

STRATEJİ



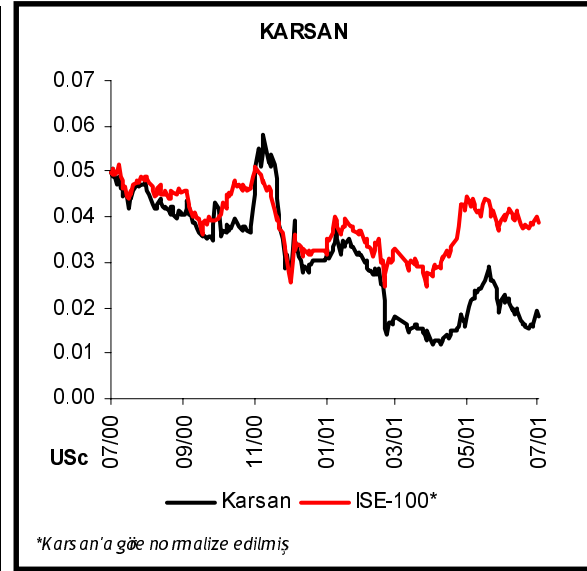
KARSAN (KARSN.IS)

04 Temmuz 2001

Fiyat :	23,250 TL	ISE-100 :	11,153
Piyasa Değeri :	\$87.5 milyon	US\$/TL :	1,276,020
Hisse Adedi :	4,800,000 lot	Getiri* - ISE-100 :	- %37.7
Hedef Değer :	\$98 milyon	Getiri* - KARSAN :	- %70.1

*Yılbaşından bu güne kadar

(milyon dolar)	2001 1Ç	2000 1Ç	Değişim
Net Satışlar	14.4	28.1	-49%
Brut Kâr	2.6	3.8	-31%
E. Faaliyet Kârı	0.8	1.2	-36%
FVAOK	2.5	2.6	-7%
Net Kâr	-2.3	1.3	a.d.
Hazır Değerler+MK	1.5	0.6	137%
Kısa Vadeli Borç	16.9	10.4	62%
Uzun Vadeli Borç	5.2	6.9	-25%
Ticari Alacaklar	4.3	11.7	-63%
Ticari Borçlar	2.3	8.3	-72%
Stoklar	13.4	8.0	68%
Özkaynaklar	24.4	25.2	-3%
US\$/TL ort.	876765	575428	
US\$/TL yıl-sonu	1025482	590896	

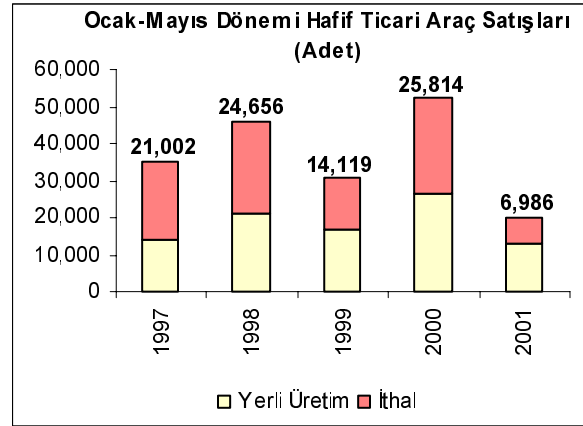


Yatırımcı Özeti :

- Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan ekonomik krizler otomotiv sektörünü oldukça olumsuz etkiledi ve Hafif Ticari Araç (HTA) pazarı ilk beş aylık dönemde %61.3 oranında küçüldü.
- Peugeot J9 haricindeki modellerinin yurtdışı satışı için lisansörü Peugeot'yla anlaşması gereken Karsan, 2001 yılı Ocak-Mayıs döneminde iç pazara bağımlılığının bedelini satışlarındaki %45'lik düşüşle ödedi.
- Üretimini yavaşlatan ve faaliyet giderlerini azaltan Karsan operasyonel karlılığını korumayı başarsa da, işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle artan finansal borçluluğu ve finansal giderleri nedeniyle ilk çeyrekte USD2.3 milyon zarar etti.
- 2001 yılında satışlarının %40-45 oranında düşmesini beklediğimiz Karsan için yatırım tavsiyemizi "AZALT" olarak yineliyoruz.

2000 yılı 1993 kadar uzakta; 2001 ise 1994'e oldukça yakın...

Karsan 2000 yılında otomotiv sektörünün 1993 yılı satış rakamlarını aşan bir büyüme göstermesi, hafif ticari araç segmentindeki hızlı gelişim ve ürün gamına yeni eklediği modeller ile satışlarını adet bazında %78 arttırırken satış gelirlerini de %65'lik bir oranda yükselterek USD193 milyon'a ulaştırmayı başarmıştı. Ancak Kasım ayında yaşanan ekonomik kriz sektördeki faaliyetlerin hızla yavaşlamasına neden oldu ve Şubat 2001'de karşılaşılan ikinci kriz pazardaki daralmayı hızlandırdı. 2001 yılı ilk çeyreğinde Hafif Ticari Araç (HTA) segmentindeki küçülme ticari faaliyetlerdeki devamlılığa bağlı olarak otomobil pazarına göre sınırlı kalmasına rağmen %53.1 olarak gerçekleşti.



Ocak – Mayıs döneminde kriz, etkilerinin küçük ve orta boy ticari işletmeler tarafından daha güçlü hissedilmesiyle derinleşti ve %61.3'e ulaştı. *Ekonomik kriz yaşanan bir diğer yıl olan 1994 yılında ise HTA pazarı %62.2 küçülürken, yerli üreticilerin satışları %59.5 oranında gerilemişti.* Bu segmentte ithalat - otomotiv pazarının aksine - devalüasyona oldukça hassas olduğu için, yerli HTA satışları %50 civarında gerilerken ithal HTA satışları %72.9 azaldı. Dönem içinde 13,200 adet yerli HTA satışına karşın 6,986 adet ithal HTA satıldı ve ithalatın toplam içindeki payı %34.6'ya düştü.

Satışlar Hızla Geriliyor...

Karsan, iç pazardaki daralmadan oldukça olumsuz etkilendi. Şirket'in 2001 Ocak – Mart dönemi satışları adet bazında %45 azalırken satış gelirleri %48.6 oranında düşerek USD14.4 milyon olarak gerçekleşti. Cirodaki gerilemeyi arttıran bir diğer etken de USD bazında ortalama birim satış fiyatının 1999 yılından beri düzenli olarak gerilemesidir. İç pazardaki satışların gerilemesi ihracatın toplam satışlar içindeki payının artmasına yol açtı. Ancak Peugeot J9 modeli dışındaki modellerinin yurtdışı satışı için lisansörü Peugeot ile anlaşması gerek Karsan'ın ihracatı halihazırda iç pazarda kaybedilen satışları karşılayacak hacimde değil.

Satış

	2001 1.Ç.	2000 4.Ç.	2000 3.Ç.	2000 2.Ç.	2000 1.Ç.	1999 4.Ç.	1999 3.Ç.	1999 2.Ç.	1999 1.Ç.
Peugeot J9	531	1,815	1,291	1,842	1,311	1,833	1,626	2,014	1,664
Peugeot Partner	748	3,379	1,830	2,458	1,615	1,787	810	725	347
Peugeot Boxer	246	1,415	765	772	54	0	0	0	0
Fiat Ducato	113	333	322	0	0	0	0	0	0
Toplam	1,638	6,942	4,208	5,072	2,980	3,620	2,436	2,739	2,011

...Ancak Operasyonel Karlılık Korundu....

Ortalama stok devir süresi bir aydan kısa olan Karsan'ın, 1 çeyrek satışlarının maliyeti kriz öncesi dönemde gerçekleştiği için brüt kar (amortisman hariç) marjında 10 puana yaklaşan bir artış gerçekleşti.

Envanterinin yaklaşık 1500 adet civarında olduğunu tahmin ettiğimiz Karsan ikinci çeyrekteki satışlarını büyük ölçüde stoklarından karşılayacağını düşünüyoruz. Karsan'ın 10 Nisan 31 Mayıs döneminde faaliyetlerini büyük ölçüde durdurmuş ve üretimini personelinin %20'siyle devam ettirmiş olması da bu düşüncemizi desteklemektedir. Dolayısıyla brüt kar marjındaki yanılmanın yılın ikinci çeyrekte devam edeceğini düşünüyoruz.

Krizde kapasitesini 25,000 adet/yıl'dan 40,000 adet/yıl'a çıkarmak üzere çalışmalara başladığı dönemde yakalanan Karsan, Şubat ayın sonunda kıdem tazminat yaratmayacak şekilde, toplam personelinin yaklaşık %20'sinin işine son verdi. Böylece satışların hızla gerilediği bir dönemde genel yönetim giderleri üretimini de durduran Karsan faaliyet giderlerinin satışlar içindeki payını düşürdü ve operasyonel karlılığını korudu.

Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar %6.8 gerileyerek USD2.5 olarak gerçekleşirken, brüt marjda yukarıda bahsettiğimiz düzelme sayesinde FVAÖK marjı yaklaşık 8 puanlık artışla %17'ye ulaştı.

Karsan yurtdışı satışlarından doğan ticari alacakları sayesinde devalüasyon sonrasında kambiyo karının yanısıra kur farkı geliri elde etti. Şirket'in faaliyet dışı gelirleri USD3.1 milyon'a ulaştı.

İşletme Sermayesi İhtiyacı Borçluluğu Arttırdı...

Stok devir süresinin satışlardaki gerilemeye bağlı olarak uzaması Karsan'ın işletme sermayesi ihtiyacının artmasına neden olurken, Şirket sözkonusu ihtiyacını kısa vadeli borçlanma yoluyla karşıladı. Karsan'ın kısa vadeli finansal borç stoğu 2000 yılı sonunda USD11.1 milyon iken 2001 yılı birinci çeyreğinde USD16.9 milyon'a yükseldi. Şubat ayı krizi sonrası yaşanan devalüasyon ve kısa vadeli finansal borçluluğun artmasıyla, Şirket'in finansal giderleri %1436 yükselerek USD5.5 milyon'a ulaştı.

Azalan satışlar ve artan finansal giderler neticesinde Karsan 2001 yılının birinci çeyreğinde USD2.3 milyon zarar etti.

2001 yılı 1994'e Ne Kadar Yakın?...

Ocak – Mayıs dönemi hafif ticari araç satış rakamları otomotiv sektörünün içinde bulunduğu krizin giderek derinleştiğini gösteriyor. Devalüsyondan sonra fiyat avantajını kaybeden ithalatçı firmaların boşalttıkları pazarı yerli üreticilerin doldurabileceğini de düşünmüyoruz. Sektör ihracatla ayakta dururken, yurtdışı satış avantajı olmayan üreticiler için 2001'in devamı da oldukça zor geçecek gibi görünüyor. ***Kısacası 2001 yılı HTA üreticileri için 1994'e oldukça yakın.***

İhracat alternatifi J9 modeli dışında Peugeot'un onayıyla sınırlı olan Karsan, bu yönde bir atılım gerçekleştirmediği takdirde operasyonel masraflarını kısarak krizi mümkün olan en az zararla atlattırma çalışacaktır. İkinci çeyrekte de yukarıda bahsettiğimiz üzere, maliyetlerin kriz öncesi dönemlere ait olması ve ikinci çeyrek satışlarını karşılayacak miktarda stok bulunması brüt marjinde geçen yıla oranla bir iyileşme sağlayacaksa da, satışlarının %40-45 oranında düşmesini beklediğimiz ***Karsan için kısa vadeli yatırım tavsiyemizi "AZALT" olarak yineliyoruz.***

Bu raporda yer alan tum bilgi ve veriler guvenilir olduguna inanilan, halka acik kaynaklardan alinmistir. Raporda yer alan bilgilerin dogru ve eksiksiz olmasi amaciyla gereken tum dikkat ve ozen gosterilmistir. Bu bilgilerin kullanilmasi sonucu dogabilecek sonuclardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlisliktan Strateji Menkul Degerler A.S. sorumlu tutulamaz. Bu yayinda yer alan gorus ve dusuncelerin Strateji Menkul Degerler AS. yonetimi icin hicbir baglayiciligi yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amaci, profesyonel yatirimcilara enformasyon vermek olup, kisilerin yatirim kararlarini soz konusu bilgilere bagli kalmadan verdikleri varsayilir. Bu nedenle, yayinlanan hicbir gorus ya da dusunce bir yatirim onerisinde bulunma hedefi ya da adi gecen hisselerin alinip satilmasi tavsiyesi niteliginde degildir. Strateji Menkul Degerler A.S.'nin bagli kuruluslari, calisanlari, yoneticileri, ortaklari, hakkında rapor yazilan sirket ile danismanlik niteliginde zaman zaman dogrudan ya da dolayli olarak birebir iliskiye girmis olabilir ya da herhangi bir hisse senedi islemi gerceklestirmis olabilirler.

2001 Strateji Menkul Degerler A.S.

Tum haklari saklidir. Strateji Menkul Degerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayit cihazı veya baska bir yontemle, bu yayinlarin bir kısmi ya da tamamının kopyasi cikarilamaz, bilgisayar sistemlerine aktarilamaz.