Özkaynaklar	15,280	25,219
Ödenmiş Sermaye	817	4,060
Emisyon Primi	0	9,135
Yeniden Değerleme Değ. Artışı	1,798	3,737
Yedekler	11,418	7,008
Net Kâr	1,247	1,280
Kur Farkı	-84	-56
Pasif toplamı	42,257	61,177

GELİR TABLOSU (Milyon TL)	1Ç99	1Ç00
Yurtiçi Satışlar	3,316,630	10,755,456
Yurtdışı Satışlar	5,075,041	5,413,008
Brüt Satışlar	8,391,671	16,168,464
İndirimler	-167,349	-690
Net Satışlar	8,224,322	16,167,774
Satışların Maliyeti	-6,551,007	-14,008,210
Brüt Kâr	1,673,315	2,159,564
Faaliyet Giderleri	-736,930	-1,443,449
E. Faaliyet Kârı	936,385	716,115
Diğer Faaliyet Gelirleri (net)	179,071	123,798
Finansman Giderleri	-32,103	-207,507
Faaliyet Kârı	1,083,353	632,406
Olağanüstü Gelirler (net)	-656,066	287,405
Dönem Kârı (Zararı)	427,287	919,811
Ödenecek Vergi & Yasal Yükümlü	0	-196,072
Net Dönem Kârı (Zararı)	427,287	723,739

GELİR TABLOSU (000 ABD Doları)	1Ç99	1Ç00
Yurtiçi Satışlar	9,679	19,022
Yurtdışı Satışlar	14,811	9,573
Brüt Satışlar	24,490	28,595
İndirimler	-488	-1
Net Satışlar	24,001	28,594
Satışların Maliyeti	-19,118	-24,775
Brüt Kâr	4,883	3,819
Faaliyet Giderleri	-2,151	-2,553
E. Faaliyet Kârı	2,733	1,267
Diğer Faaliyet Gelirleri (net)	523	219
Finansman Giderleri	-94	-367
Faaliyet Kârı	3,162	1,118
Olağanüstü Gelirler (net)	-1,915	508
Dönem Kârı (Zararı)	1,247	1,627
Ödenecek Vergi & Yasal Yükümlülükle	0	-347
Net Dönem Kârı (Zararı)	1,247	1,280

FİNANSAL RASYOLAR	1Ç99	1Ç00
Büyüme Oranı (reel)		
Net Satışlar	md	18%
E. Faaliyet Kârı	md	-54.0%
Net Kâr	md	2.0%
Likidite		
Cari Oran	1.4	0.86
Acid Test Oranı	1.2	0.57
Finansal Kalıdraç		
Toplam Borç/Özkaynak	1.8	1.43
Toplam Finansal Borç/Özkaynak	0.7	0.69
Kısa Vadeli Fin. Borç/Özkaynak	0.1	0.41
Faiz Ödeme Gücü	14.31	5.43
Faaliyet		
Stok Devir Süresi	13.8	41.1
Alacak Tahsil Süresi	57.2	50.9
Borç Ödeme Süresi	68.0	80.7
Kârlılık		
Brüt Kâr Marjı	20.3%	13.4%
E. Faaliyet Kâr Marjı	11.4%	4.4%
Net Kâr Marjı	5.2%	4.5%
Ortalama Özsermaye Kârlılığı	7.7%	7.1%
Ortalama Aktif Kârlılığı	2.8%	2.8%

MAKRO PARAMETRELER	1Ç99	1Ç00
TEFE (Ortalama)	48.2%	66.1%
US\$/TL (yıl-sonu)	369,150	591,155
US\$/TL (ortalama)	344,749	565,427

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 enfomasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayıdır. 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.

2000 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.