

STRATEJİ

BOLU ÇİMENTO (BOLUC.IS)

26 ŞUBAT 2003

Sektör	: Çimento	Halka Açıklık	: %50
Fiyat	: 2,500 TL	ISE-100	: 11,273
Piyasa Değeri	: \$ 71 milyon	US\$/TL	: 1,620,257
Hisse Adedi	: 46,179,210 lot	Getiri* - ISE-100	: %10.5
Hedef Değer	: \$ 90 milyon	Getiri* - BOLUC	: %15.6

*Yılbaşından bu güne kadar US\$

Yurt İçine Bağımlılık En Büyük Risk ...

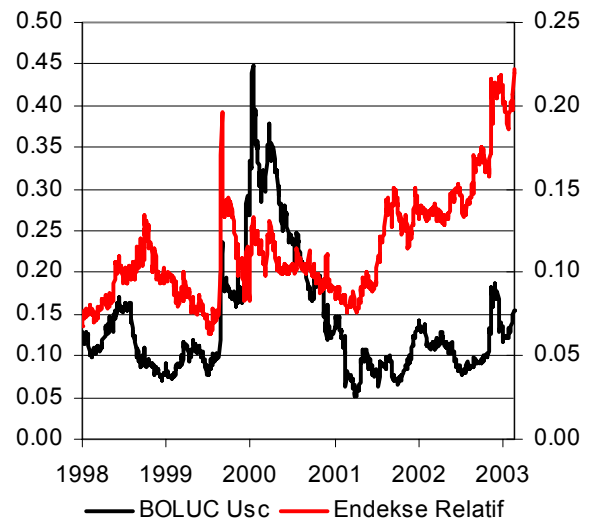
2002 yılında Bolu Çimento'nun klinker ve hazır beton satışları 2001 yılına göre sırasıyla %69.5 ve %16.9 oranında artarken, çimento satışları aynı dönemde %2.7 daralma kaydetmiştir.

Bolu Çimento, limana olan uzaklığı nedeniyle faaliyetlerinin büyük bölümünü iç piyasaya yönelik gerçekleştirmektedir. Bu nedenle de iç piyasada yaşanan dalgalanmalar Şirket'in satışlarına direkt olarak yansımaktadır. Deprem sonrası kalıcı konut inşaatlarının yapımı aşamasında başta hazır beton olmak üzere satışlarını ton bazında arttıran Bolu Çimento, 2000 yılından sonra hem kalıcı konutların büyük kısmının tamamlanması hem de yaşanan ekonomik krizler nedeniyle bu satış performansını devam ettirememiştir. Ancak deprem sonrası oluşan bilinçlenme Şirket'in hazır beton satışlarını olumlu yönde etkilemeye devam etmektedir.

Şirket 2003 yılında ihracat yapmak amacıyla yeni pazarlar arayışına girmiştir. İlk etapta Amerika ve İngiltere'ye ihracat yapılması planlanmış ve 2003 yılı sonunda toplam çimento satışlarının %6'sının bu ülkelere gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Planlanan ihracat miktarının henüz, Şirket'in toplam ciroyu içerisinde çok ufak bir paya sahip olmasına rağmen, ileriki yıllarda yeterli satış miktarına ve karlılığa ulaşıldığı takdirde, Bolu Çimento'nun iç pazara olan bağımlılığını azaltacak olması nedeniyle olumlu karşıyoruz.

Şirket 2002 yılında satış gelirlerini %20 oranında arttırarak net toplam USD62.8 milyon ciro elde etmiştir. 2002 yılında satış fiyatlarının 2001 yılının bir miktar üzerinde olması, gelirlerindeki artışın miktarsal artışın üzerinde gerçekleşmesine sebep olmuştur.

(Milyon US\$)	2002	2001	Değişim
Net Satışlar	62.8	52.3	20.2%
Brüt Kar	24.8	17.4	42.7%
E. Faaliyet Karı	15.6	9.7	60.3%
FVAÖK	19.9	16.0	24.2%
Net Kar	14.1	13.8	2.7%
Hazır Değerler+MK	21.6	23.1	-6.4%
Kısa Vadeli Borç	1.5	1.2	17.0%
Uzun Vadeli Borç	1.9	2.6	-29.2%
Ticari Alacaklar	12.4	8.0	55.4%
Ticari Borçlar	6.3	4.0	58.6%
Stoklar	6.5	7.0	-7.2%
Özkaynaklar	57.6	46.1	24.9%
US\$/TL ort.	1,513,961	1,234,537	
US\$/TL dön.-sonu	1,647,654	1,446,510	



2002 yılında amortismandan arındırılmış satılan malın maliyetinin net satışlar içindeki payı yaklaşık 1.5 puan azalarak %54.6 olarak gerçekleşti; buna paralel olarak amortisman hariç brüt kar marjı %43.9'dan %45.4'e yükseldi. Brüt kar marjındaki bu artışın Şirket'in maliyetlerini kontrol altında tutmak için gerçekleştirdiği modernizasyon yatırımları ve fiyatların bir miktar artmasıyla sağlandığı kanısındayız.

Sonuç olarak, azalan üretim maliyetleriyle birlikte faaliyet giderlerinin net satışlar içindeki payının değişmeyişi operasyonel kârlılığın önemli bir göstergesi olan FVAÖK marjının 2001 yılındaki %30.6 seviyesinden %31.6'ya çıkmasını sağlamıştır. Dolar bazında FVAÖK ise \$16 milyon'dan \$19.9 milyon'a çıkmıştır.

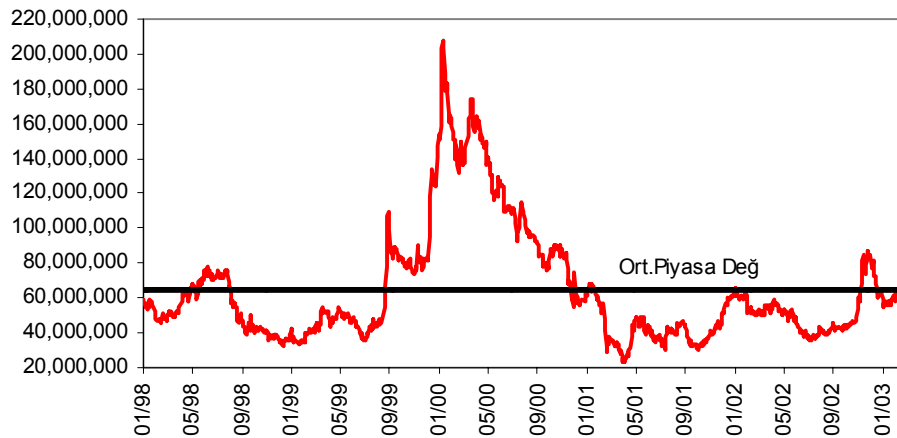
Hazır değerler ve faaliyet dışı gelirler... 2002 yılı sonu itibariyle, Bolu Çimento'nun kasa, banka ve menkul kıymet portföyü büyüklüğü 35.4 trilyon TL civarındadır. Bu tutarın 12.1 trilyon TL'si bankalarda (tamamı yabancı para cinsinden) yer alırken, 23.3 trilyon TL'si ise devlet iç borçlanma kağıtlarından oluşmaktadır. 2002 sonunda elde edilen faaliyet dışı gelirin çoğunluğu da bu doğrultuda faiz gelirinden kaynaklanmıştır. Sonuç olarak, Bolu çimento likit durumuna bağlı olarak yıl sonunda 25.7 trilyon TL civarında faaliyet dışı kâr elde etmiştir.

Finansal borç ve giderler... Şirket, yatırım teşvik belgesi kapsamındaki yatırımların finansmanında kullanılan kredilerin tamamlanan yatırımlarla ilgili kur farkları ve faiz giderlerini aktifleştirmeden doğrudan finansman giderlerine kaydetmiştir. Devam eden yatırımların finansmanında kullanılan kredilerin kur farkı ve faizleri ise yatırımın maliyetinde aktifleştirilmiştir. Bu doğrultuda, Şirket Bolu hazır beton tesisi ile mıcır kırma tesisi yatırımları ve 154 KW salt tesisi yatırımlarının finansmanında kullanılmak üzere 2000 yılının Ocak ayında sağladığı uzun vadeli EURO 5,000,000'lük krediden (2 yıl geri ödemesiz dönem + 5 yıl vade) yıl boyunca 2.7 trilyon TL kur farkı gideri kaydetmiştir. Bu tutarın finansman gideri olarak yazılmasıyla birlikte finansman giderleri 2002 yılında USD0.02 mln'dan USD 2.3 mln'a çıkmıştır.

2002 yılında Bolu Çimento faaliyet kârlılığındaki artışa ve nakit zengini olması nedeni ile elde edilen faaliyet dışı gelirlere bağlı olarak vergi öncesi kârını \$20.2 milyon'dan \$21.2 milyona yükseltmiştir. Efektif vergi oranının %33 olarak gerçekleşmesi ile vergi sonrası net kâr \$13.8 milyon'dan \$14.1 milyon'a yükselmiştir.

IMKB Performansı... Bolu Çimento 1998 yılından bugüne Düzeltilmiş Firma Değeri/Klinker Üretimi oranına göre sektör ortalamasının %55 altında işlem görürken, kendi tarihi verilerine göre yalnızca %2 iskonto taşımaktadır. Şirket'in kendi tarihi verilerine göre düşük bir iskonto taşımasının sebebi yılbaşından buyana piyasa değerinin sektörün üstünde bir artış kaydetmesidir. Şirket'in halihazırdaki piyasa değeri USD71 mln olup, 1998 yılından bugüne ortalama piyasa değerine göre %10 primli işlem görmektedir. Kısa vadede Şirket'in hedef piyasa değerine ulaştığını kanısındayız; Ancak orta ve uzun vadede Bolu Çimento'nun sektör ortalamalarına göre taşıdığı iskontoyu kapatabileceğini düşünüyoruz. Şirket için "TUT" tavsiyesinde bulunuyoruz.

Bolu Çimento Piyasa Değeri



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.