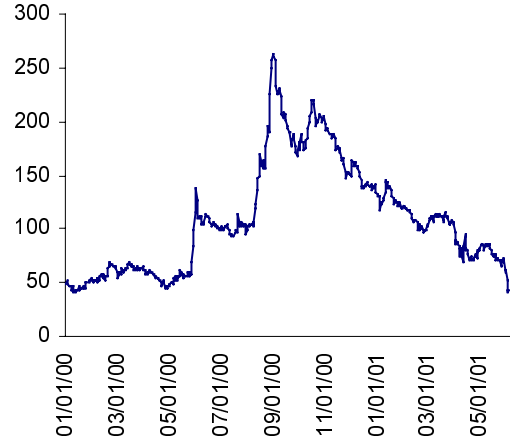


BOLU ÇİMENTO (BOLUC.IS)**Çimento****01 Mart 2000****Yatırım Düşüncesi: Olumsuz**
Piyasa Değeri : 44.2 mln\$

Karadeniz Bölgesi'nin en büyük çimento üreticisi olan Bolu Çimento'nun yıllık çimento üretim kapasitesi 2,700,000 ton/yıl, klinker üretim kapasitesi ise 1,350,000 ton/yıl'dır. Şirket, Ankara, Adapazarı, Düzce, İstanbul Samandıra ve Saraybahçe'de kurulu bulunan 7 adet hazır beton üretim tesisine sahiptir. Ayrıca Şirket'in Ankara'da bir adet öğütme ve paketleme tesisi bulunmaktadır.

Bolu Çimento'nun %51 payı, Ünye ve Adana Çimento'nun da çoğunluk ortağı olan Ordu Yardımlaşma Kurumu'na aittir. 1968 yılında 495,000 ton/yıl üretim kapasitesi ile kurulan Bolu Çimento, Nisan 1987'de özelleştirilmiştir.

Bolu Çimento 2000 yılının ilk 9 ayında gerçekleştirdiği 1,137,080 ton çimento satışıyla Karadeniz Bölgesi'nde %34 pazar payı ile liderdir. **Şirket'in bölgedeki en büyük rakibi Ünye Çimento'dur.** Aynı dönemde Ünye Çimento'nun çimento satışı 720,574 ton/yıl olarak gerçekleşirken iki üreticinin toplam satışları, Karadeniz Bölgesi'ndeki çimento satışının %56'sını oluşturmaktadır.

Bolu Çimento Piyasa Değeri (Mln \$)**Sektörde Durum...**

17 Ağustos'ta yaşanan depremin ardından yayımlanan Yapı Denetimi Hakkındaki Kanun Hükmündeki Kararname ile, 27 ilde yapı ruhsat izinlerinin 10 Temmuz'a kadar durdurulması çimento sektörünü olumsuz etkilemiştir. Devlet İstatistik Enstitüsü verilerine göre **2000 yılının ilk 9 ayında, 1999 yılının aynı döneminde belediyeler tarafından verilen Yapı ruhsatı sayısında %31,1 ve yapı kullanma izin belgesi sayısında %9,5 azalma gerçekleşmiştir.** Özellikle deprem bölgesindeki çimento şirketlerinin kârlarında önemli azalma olmuştur. 2000 yılının, ilk 10 ayında tüm ülkede çimento iç satışları %3 gerileyerek 26,3 milyon tona düşmüştür. Karadeniz Bölgesi'ndeki satışlar ise %2,7 gerileyerek 3,8 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

Üretim...

2000 yılında Bolu Çimento, hedef çimento üretimi olan 1,800,000 tonu aşarak 1,822,949 ton çimento, 1,235,000 ton klinker ve 921,710 m³ hazır beton üretmiştir. **Önceki yıla göre çimento üretimi %14, klinker üretimi %2 ve hazır beton üretimi %67 artış göstermiştir.** Bolu Çimento, 2000 yılında özellikle deprem sonrasında talebi artan hazır beton üretimini oldukça yükseltmiştir. Bolu Çimento, yapmakta olduğu modernizasyon yatırımını Haziran 2001 tarihinde bitirip çimento üretim kapasitesini arttırmayı planlamaktadır.

Ana Üretim	Ölçü	2000/12	1999/12	Değişim
Klinker	Ton	1,235,000	1,205,000	%2
Çimento	Ton	1,822,949	1,605,276	%14
Hazır Beton	m ³	921,710	551,234	%67
Micir	Ton	299,378	411,475	-%27

Satışlar ve Satılan Malın Maliyeti...

1998 yılını \$12.7 milyon kâr ve \$88 milyon net satışla kapatan Bolu Çimento, 1999 yılında yaşanan depremlerle birlikte gerileyen çimento talebinden olumsuz etkilenmiştir. 2000 yılına bu olumsuzlukla giren Bolu Çimento, mevsimsellik nedeniyle inşaat faaliyetlerinin durma noktasına geldiği ilk çeyrekte ton bazında satışlarının önceki yılın aynı dönemine oranla %44 gerilemesiyle 460 bin dolar zarar etmiştir. Yılın ikinci çeyreğinden itibaren maliyetlerdeki artışların fiyatlara yansıtılmamasıyla ton bazında satışlardaki azalmanın önüne geçilebilmiştir. Öte yandan konut güvenliği konusundaki yeni düzenlemeler nedeniyle artan talebe paralel olarak hazır beton satışları 1999 yılına göre %67 oranında yükselmiştir.

2000 yılında çimento satışları ton, klinker satışları 102.487 ton ve hazır beton satışları 921,710 m³ olarak gerçekleşmiştir. Çimento satışı ton bazında %13, klinker satışı %17 ve hazır beton satışı m³ bazında %67 artmasına rağmen **net satışlar, geçen seneye göre %1 azalarak \$80 milyon'dan \$79 milyon'a düşmüştür.**

Deprem bölgesinde faaliyet gösteren Bolu Çimento'nun; talep yetersizliği, arz fazlası ve rekabet nedeniyle sektörde düşük seyreden fiyatlara \$770 bin tutarında yaptığı satış indirimleri de eklenince ton bazında üretim ve satış artışı ciroya yansımamıştır.

(milyon TL)	2000/12	1999/12	1998/12
Satılan Malin Maliyeti	38,606,296	22,571,388	15,673,342
- Amortisman	2,800,754	2,246,461	1,263,612
Net Satılan Malin Maliyeti	35,805,542	20,324,927	14,409,730
Net Satışlar	50,038,772	34,209,306	23,565,643
NSMM / Net Satışlar	%72	%59	%61

2000 yılında net satışların %1 azalarak \$79 milyon'a düşmesi ve satılan malın maliyetinin %16 artması ile şirketin **brüt kârlılığı %33'e düşmüştür.** Amortisman hariç SMM'nin net satışlar içindeki payı **maliyetlerdeki artışın satış fiyatlarına yansıtılamaması, zayıf talep ve sektördeki arz fazlası nedeni** ile 13 puan artarak %72'ye yükselmiştir.

Faaliyet Giderleri...

Maliyet kısma politikası doğrultusunda Bolu Çimento'nun faaliyet giderleri (pazarlama, satış ve dağıtım giderleri) gerilemiş, net satışlar içerisindeki payı 3 puan azalarak %8.4'e düşmüştür. Genel yönetim giderlerinden, nakit çıkışı yaratmadığı için çıkardığımız kıdem tazminatının ardından bulunan net genel giderlerin net satışlar içindeki payı ise yaklaşık 1 puan artarak %6.2'ye çıkmıştır.

Faaliyet Giderleri (US\$ mln)	1999/12	2000/12
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	9.43	6.61
<i>Net Satışlar içindeki payı (%)</i>	<i>11.8%</i>	<i>8.4%</i>
Genel Yönetim Giderleri	4.98	5.62
<i>-Kidem tazminatı</i>	<i>0.65</i>	<i>0.75</i>
Net Genel Giderler	4.33	4.87
<i>Net Satışlar içindeki payı (%)</i>	<i>5.4%</i>	<i>6.2%</i>

Operasyonel Kârlılık...

Üretim maliyetlerinde yaşanan %16 artışın bir kısmının, faaliyet giderlerinde gerileme ve faaliyet dışı gelirlerdeki %144 artış ile telafi edilmesine rağmen, Şirket'in vergi öncesi kârı %37 gerileyerek \$14 milyon'dan \$9 milyon'a düşmüştür.

Sonuç olarak, artan üretim maliyetleri ile operasyonel kârlılığın önemli bir göstergesi olan FVAÖK/Net Satışlar (faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr) oranı 1999 yılındaki %23 seviyesinden %14 seviyesine gerilemiştir. Dolar bazında FVAÖK ise \$18.7 milyon'dan \$11 milyon'a düşmüştür. Net satışlarda dolar bazında %1 azalış ve FVAÖK/Net Satışlar oranındaki düşüşün nedenleri olarak sektörde artan maliyetler ve düşük fiyatlar sayılabilir.

(mln TL)	2000/12	1999/12
Esas Faaliyet Kari	3,702,574	5,475,096
+ Normal Amortisman	2,800,754	2,246,461
+Kidem Tazminatı	471,012	278,396
FVAÖK	6,974,340	7,999,953
\$	11.04	18.66
Net Satışlar	50,038,772	34,209,306
FVAÖK / Net Satışlar	%14	%23

Yatırımlar ve Net Borçlar...

Bolu Çimento 2000 yılının Ağustos ayında, hazır beton tesisi ve mıcır kırma yatırımlarını tamamlamış ve faaliyete geçirmiştir. Mart 2000 tarihinde başlanan 154 Kw Şalt Tesisi **modernizasyon yatırımı** toplam tutarı **\$2.1 milyon**'dur ve 2001 yılının Haziran ayında tamamlanacaktır. Bu yatırım %60 oranında özkaynaklardan, %40 oranında uzun vadeli borçlanmayla finanse edilecektir. Bu doğrultuda 4,2 milyon EURO tutarında iki yıl ödemesiz, 5 yıl vadeli finansal borç alınmıştır. Finansal giderler aktifleştirilerek bu krediden kaynaklanan finansal gider dönem karına yansıtılmamıştır.

Aralık 2000	Kur Farkı	Finansman Gideri
Üretimin maliyetine verilenler	0	0
Sabit varlıkların maliyetine verilenler	275,101	313,925
Doğrudan gider yazılanlar	0	14,151
Dönemin Finansman Giderleri	275,101	328,076

2000 yılı sonunda, Bolu Çimento'nun, banka (\$1.49 mn) ve menkul değerler portföyü (\$12.7 mn) \$14.2 milyon'a ulaşmaktadır. Aralık ayı itibarıyla Şirket, 8.3 trilyon TL (\$12.3 mn) tutarında devlet tahvili ve hazine bonusu tutmaktadır. Şirketin yıl sonu itibarıyla toplam \$4.2 milyon tutarında borcu olduğu düşünülürse, **net nakit pozisyonu \$10 milyon civarındadır.**

12 Kasım 1999 tarihinde Bolu ve Çevresinde meydana gelen deprem nedeniyle mücbir sebep hali kapsamında değerlendirilen bölgede faaliyet gösteren Bolu Çimento'nun bu tarihten sonraya rastlayan beyannameleri verme ve tahakkuk edecek vergileri ödeme süresi mücbir sebep halinin sona erdiği tarihe kadar uzatılmıştır. Şirket bu yüzden 2000 Aralık ayı itibarıyla vergilere ilişkin \$6 milyon tutarında tahakkuku kısa vadeli borç olarak tutmaktadır.

2000 yılında Bolu Çimento'nun vergi öncesi karı önceki yıla göre %37 düşerek \$8.7 milyon olurken efektif vergi oranı %35 olarak gerçekleşmiştir. **Net kâr ise %39 azalarak \$9.3 milyon'dan \$5.7 milyon'a inmiştir.**

Beklentiler ve 2001...

1999 ve 2000 yılını kötü geçiren inşaat ve çimento sektörünün özellikle 2001 yılının ikinci yarısına rastlayan inşaat sezonunda iyi bir performans sergilemesi beklenmekteydi. Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizlerin sektörü nasıl etkileyeceği belirsizliğini korumaktadır. Buna rağmen, Bolu Çimento, Karadeniz Bölgesi'nin en büyük üreticisi olarak sektörde muhtemel canlanmadan pozitif yönde etkilenecektir. Bolu Çimento, \$4.2 milyon tutarındaki borcu uzun vadeli olduğu için develüasyonun negatif etkisini sınırlayabilecektir. Devam etmekte olan yatırım nedeniyle kur farkından zararlar aktifleştirilerek, gelir tablosuna yansıtılmayacaktır.

Sektörün deprem konutlarının yapılması dışında belirsiz durumu, ekonominin 2001 yılında yaşadığı kriz ve develüasyonun Şirket'i kötü etkileyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca 2001 yılında iç piyasada beklenen durgunluk karşısında Bolu Çimento'nun ihracat yapabileceği limanının olmaması önemli bir dezavantaj yaratmaktadır. **Bu yüzden Bolu Çimento için yatırım görüşümüz olumsuzdur.**

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.

2001 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.