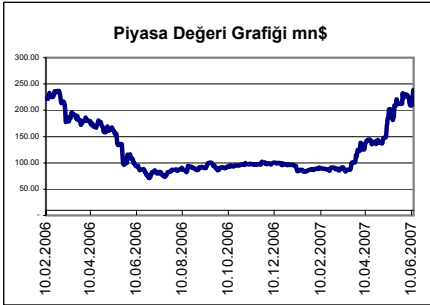


AL

| | | |
|-------------------------------|---|--------------|
| Hisse Kodu | : | KARSN |
| Fiyat YTL | : | 3.22 |
| Piyasa Değeri (mn\$) | : | 237.2 |
| Hedef Değer (mn\$) | : | 427.5 |
| Kazandırma Potansiyeli | : | 80% |
| Halka Açık P.D. (mn\$) | : | 185 |
| Halka Açıklık Oranı % | : | 78.0 |
| Son Gün İşlem Hacmi (mn\$) | : | 52.13 |
| Aylık Ort. İşlem Hacmi (mn\$) | : | 15.41 |
| | | |
| 52 Haftanın En Yüksek YTL | : | 3.34 |
| 52 Haftanın En Düşük YTL | : | 1.14 |
| Son 1 Haftalık Getiri % | : | 9.20 |
| Son 1 Aylık Getiri % | : | 19.48 |
| Son 3 Aylık Getiri % | : | 165.95 |
| Son 1 Yıllık Getiri % | : | 138.69 |
| Yılbaşına Göre Getiri % | : | 137.40 |
| | | |
| Fiyat/Kazanç x | : | -- |
| Piyasa Değeri/Defter Değeri x | : | 3.27 |
| Beta x | : | 0.76 |
| IMKB-100 | : | 44,629.52 |



HIZLI BÜYÜME SATIN ALINIYOR GEÇ KALMAYIN

Karsan'ın son aylarda açıkladığı yeni proje anlaşmaları şirkete yönelik gelecek yıllara ilişkin beklentileri güçlendiriyor. Sözkonusu beklentilerin bir kısmı fiyatlanmış olabilir. Ancak özellikle nihai imzaları henüz atılmayan ABD-Kanada ve Renault Trucks ile ilgili projelerin henüz hisse fiyatına yansıtılmadığını düşünüyoruz.

Şirket 4 yeni proje imzaladı

Karsan yılbaşından bugüne 4 adet yeni gelişme açıkladı. Bunlardan 2 tanesini, Hyundai ile HD serisinin üretimi ve İran'a J9 Premier satışı konularında imzalanan sözleşmeler oluşturuyor. Diğer 2 gelişme ise oldukça yakın zamanda açıklandı. Renault Trucks ile 5000 adet ağır kamyon üretiminin yanında ABD ve Kanada'ya 10 yıl süreyle taksi üretimi konularında ön mutabakat anlaşmaları imzalanırken henüz nihai imzalar atılmadı. Her iki projede de anlaşma sağlanacağına ve üretime başlanacağına yönelik kuşku bulunmuyor.

Satışlarda 3 Yılda %89 Ortalama Büyüme Hızı

Taksi ve Renault sözleşmelerinin kesinlik kazanması durumunda Karsan'ın satış gelirinin 2009 yılında 1 milyar 286 USD düzeyine ulaşmasını bekliyoruz. Bu 2006 yılında 192 milyon USD satış geliri yaratan Karsan için 2007-2009 döneminde Net Satışlarının Yıllık Bileşik Ortalama Büyüme Oranının (CAGR) %89 düzeyinde oluşacağını gösteriyor. Bu rakam gerçekleştirdiğimiz pek çok şirket projeksiyonları arasında oldukça etkileyici bir büyüme oranı.

%81 Yükselme Potansiyeli

Karsan için gerçekleştirdiğimiz yeni değerlememizde **427.5 milyon USD (hisse başı 5.74YTL)** hedef değer belirliyoruz. Buna göre Karsan'ın halen **%80 yükselme potansiyeli** bulunuyor.

Karsan Projeksiyon

| (mnUS\$) | 2006 | 2007T | 2008T | 2009T | 2010T | CAGR 07-09 |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Satış Gelirleri | 192 | 286 | 613 | 1,286 | 1,415 | 89% |
| Brüt Kar | 14 | 20 | 49 | 116 | 127 | 104% |
| Esas Faaliyet Karı | 2 | 3 | 25 | 51 | 57 | 194% |
| FAVÖK | 11 | 17 | 41 | 87 | 99 | 99% |
| Diğer Giderler | 24 | 15 | 10 | 4 | 4 | |
| Net Kar | -22 | -12 | 15 | 47 | 53 | |
| Ortalama | | | | | | |
| Brüt Kar Marjı | 7.1% | 7.0% | 8.0% | 9.0% | 9.0% | 8.3% |
| Esas Faaliyet Kar Marjı | 1.1% | 1.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 3.3% |
| FAVÖK Marjı | 5.8% | 6.1% | 6.7% | 6.8% | 7.0% | 6.7% |
| Net Kar Marjı | -11.6% | -4.2% | 2.4% | 3.7% | 3.7% | 1.4% |

Meksa Yatırım Araştırma

Karsan İnan Pazarına J9 ihracatı için sözleşme imzaladı. Şubat ayında yapılan açıklamada şirket İnan'a yılda 3000 adet J9 satışı için İnanlı Sanat Khodro Karnou ile J9 Premier Modeli için sözleşme imzaladığını bildirdi. Ayrıca Sanat Khodro şirketi İnan üzerinden Irak, Suudi Arabistan, Suriye, Birleşik Arap Emirlikleri ve Katar ülkelerine satışa yönelik distribütörlük haklarına sahip olacak. Söz konusu bölgelere de ayrıca yılda 1000 adet satış ihracatı öngörülüyor.

Bununla birlikte J9 ihracatı %8 seviyesinde bulunurken 2009 yılında %47 düzeyine ulaşmış olacak. Modelimizde J9 ihracatının 2007 yılında 2750 adet ve sonraki yıllarda 4000 adet olmasını öngördük. 4000 adet satışla yılda **80 milyon USD** ciro sağlanacağını düşünüyoruz. J9 satışında FAVÖK Marjının yurtiçi satışlarda %12.2, yurtdışı satışlarda ise %8 olmasını bekliyoruz.

Karsan Hyundai ile HD serisi hafif kamyon üretimi ve distribütörlüğü konusunda anlaşma imzaladı. Şirket Mart ayında Hyundai ile HD35 ve HD75 hafif kamyon serilerinin münhasır üretimi ve distribütörlüğü konusunda anlaşma imzaladığını duyurdu. Türkiye'de 5 yıl süre ile HD serisinin 3.5 ton ve 7.5 ton taşıma kapasitesine sahip modellerin üretimi ve sonrasında yeni serinin üretimi gerçekleştirilecek. Anlaşma yılda 2000 adet araç üretimini kapsıyor.

Modelimizde Hyundai serilerinin 2007 yılında 550 adet ve takip eden yıllarda 2000 adet üretileceğini öngördük. Hyundai satışlarından yılda **38 milyon USD** gelir beklemekteyiz. FAVÖK Marjının %5.5 düzeyinde olmasını bekliyoruz.

Karsan Renault Trucks ile ağır kamyon üretimi konusunda mutabakat metni imzaladı. Şirket Nisan ayında Renault Trucks ile yılda 5000 adet ağır kamyon üretimi konusunda niyet sözleşmesi imzaladığını duyurdu. Görüşmelerin ve nihai anlaşmanın Temmuz ayı sonuna kadar tamamlanması bekleniyor. Anlaşma durumunda üretimin 2008 yılı ortasında başlaması düşünülüyor.

Modelimizde 2008 yılında 1000 adet ve sonraki yıllarda 2000 adet yurtiçi satış ve yine sırasıyla 1500 adet ve sonraki yıllarda 3000 adet yurtdışı satış yapılacağını varsaydık. Bununla birlikte Truck satışlarından 2007 yılında **135 milyon USD** ve sonraki yıllarda **270 milyon USD** ciro bekliyoruz. FAVÖK Marjının Yurtiçi satışlarda %10 ve Yurtdışı satışlarda ise %9 seviyesinde oluşacağını düşünüyoruz.

Ayrıca yapılan anlaşmaya göre eğer talebin yüksek olması durumunda Karsan ve Renault arasında yılda 10.000 adet ağır kamyon üretimi gerçekleştirmek üzere joint venture kurulması öngörülüyor.

Tuncay Turşucu
tuncayt@meksa.com

Araştırma Bölümü
arge@meksa.com
www.meksa.com
Tel: 0212 344 11 11
Fax: 0212 344 1121



Karsan ABD ve Kanada için Standart Taksi Üretimi konusunda mutabakat metni imzaladı. Şirket Mayıs ayında ABD ve Kanada'ya satılacak taksi modelinin 10 yıl süreyle üretilmesi için mutabakat metni imzaladığını duyurdu. Nihai imzanın 15 Eylül 2007 tarihine kadar atılması bekleniyor.

Anlaşma yılda 20.000 adet Taksi üretimini kapsıyor. 2009 yılında fiili üretimin başlaması öngörülüyor. Gelişmelere göre yıllık üretimin 40.000 adete kadar çıkabileceği öngörülüyor. 2009 yılında 12.500 adet Taksi satışı ve sonraki yıllarda 20.000 adet olarak gerçekleşmesi bekleniyor.

Modelimizde 2009 yılı için Taksi satışından **250 milyon USD** ve sonraki yıllarda **400 milyon USD** gelir öngördük. FAVÖK Marjının %9.5 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.

Muhtemel Yeni Projeler. Diğer yandan Karsan mevcut durumda Peugeot'un Partner modelinin üretimini gerçekleştiriyor. Partner serisi ile ilgili anlaşma 2008 yılında sona eriyor. Partner Serisinin ikinci aşaması 2008 ile 2013 yılları arasında kapsıyor. Karsan Uzun Partner ve Partner Pick Up modellerinin dizaynını ve mühendisliğini geliştirmiş durumda. Bu durum Karsan'a Partner'ın yeni modelinin üretimi için avantaj sağlıyor. Karsan'ın yeni model için Peugeot ile anlaşacağını düşünüyoruz.

Modelimizde 2008 yılında 5000 adet ve 2009 yılında 10.000 adet üretim yapılacağını öngördük. Yeni model ile birlikte yılda 108 milyon USD satış geliri bekliyoruz. FAVÖK Marjının %9 seviyesinde oluşmasını öngörüyoruz.

Karsan için satış projeksiyonumuz aşağıdaki tabloda bulunuyor;

Satış Projeksiyonu, adet

| | 2005 | 2006 | 2007T | 2008T | 2009T |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Yurtiçi Satışlar (adet) | 12,777 | 11,923 | 8,550 | 11,500 | 11,000 |
| Karsan J9 | 1,661 | 2,963 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| Peugeot Partner | 11,116 | 8,960 | 5,000 | 5,500 | 4,000 |
| Hyundai HD 35&HD 75 | | | 550 | 2,000 | 2,000 |
| Renault Trucks | | | | 1,000 | 2,000 |
| İhracat (Adet) | 366 | 394 | 7,750 | 15,500 | 49,500 |
| Karsan J9 | 366 | 394 | 2,750 | 4,000 | 4,000 |
| Peugeot Partner | | | 5,000 | 10,000 | 30,000 |
| Renault Trucks | | | | 1,500 | 3,000 |
| Standart Taxi | | | | | 12,500 |
| Muhtemel Yeni Projeler | | | | 5,000 | 10,000 |
| Toplam (adet) | 13,143 | 12,317 | 16,300 | 32,000 | 70,500 |
| Araç Satışları (mn USD) | 171 | 180 | 254 | 563 | 1,236 |
| Endüstriyel Ürün Satışları (mn USD) | 16 | 16 | 28 | 50 | 50 |
| Toplam Satış (mn USD) | 187 | 196 | 282 | 613 | 1,286 |
| Büyüme % | | 5% | 44% | 117% | 110% |

Meksa Yatırım Araştırma & Şirket'in Beklentileri

Karsan için projeksiyonlarımızı Şirket yönetiminin beklentilerini gözönüne alarak gerçekleştirdik. Satış fiyatları olarak Karsan J9 için 20.000USD, Peugeot Partner için 12.830USD, Hyundai Serisi için 19.000USD, Renault Trucks için 54.000USD, Standart Taksi için 20.000USD ve Muhtemel Yeni Modeller için ise 10.130USD satış fiyatları öngördük.

Tahmini Satış Gelirleri

| | 2007T | 2008T | 2009T |
|-----------------------------|------------|------------|--------------|
| Yurtiçi Satış mn USD | 135 | 223 | 257 |
| Karsan J9 | 60 | 60 | 60 |
| Peugeot Partner | 64 | 71 | 51 |
| Hyundai HD 35&HD 75 | 10 | 38 | 38 |
| Renault Trucks | 0 | 54 | 108 |
| İhracat mn USD | 119 | 340 | 978 |
| Karsan J9 | 55 | 80 | 80 |
| Peugeot Partner | 64 | 128 | 385 |
| Renault Trucks | 0 | 81 | 162 |
| Standart Taxi | 0 | 0 | 250 |
| Muhtemel Yeni Projeler | 0 | 51 | 101 |
| Toplam Satış mn USD | 254 | 563 | 1,236 |

Meksa Yatırım Araştırma & Şirket Beklentileri

Karsan için araç satışlarından sağlanan gelirin 2007 yılında 254 milyon USD gelir beklentimizin yanında sözkonusu rakamın yeni projelerle birlikte 2009 yılında 1.236 milyon USD düzeyine ulaşmasını bekliyoruz.

FAVÖK Projeksiyonları

| | 2005 | 2006 | 2007T | 2008T | 2009T |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| FAVÖK Yurtiçi mnUSD | 7.5 | 10.0 | 9.4 | 16.5 | 21.4 |
| Karsan J9 | 4.1 | 7.2 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| Peugeot Partner | 3.4 | 2.8 | 1.5 | 1.7 | 1.2 |
| Hyundai HD 35&HD 75 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 2.1 | 2.1 |
| Renault Trucks | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 5.4 | 10.8 |
| FAVÖK Yurtdışı mnUSD | 0.6 | 0.6 | 5.9 | 21.3 | 63.1 |
| Karsan J9 | 0.6 | 0.6 | 4.4 | 6.4 | 6.4 |
| Peugeot Partner | 0.0 | 0.0 | 1.5 | 3.1 | 9.2 |
| Renault Trucks | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 7.3 | 14.6 |
| Standart Taxi | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 23.8 |
| Muhtemel Yeni Projeler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 4.6 | 9.1 |
| FAVÖK Toplam mn USD | 8.1 | 10.6 | 15.4 | 37.8 | 84.5 |
| FAVÖK Marjı | 4.4% | 5.8% | 6.1% | 6.7% | 6.8% |

Meksa Yatırım Araştırma & Şirket Beklentileri

Aynı şekilde FAVÖK rakamında da 2006 yılında 10.6 milyon USD düzeyinde oluşan rakamın, 2009 yılında **84.5 milyon USD** seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz.

| FAVÖK Marjı Dağılımı | |
|-----------------------------|-------|
| Yurtiçi | |
| Karsan J9 | 12.2% |
| Peugeot Partner | 2.4% |
| Hyundai HD 35&HD 75 | 5.5% |
| Renault Trucks | 10.0% |
| Yurtdışı | |
| Karsan J9 | 8.0% |
| Peugeot Partner | 2.4% |
| Renault Trucks | 9.0% |
| Standart Taxi | 9.5% |
| Muhtemel Yeni Projeler | 9.0% |

Modelimizde dikkate aldığımız FAVÖK Marjı dağılımı yukarıdaki tabloda gösterilmiştir.

DEĞERLEME - İNA MODELİ

- ✓ Değerleme Modelimizde önümüzdeki 3 yıl içerisinde Ortalama Satış Büyümesinin %89 olacağını varsaydık. 2007-2016 yılları arasında ise Yıllık Bileşik Ortalama Satış Büyümesi (CAGR) %25.8 düzeyinde oluşacağını bekliyoruz.
- ✓ FAVÖK Marjının 2007-2016 yılları arasında %6-%7 arasında oluşacağını öngörmekteyiz. FAVÖK Marjının %6.8-%7 arasında yoğunlaşacağını öngörüyoruz.
- ✓ Sonsuz Dönemde Büyümenin %1 ve FAVÖK Marjı'nın %6.8 olacağı öngörülmüştür.
- ✓ Vergi oranı %20 alınmıştır.
- ✓ 2007, 2008 ve 2009 yıllarında sırasıyla 9 mn \$, 15 mn \$ ve 19 mn \$ yatırım yapılacağı öngörülmüştür. Sonraki yıllarda yatırımlar toplam satış gelirlerinin %1'i düzeyinde alınmıştır.
- ✓ Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %8.7 olarak alınmıştır. Risksiz Faiz Getirisi %7.20, Beta Katsayısı 0.76x ve Piyasa Risk Primi %7.2 olarak dikkate alınmıştır. Borç Maliyeti %8'dir.

Tablo: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve İskonto Oranı Hesaplanması

| | |
|---|-------------|
| Özsermaye Maliyetinde dikkate alınan | |
| Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 30 yıllık eurobond) | 7.20% |
| Beta Katsayısı | 0.76 |
| Beklenen Piyasa Getirisi | 14% |
| Risk Primi | 7.2% |
| Özsermaye Maliyeti | 12.70% |
| Özsermaye Ağırlığı | 41% |
| Borç Ağırlığı | 59% |
| Vergi | 20% |
| Borç Maliyeti | 8% |
| Özsermaye Maliyeti | 12.70% |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - WACC | 8.7% |

KARSN İNA ANALİZİ

| (mnUS\$) | 2007T | 2008T | 2009T | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T | 2015T | 2016T |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Satış Gelirleri | 286 | 613 | 1286 | 1415 | 1528 | 1604 | 1684 | 1769 | 1857 | 1950 |
| <i>Büyüme</i> | 46% | 114% | 110% | 10% | 8% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| Brüt Kar | 20 | 49 | 116 | 127 | 137 | 144 | 152 | 159 | 167 | 175 |
| Esas Faaliyet Karı | 3 | 25 | 51 | 57 | 61 | 64 | 51 | 53 | 37 | 35 |
| Amortismanlar | 15 | 17 | 36 | 42 | 46 | 48 | 59 | 65 | 74 | 78 |
| FAVÖK | 17 | 41 | 87 | 99 | 107 | 112 | 109 | 118 | 111 | 113 |
| FAVÖK Marjı | 6.1% | 6.7% | 6.8% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 6.5% | 6.7% | 6.0% | 5.8% |
| Vergi (-) | 3 | 8 | 17 | 20 | 21 | 22 | 22 | 24 | 22 | 23 |
| Sermaye Harcamaları (-) | 9 | 15 | 19 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 19 |
| İşletme Sermayesi Değişimi(-) | -6 | 6 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 19 |
| Serbest Nakit Akışları | 11 | 11 | 38 | 51 | 55 | 58 | 54 | 59 | 52 | 51 |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% |
| Nakit akışlarının Bugünkü Değeri | 10 | 10 | 29 | 36 | 36 | 35 | 30 | 30 | 25 | 22 |
| Bugünkü Değer Toplamı | 264 | | | | | | | | | |
| Sonsuz Dönem Büyümesi | 1% | | | | | | | | | |
| Devam Eden Değer | 355 | | | | | | | | | |
| Net Nakit | -32.05 | | | | | | | | | |
| Finansal Duran Varlıklar | 0 | | | | | | | | | |
| Firma Değeri | 587 | | | | | | | | | |
| Cari Piyasa Değeri | 237 | | | | | | | | | |
| Kazandırma Potansiyeli | 148% | | | | | | | | | |

Kaynak: Meksa Yatırım Araştırma

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizimize göre Karsan için **587 milyon USD** piyasa Değeri belirliyoruz.

F/K Yaklaşımı

Karsan için 2009 yılında 47 milyon USD net kar bekliyoruz. Bu kar rakamına göre f/k çarpanı 5.11x düzeyine geriliyor.

Karsan için üretim ve faaliyet alanlarında kıyaslama yapılması en uygun şirketlerin Anadolu Isuzu (ASUZU) ve Ford Otosan (FROTO) olduğunu düşünüyoruz. Her iki şirketin son 10 çeyrek f/k çarpanı ortalamalarını hesapladık. Buna göre Anadolu Isuzu'nun son 10 çeyrek f/k çarpanı ortalaması 8.74x, Ford Otosan'ın ortalaması ise 8.53x f/k düzeyinde bulunuyor.

| Son 10 Çeyrek F/K ortalaması | |
|--|-------------|
| FROTO | 8.53 |
| ASUZU | 8.74 |
| Ortalama | 8.64 |
| Karsan 2008T Kar, mnUSD | 15 |
| Karsan 2009T Kar, mnUSD | 47 |
| 2008T Kar Beklentisine Göre Hedef mn \$ | 130 |
| 2009T Kar Beklentisine Göre Hedef mn \$ | 406 |
| Hedef Değer, Eşit Ağırlıklı mn \$ | 268 |

Meksa Yatırım, IMKB

Bu verilerden hareketle Karsan için 8.64x fiyat/kazanç çarpanı almayı uygun buluyoruz. 2009 ve 2008 yıllarında beklediğimiz kar rakamlarına 8.64x f/k çarpanı uyguladığımızda ve eşit ağırlık verdiğimizde Karsan için **268 milyon USD** hedef değere ulaşıyoruz.

Karsan Nihai Hedef Değer, milyon USD

| | Hedef Değer | Ağırlık | Ağırlıklı Değer |
|-------------------------------|-------------|---------|-----------------|
| İNA Yöntemine Göre | 587 | 50% | 293.5 |
| F/K Yaklaşımına Göre | 268 | 50% | 134 |
| Nihai Hedef Değer | | | 427.5 |
| Cari Piyasa Değeri | | | 237.2 |
| Kazandırma Potansiyeli | | | 80% |

Meksa Yatırım Araştırma

Karsan için nihai hedef değer çalışmamız yukarıdaki tabloda bulunuyor. İNA Analizi ve F/K çarpanı yaklaşımlarına eşit ağırlık vererek ulaştığımız hedef değerimiz **Karsan için 427.5 milyon USD seviyesinde bulunuyor. Buna göre Karsan için %80 yükselme potansiyeli bekliyoruz.**

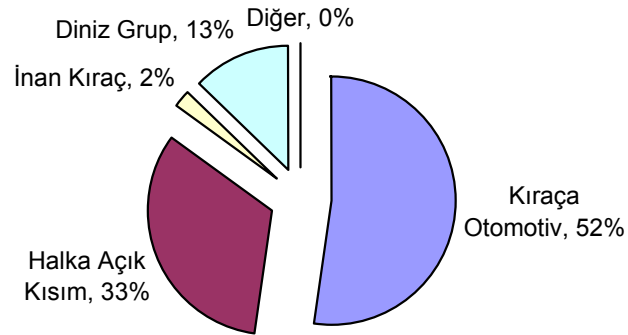
ŞİRKET BİLGİLERİ

Türkiye'de ticari araç üretimi alanında faaliyet gösteren Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. (KARSAN) 1966'da Bursa'da kurulmuş, 1979 yılından itibaren Koç Grubu bünyesine girmiş, 1998 yılında İnan Kıraç'ın çoğunluk hisselerini almasıyla birlikte Kıraç Şirketler Topluluğu'na dahil olmuştur.

Karsan, Peugeot'nun lisansı altında Peugeot Partner minivan, kombivan ve otomobil ile Karsan marka J9 minibüs ve midibüs, modellerinin üretimini yapmaktadır. Bunun yanı sıra ambulans, taksi, gezici karakol, 4x4 gibi özel araçları da üretilmektedir.

Karsan, hafif ticari araç pazarındaki potansiyeli değerlendirmek ve teknolojisini yenilemek için toplam bütçesi 70 milyon USD olan Akçalar'daki yeni fabrikasının yatırımına 1998 yılında başlamış ve 1999 yılının Ekim ayından itibaren bu yeni tesislerde üretime geçmiştir. Üretim kapasitesini iki vardiyada yıllık 25.000 adede çıkartan yatırımın önemli bölümü özkaynaklar kullanılarak tamamlanmıştır. 2001 yılında ise yaklaşık 2 milyon USD ilave yatırım ile boyahane kapasitesi iki vardiyada 40.000 araca çıkartılmıştır. Böylece, talep halinde diğer üretim birimlerine yapılacak minör ilave yatırımla fabrika kapasitesi iki vardiyada 25.000 adetten 40.000 adede kolaylıkla çıkartılabilecektir.

Karsan Ortaklık Yapısı



| (Milyon YTL) | 2007/03 | 2006/03 | Değ% | 4Ç06 | 3Ç06 | Değ% | 2006/12 | Değ% |
|--------------------|-------------|-------------|-----------|-------------|------------|--------------|--------------|-----------|
| Satışlar | 29.5 | 47.8 | -38% | 50.4 | 97.5 | -48% | 274.8 | 10% |
| Brüt Satış Karı | 2.6 | 2.8 | -7% | 4.8 | 6.0 | -20% | 19.4 | 296% |
| Esas Faaliyet Karı | -1.2 | -0.5 | -- | -0.8 | 2.0 | -139% | 2.9 | -- |
| Finansman Gideri | 4.0 | 3.6 | 10% | 0.9 | -2.7 | -- | 24.9 | 308% |
| Net Kar | -9.3 | -6.9 | -- | -5.2 | 3.6 | -242% | -31.9 | -- |
| FAVÖK | 2.07 | 2.71 | -23% | 2.52 | 5.27 | -52% | 15.94 | -- |
| Net Borç | 44.24 | 79.45 | -44% | 0.06 | -14.99 | -- | 77.52 | -16% |
| Özsermaye | 97.21 | 61.56 | 58% | -5.16 | 3.63 | -242% | 46.89 | -19% |

| | 2007/03 | 2006/03 | 4Ç06 | 3Ç06 | 2006/12 | 2005/12 |
|---------------------|---------|---------|--------|------|---------|---------|
| Brüt Kar Marjı | 8.9% | 5.9% | 9.6% | 6.2% | 7.1% | 2.0% |
| Esas Faaliyet Marjı | -4.0% | -1.0% | -1.5% | 2.0% | 1.1% | -5.7% |
| FAVÖK Marjı | 7.0% | 5.7% | 5.0% | 5.4% | 5.8% | -1.0% |
| Net Kar Marjı | -31.5% | -14.5% | -10.2% | 3.7% | -11.6% | -18.7% |

Kaynak: İMKB

FİNANSAL GÖRÜNÜM

Karsan 2007 yılı 1Ç döneminde 9.3 milyon YTL zarar açıkladı. Şirket'in satış gelirleri geçen yıl aynı döneme göre %38 gerileyerek 29.5 milyon YTL düzeyinde gerçekleşti. Bununla birlikte Esas Faaliyetlerinden 1.2 milyon YTL zarar elde etti.

FAVÖK rakamı da aynı dönemde %23 gerileyerek 2 milyon YTL düzeyinde oluştu.

Karsan'ın zarar etmesindeki temel etkenler arasında kapasitesini tamamen kullanamaması ve buna bağlı olarak çalışmayan kısım giderleri gösterilebilir. Diğer yandan şirket'in yüksek borçları nedeniyle sürekli faiz giderleri ve kur farkı giderlerine maruz kalmasını da gösterebiliriz.

Karsan'ın 2007 1Ç dönemi itibari ile 97.2 milyon YTL Özsermaye Büyüklüğü ve 166.3 milyon YTL Toplam Aktifleri bulunuyor. Şirket'in 42.5 milyon YTL uzun vadeli Finansal Borçları mevcut.

Karsan'ın satışları 2002-2006 yılları arasında ortalama %25 oranında büyüme gösterdi. 2007-2009 döneminde satışların ortalama %89, 2007-2017 yılları arasında ise ortalama %25.8 büyümesini bekliyoruz.

Şirket'in FAVÖK Marjı 2000-2006 yılları arasında ortalama %7.3 düzeyinde oluştu. Gelecek dönemlerde de %6 ile %7 arasında dalgalanmasını ancak yoğunluklu olarak %6.8-%7 seviyelerinde seyretmesini öngörüyoruz.

| Milyon YTL | 2006/12 | 2005/12 | 2006/03 | 2007/03 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dönen Varlıklar | 45.8 | 55.8 | 58.1 | 69.7 |
| Hazır Değerler | 0.5 | 0.2 | 6.9 | 1.1 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Hesabı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 16.2 | 23.0 | 22.4 | 26.4 |
| Stoklar | 26.8 | 26.4 | 25.3 | 39.4 |
| Duran Varlıklar | 97.2 | 107.1 | 104.7 | 96.6 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Finansal Duran Varlıklar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Maddi Duran Varlıklar | 87.5 | 97.6 | 95.9 | 86.2 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 9.4 | 8.8 | 8.4 | 9.0 |
| Diğer Duran Varlıklar | 0.3 | 0.7 | 0.4 | 1.4 |
| Ana Ortaklık Dışı Paylar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM AKTİFLER | 143.1 | 162.9 | 162.8 | 166.3 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 26.8 | 30.6 | 33.7 | 24.9 |
| Finansal Borçlar | 0.0 | 5.9 | 1.6 | 0.0 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları | 10.0 | 12.8 | 18.2 | 2.8 |
| Diğer Finansal Yükümlülükler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ticari Borçlar | 10.5 | 7.7 | 7.3 | 9.7 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 69.4 | 74.4 | 67.6 | 44.2 |
| Finansal Borçlar | 68.0 | 73.4 | 66.3 | 42.5 |
| Ticari Borçlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Borç ve Gider Karşılıkları | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.7 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ana Ortaklık Dışı Özsermaye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ÖZ SERMAYE | 46.9 | 57.8 | 61.6 | 97.2 |
| Sermaye | 40.0 | 19.2 | 19.2 | 40.0 |
| Sermaye Yedekleri | 93.5 | 93.4 | 104.0 | 153.1 |
| Emisyon Primi | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Dönem Karı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dönem Zararı (-) | 31.9 | 47.0 | 6.9 | 9.3 |
| Geçmiş Yıl Karları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Geçmiş Yıl Zararları (-) | 63.5 | 16.5 | 63.5 | 95.4 |
| Yabancı Para Çevrim Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Özsermaye Enf. Düz. Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM PASİFLER | 143.1 | 162.9 | 162.8 | 166.3 |
| SATIŞ GELİRLERİ | 274.8 | 250.9 | 47.8 | 29.5 |
| Satışların Maliyeti (-) | 255.4 | 246.0 | 45.0 | 26.8 |
| Hizmet Giderleri (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı | 19.4 | 4.9 | 2.8 | 2.6 |
| Faaliyet Giderleri (-) | 16.5 | 19.3 | 3.3 | 3.8 |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 2.9 | -14.4 | -0.5 | -1.2 |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar | 9.4 | 3.5 | 2.8 | 1.6 |
| Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-) | 19.3 | 18.6 | 5.7 | 5.7 |
| Finansman Giderleri (-) | 24.9 | 6.1 | 3.6 | 4.0 |
| Faaliyet Karı veya Zararı | -31.9 | -35.6 | -6.9 | -9.3 |
| Olağanüstü Gelirler ve Karlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Parasal Pozisyon Karı / Zararı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar | -31.9 | -35.6 | -6.9 | -9.3 |
| Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-) | 0.0 | 11.4 | 0.0 | 0.0 |
| NET DÖNEM KARI/ZARARI | -31.9 | -47.0 | -6.9 | -9.3 |

| Milyon USD | 2006/12 | 2005/12 | 2006/03 | 2007/03 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dönen Varlıklar | 32.6 | 41.6 | 43.3 | 50.5 |
| Hazır Değerler | 0.4 | 0.2 | 5.2 | 0.8 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Hesabı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 11.5 | 17.2 | 16.7 | 19.1 |
| Stoklar | 19.1 | 19.7 | 18.8 | 28.5 |
| Duran Varlıklar | 69.2 | 79.8 | 78.0 | 70.0 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Finansal Duran Varlıklar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Maddi Duran Varlıklar | 62.2 | 72.8 | 71.5 | 62.5 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 6.7 | 6.5 | 6.3 | 6.5 |
| Diğer Duran Varlıklar | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 1.0 |
| Ana Ortaklık Dışı Paylar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM AKTİFLER | 101.8 | 121.4 | 121.3 | 120.5 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 19.0 | 22.8 | 25.1 | 18.0 |
| Finansal Borçlar | 0.0 | 4.4 | 1.2 | 0.0 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları | 7.1 | 9.6 | 13.6 | 2.0 |
| Diğer Finansal Yükümlülükler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ticari Borçlar | 7.4 | 5.8 | 5.5 | 7.0 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 49.4 | 55.5 | 50.4 | 32.0 |
| Finansal Borçlar | 48.4 | 54.7 | 49.4 | 30.8 |
| Ticari Borçlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Borç ve Gider Karşılıkları | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 1.2 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ana Ortaklık Dışı Özsermaye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ÖZ SERMAYE | 33.4 | 43.1 | 45.9 | 70.4 |
| Sermaye | 28.5 | 14.3 | 14.3 | 29.0 |
| Sermaye Yedekleri | 66.5 | 69.6 | 77.5 | 110.9 |
| Emisyon Primi | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Dönem Karı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dönem Zararı (-) | 22.7 | 35.0 | 5.2 | 6.7 |
| Geçmiş Yıl Karları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Geçmiş Yıl Zararları (-) | 45.2 | 12.3 | 47.4 | 69.1 |
| Yabancı Para Çevrim Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Özsermaye Enf. Düz. Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM PASİFLER | 101.8 | 121.4 | 121.3 | 120.5 |
| SATIŞ GELİRLERİ | 191.9 | 187.1 | 36.1 | 21.0 |
| Satışların Maliyeti (-) | 178.4 | 183.5 | 34.0 | 19.1 |
| Hizmet Giderleri (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı | 13.5 | 3.6 | 2.1 | 1.9 |
| Faaliyet Giderleri (-) | 11.5 | 14.4 | 2.5 | 2.7 |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 2.0 | -10.7 | -0.4 | -0.8 |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar | 6.6 | 2.6 | 2.1 | 1.1 |
| Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-) | 13.5 | 13.8 | 4.3 | 4.1 |
| Finansman Giderleri (-) | 17.4 | 4.5 | 2.7 | 2.8 |
| Faaliyet Karı veya Zararı | -22.2 | -26.5 | -5.2 | -6.6 |
| Olağanüstü Gelirler ve Karlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Parasal Pozisyon Karı / Zararı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar | -22.2 | -26.5 | -5.2 | -6.6 |
| Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-) | 0.0 | 8.5 | 0.0 | 0.0 |
| NET DÖNEM KARI/ZARARI | -22.2 | -35.0 | -5.2 | -6.6 |

Satış & Pazarlama

Mehmet AYSOY, Genel Müdür Yardımcısı 90 (212) 344 10 12 maysoy@meksa.com

Figen ÖZAVCI, Yurtiçi Satış Müdürü 90 (212) 344 10 37 fozavci@meksa.com

Baran ERBEN, Pazarlama & Dealing 90 (212) 344 10 16 berben@meksa.com

Araştırma Departmanı

Tuncay TURŞUCU, Araştırma Müdürü 90 (212) 344 11 11 ext: 4038 tuncayt@meksa.com

Türev ve Vadeli İşlemler Piyasaları

Tolga ODOĞLU, Türev Piyasası Müdürü 90 (212) 344 10 62 todoglu@meksa.com

Serhat LATİFOĞLU, Vadeli İşlemler Piyasası Müdürü 90 (212) 344 10 64 slatifoglu@meksa.com

UYARI

“Burada 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.”

Bu rapordaki bilgiler, Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü’nce güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiştir. Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş., söz konusu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden veya diğer nedenlerden dolayı bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlardan dolayı hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Yalnızca bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu doküman, bilgilendirme olarak yorumlanmalıdır.