

16 Şubat 2002

Piyasa Değeri : 65 mln US\$

Sektör...

Çimento sektörü inşaat faaliyetlerinin ekonomik aktivite ile olan güçlü bağı nedeni ile 2001 yılında da daralmaya devam etti.

2001 yılının mevcut 9 aylık verilerine göre çimento sektörü Türkiye toplamındaki daralma üretimde %9,31'e, iç satışta ise %10,52'ye ulaştı. İç satışta bölgelere göre dağılım incelendiğinde, %20,15 ile en büyük daralmanın Karadeniz'de olduğu gözlenmektedir. Marmara, Ege, ve Doğu Anadolu bölgelerinde daralma %9-10 civarında gerçekleşirken, Akdeniz'deki daralma %2,81 ile sınırlı kalmıştır. İlk 9 ayda 4 milyon ton civarındaki çimento ihracatında Marmara, Ege ve Akdeniz Bölgeleri sırası ile %41, %30 ve %28 pay almışlardır.

Sonuç olarak 2001 yılı ilk 9 ayında toplam üretim %9,31 düşüş ile 24,2 milyon ton, iç satışlar %10,52 düşüş ile 20,5 milyon ton ve ihracat %12,50 artış ile 4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, Karadeniz bölgesinde ise üretim %22,83 düşüş ile 2,7 milyon ton, iç satışlar %20,15 düşüş ile 2,6 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

Şirket...

1968 yılında 495,000 ton/yıl üretim kapasitesi ile kurulan Bolu Çimento, Nisan 1987'de özelleştirilmiştir. Bolu Çimento'nun %51'lik payı Ordu Yardımlaşma Kurumu'na aittir.

Karadeniz Bölgesi Çimento Üreticileri

Şirket	Grup	Çimento Kapasitesi	Bölgedeki Payı (%)	Türkiyedeki Payı (%)	Klinker Kapasitesi	Bölgedeki Payı (%)	Türkiyedeki Payı (%)
Bolu	Oyak	2,700,000	53%	4%	1,400,000	58%	4%
Ünye	Oyak	1,052,000	21%	2%	600,000	25%	2%
Çorum	Yibitaş-Lafarge	500,000	10%	1%	400,000	17%	1%
Samsun	Yibitaş-Lafarge	500,000	10%	1%	Üretilmiyor	0%	0%
Ereğli	Lafarge	350,000	7%	1%	Üretilmiyor	0%	0%
Toplam		5,102,000	100%	9%	2,400,000	100%	7%

2001 yılı itibarıyla Karadeniz Bölgesi'nin en büyük çimento üreticisi olan Bolu Çimento'nun yıllık çimento üretim kapasitesi 2,700,000 ton/yıl, klinker üretim kapasitesi ise 1,400,000 ton/yıl'dır. Şirket'in Ankara, Adapazarı, Düzce, İstanbul, Samandıra ve İzmit bölgelerinde altı adet hazır beton tesisi ve Ankara'da bir adet öğütme ve paketleme tesisi bulunmaktadır. Şirket Elazığ-Altınova Çimento'ya %18 oranında iştirak etmektedir.

Satışlar... Deprem konutları yapının tamamlanma ve durma noktasına gelmesi nedeniyle 2001 yılında Bolu Çimento'nun çimento ve hazır beton satışları, sırasıyla %25.4 ve %25.8 düşerek 1,138,457 ton ve 683,986 m³e geriledi.

2000 yılında Karadeniz Bölgesi satışlarının %34'ünü gerçekleştiren Bolu Çimento bu yılın ilk 9 ayında da Bölge'nin satışlarının %35.2'sini gerçekleştirerek pazar payını korumuştur. Biz yılın tamamında da Şirket'in bölgedeki pazar payını %35 seviyesinde tuttuğunu tahmin ediyoruz.

(milyon \$)	2001	2000	Değişim
Net satışlar	52.3	79.2	-%34.0
Çimento Satış (ton)	1,138,457	1,526,235	-%25.4
Hazır Beton Satış (ton)	683,986	921,710	-%25.8

Ton bazında satışların gerilemesine ek olarak, ihracat olanaklarını son derece kısıtlı olduğu Karadeniz bölgesinde rekabetin fiyatlar üzerinde baskı yapması nedeniyle Bolu Çimento'nun net satış gelirleri geçen yıla oranla %34 daralarak \$52.3 milyon olarak gerçekleşmiştir.

2001 Yılı Sonuçları

Üretim Maliyeti... 2001 yılında amortismandan arındırılmış satılan malın maliyetinin net satışlar içindeki payı yaklaşık 13 puan azalarak %56 olarak gerçekleşti; buna paralel olarak amortisman hariç brüt kar marjı %31.2'den %43.9'a yükseldi. Satılan malın maliyetinde yaşanan bu düşüşte devalüasyon sonrası TL bazında olan maliyetlerdeki artışın devalüasyonun gerisinde kalması etkili olmuştur. Geçici olan bu durum 2001 yılı boyunca bir çok çimento şirketinin maliyetlerini aşağı çekmesine neden olmuştu. Brüt kâr marjında yakalanan bu gelişme 2002 yılı içerisinde ise aynı etkinin TL'nin özellikle ilk aylarda değer kazanmaya başlamasıyla azalacağını düşünmekteyiz.

Faaliyet Giderleri... 2001 yılında faaliyet giderleri USD12.2 milyon'dan USD7.7 milyon'a gerilemiştir. Bu dönemde faaliyet giderlerinin net satışlar içindeki payı pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin %53 azalmasıyla

beraber %15.4'ten %14.7'ye düşmüştür. Şirketin personel sayısında önemli bir değişiklik olmamıştır.

Operasyonel Kârlılık... Operasyonel kârlılığın bir göstergesi olan Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kârı 2001 yılında yukarıda bahsettiğimiz üzere çoğunlukla üretim ve kısmen faaliyet giderlerinde elde edilen avantajlar ile USD13.2 milyon'dan USD16 milyon'a yükselmiştir. Bu doğrultuda FVAÖK marjı da 14 puanlık bir artış göstermiştir.

Hazır değerler ve faaliyet dışı gelirler... 2001 yılı sonu itibariyle, Bolu Çimento'nun kasa, banka ve menkul kıymet portföyü büyüklüğü 33.3 trilyon TL civarındadır. Bu tutarın 16 trilyon TL'ye yakın bir kısmı kasa, bankada yer alırken, 17.4 trilyon TL'si ise devlet iç borçlanma kağıtlarından oluşmaktadır. 2001 yılında Şirket ilk 9 ayda \$5 milyon civarında seyreden ve son çeyrekte \$8 milyon'a yükselen döviz pozisyonu ile kur farkı geliri elde etmiştir. Şirketin Menkul Kıymet portföyü ise çoğunlukla TL Devlet Tahvilinden oluşmaktadır. 2001 sonunda elde edilen faaliyet dışı gelirin çoğunluğu da bu doğrultuda faiz gelirinden kaynaklanmıştır. Sonuç olarak, Bolu çimento likit durumuna bağlı olarak yıl sonunda 11,6 trilyon TL civarında faaliyet dışı kâr elde etmiştir.

Finansal borç ve giderler... Şirket Bolu hazır beton tesisi ile mıcır kırma tesisi yatırımları ve 154 KW salt tesisi yatırımlarının finansmanında kullanılmak üzere 2000 yılının Ocak ayında EURO5,000,000 uzun vadeli (2 yıl geri ödemesiz dönem + 5 yıl vade) Bu borca bağlı olarak Şirket 2001 yılı boyunca 2,7 trilyon TL civarında kur farkı gideri kaydetmiştir. Bu tutarın sabit varlıkların maliyetine eklenmesi suretiyle aktifleştirilmesi sayesinde Şirket finansman gideri sadece 27,512 milyon TL olarak kaydetmiştir (25,687 kur farkından, 1,832 faiz giderinden).

Kârlılık... 2001 yılında Bolu Çimento maliyetlerde yaşanan avantaja ve nakit zengini olması nedeni ile elde edilen faaliyet dışı gelirlerdeki artışa bağlı olarak vergi öncesi kârını \$8.7 milyon'dan \$20.2 milyona yükseltmiştir. Efektif vergi oranının %32 olarak gerçekleşmesi ile vergi sonrası net kâr \$5.7 milyon'dan \$13.8 milyon'a yükselmiştir.

Beklentiler... Çimento sektörü yapısal özelliğinden ötürü ekonomik gelişmelere yaklaşık altı ay gecikmeyle cevap vermektedir. 2002 yılında ekonomik canlanmanın yılın 3. çeyreğinde yakalanacağı tahmini ile çimento sektörünün 2002 yılında da beklenen hareketlenmeyi gerçekleştiremeyeceğini düşünüyoruz. 2002 yılı bütçesinde kamu yatırımlarına ayrılan payın sınırlı olması beklentimizi desteklemektedir.

Sektördeki bu karamsar tabloya karşın Şirket yetkilileri 2002 yılında çimento satışlarını 2001 yılına göre %23 arttırarak 1,404,000 ton/yıl, hazır beton satışlarını ise %8 arttırarak 737,000 m³ olarak gerçekleştirmeyi hedeflemektedir.

(milyon \$)	2001/12	2000/12	Değişim
Satılan Malın Maliyeti	34.9	61.1	-42.9%
- Amortisman	5.6	6.6	-15.8%
Net Satılan Malın Maliyeti	29.3	54	-46.2%
Net Satışlar	52.3	79	-34.0%
NSMM/ Net Satışlar	56.1%	68.8%	-18.5%
Amortisman Hariç Brüt Kar Marjı	43.9%	31.2%	40.8%

Faaliyet Giderleri (milyon \$)	2001/12	2000/12
Faaliyet Giderleri	7.7	12.2
Net Satışlar içindeki payı (%)	14.7%	15.4%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.	3.10	6.61
Genel Yönetim Giderleri	4.56	5.62
-Kidem tazminatı	0.73	0.75
Net Genel Giderler	3.83	4.87

(milyon \$)	2001/12	2000/12	Değişim
Faaliyet Gelirleri	9.7	5.9	66.0%
+Amortisman	5.6	6.6	-15.8%
+Kidem Tazminatı	0.73	0.75	-2.2%
FVAÖK	16.0	13.2	21.2%
Net Satışlar	52.26	79	-34.0%
FVAÖK Marjı	31%	17%	83.7%

2001 Yılı Sonuçları

Biz söz konusu satış hedeflerini iyimser bularak, Şirket'in 2002 yılında 1,252,303 ton çimento ve 683,986 m³ hazır beton satışı gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz.

Buna bağlı olarak Bolu Çimento için net satış geliri ve net kar tahminimiz sırasıyla 57 milyon USD ve 13,4 milyon USD.

İMKB Performansı...

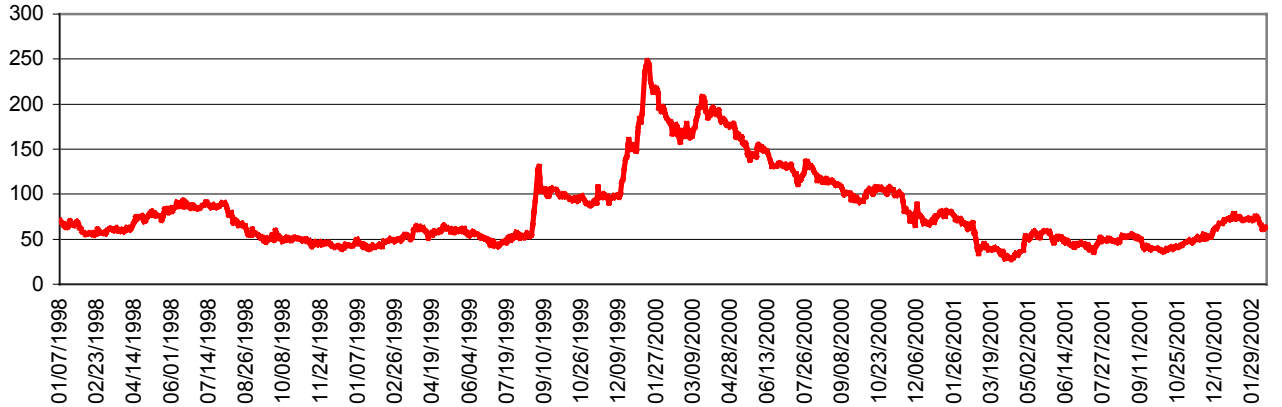
	Piyasa Değeri	Fiyat/Satış	Firma Değeri/Satış	FD/Klinkler Üretimi	FD/Çimento Üretimi	FD/FVAÖK	Fiyat/Kazanç
2001-bugün min	27.7	0.53	0.14	6.09	5.65	0.46	2.02
2001-bugün max	81.6	1.56	1.17	50.72	47.13	3.82	5.93
2001-bugün ortalama	52.8	1.00	0.59	26.39	24.31	1.95	3.85
14 ŞUBAT 2002 ortalama değere göre iskonto	64.6	1.13	0.61	31.78	27.96	2.08	4.80
iskonto (2001-bugün)	-18%	-12%	-3%	-17%	-13%	-7%	-20%
max değerlere göre iskonto							
iskonto (2001-bugün)	26%	38%	91%	60%	69%	83%	23%

Şirket'in 14 Şubat 2002 itibariyle \$64.6 milyon olan piyasa değeri 2001 yılı \$52.8 milyon ortalama değerinden %18 daha primli; en yüksek değerine göre ise %26 iskontolu gözükmektedir. Şirket'in 2001 yılı sonunda, sektörün genelinden daha büyük bir kar artışı açıklaması Şirketin piyasa değerini ortalama değerinin üzerine çıkarmıştır, ancak hala 2000 yılı sonu piyasa değerinin oldukça altındadır.

2001 yılında en yüksek 1.56x Fiyat/Satış değerini yakalayan Bolu Çimento en düşük 0.53x Fiyat/Satış ve ortalama 1.00 Fiyat/Satış rasyolarına ulaşmıştır. Şirketin halihazırda 1.13x olan Fiyat/Satış oranı 2001 yılı ortalama %12 primlidir.

2001 yılından bugüne ortalama Fiyat/Kazanç oranına göre %20, Firma Değeri/Satış çarpanına oranla %3, FD/Klinker Üretimi çarpanına oranla %17, FD/Çimento Üretimi çarpanına oranla %13 ve FD/ FVAÖK'a göre %7 primlidir.

Bolu Çimento 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.

2002 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.