

02 Mayıs 2019 Perşembe

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Altında Getiri		Hedef Fiyat (TL)		4,30		FD/FAVÖK (Cari)		6,5x	
Uzun Vadeli Öneri	TUT		Kapanış Fiyatı (TL)		3,03		FK (Cari)		24,3x	
UFRS Gelir Tablosu - Özet			Açıklanan			Beklenti		Sapma %		
(mn TL)	1Ç19	4Ç18	Çeyreksel %	1Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.	
Net Satışlar	73	115	-37%	142	-49%	81	80	-10%	-9%	
Brüt Kar	7	22	-69%	45	-85%	-	-	m.d.	m.d.	
FAVÖK	3	21	-87%	45	-94%	9	7	-70%	-62%	
Net Dönem Karı	-21	-2	855%	30	a.d.	-10	-12	a.d.	a.d.	
Brüt Kar Marjı	9,2%	18,9%	-9,7 yp	32,0%	-22,8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	
FAVÖK Marjı	3,8%	18,0%	-14,3 yp	31,6%	-27,8 yp	11,1%	9,1%	-7,4 yp	-5,4 yp	
Net Kar Marjı	-29,1%	-1,9%	-27,1 yp	21,4%	-50,4 yp	-12,3%	-14,4%	-16,7 yp	-14,6 yp	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Bolu Çimento (BOLUC) 1Ç19 Finansal Sonuçları: Zayıf performans devam ediyor (-)

İnşaat sektöründeki aktivitedeki yavaşlama yanı sıra kısıtlı ihracat kabiliyeti nedeniyle şirketin ilk çeyrek operasyonel sonuçları beklentilerin altında gerçekleşti. Bu dönemde şirket 21 mn TL net zarar kaydederken, açıklanan net zarar hem bizim 10 mn TL'lik hem de 12 mn TL'lik Research Turkey konsensüs net zarar beklentisini aşmıştır. Şirket hisseleri de yılbaşından bugüne endekse göre %15,5 negatif performans sergilemiştir. Zayıf sonuçların, şirket hisselerinin getiri performansına olumsuz yansımaları bekliyoruz. İnşaat sektöründeki zayıflığın sürmesi ve ürün fiyatlarında artışlar görülmediği sürece de, şirket performansının endeks altında kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bolu Çimento için hedef fiyatımız 4,30 TL olup, uzun vadeli "TUT" önerimiz sürüyor. Kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" önerimizi ise "Endeksin Altında Getiri" olarak güncelliyoruz.

- **Satış gelirlerinde yıllık bazda %49 gerileme gözlemlendi** - Kısıtlı ihracat kabiliyeti, inşaat sektöründeki aktivitedeki zayıflık ve ilk çeyrekte ürün fiyatlarında gelirleri destekleyici artışlar gerçekleşmemesine bağlı olarak şirketin satış gelirleri yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %49 gerileyerek 72,9 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Kaydedilen bu satış geliri, hem bizim 81 mn TL hem de Research Turkey ortalama satış geliri beklentisi olan 80 mn TL'nin de altında gerçekleşti.
- **FAVÖK, beklentilere göre daha zayıf bir gerçekleşmeye işaret etti** - 1Ç19'da yıllık bazda %49 gerileyen satış gelirlerine karşılık, şirketin satış maliyetleri %32 seviyesinde daralmıştır. Faaliyet giderlerinin satış gelirlerine oranı ise 1Ç19'da %15,9 seviyesine yükselerek 1Ç18'deki %5 seviyesine göre 10 puanın üzerinde artmıştır. Sonuç olarak Bolu Çimento yılın ilk çeyreğinde 2,7 mn TL FAVÖK kaydederek, hem bizim 9 mn TL'lik hem de Research Turkey ortalama FAVÖK beklentisi olan 7 mn TL'nin altında bir performans sergilemiştir. FAVÖK marjı ise yıllık bazda yaklaşık 15 puan gerileyerek %18 seviyesinde gerçekleşti. Yıllık bazda FAVÖK'de gözlenen %94 gerileme sonrasında, FAVÖK marjı yaklaşık 28 puan gerileyerek %3,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- **Zayıf operasyonel sonuçlar ardından net zarar beklentileri aştı** - Şirket 1Ç19 döneminde, zayıf operasyonel performansın yanı sıra kur ve faiz giderlerinde gözlenen yükselişle birlikte, ilk çeyreği 21 mn TL net zararlar tamamlamıştır. Açıklanan net zarar hem bizim 10 mn TL'lik hem de Research Turkey ortalama net zarar beklentisi olan 12 mn TL'nin üzerinde bir gerçekleşmeye işaret etmiştir. 1Ç18'deki 4 mn TL'lik net finansal giderin bu çeyrekte 15 mn TL'ye yükselmesi de net zararın beklentileri aşmasında etkili olmuştur.
- **Şirket hisseleri yılbaşından bugüne endeksin altında performans sergiledi** - Hem operasyonel hem de net karlılık tarafında beklentilerin altında sonuçlar görüyoruz. Şirket hisseleri de yılbaşından bugüne endekse göre %15,5 negatif performans sergilemiştir. Zayıf sonuçların, şirket hisselerinin getiri performansına olumsuz yansımaları bekliyoruz. İnşaat sektöründeki zayıflığın sürmesi ve ürün fiyatlarında artışlar görülmediği sürece de, şirket performansının endeks altında kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bolu Çimento için 4,30 TL hisse başı fiyat hedefimizi korumakla birlikte, şirket için uzun vadeli TUT önerimizi sürdürüyor, kısa vadeli Endekse Paralel Getiri önerimizi, Endeksin Altında Getiri olarak güncelliyoruz.

02 Mayıs 2019 Perşembe

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	1Ç19	4Ç18	Çeyrekse %	1Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	73	115	-37%	142	-49%	81	80	-10%	-9%
SMM	-66	-94	-29%	-97	-32%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	7	22	-69%	45	-85%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-12	-9	35%	-8	52%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	-5	13	a.d.	38	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	3	21	-87%	45	-94%	9	7	-70%	-62%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-16	-17	-5%	1	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	-21	-4	438%	39	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	-21	-2	855%	30	a.d.	-10	-12	a.d.	a.d.
Brüt Kar Marjı	9%	19%	-9,7 yp	32%	-22,8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	4%	18%	-14,3 yp	32%	-27,8 yp	11,1%	9,1%	-7,4 yp	-5,4 yp
Net Kar Marjı	-29%	-2%	-27,1 yp	21%	-50,4 yp	-12,3%	-14,4%	-16,7 yp	-14,6 yp

Bilanço (mn TL)	3A19	12A18		3A18	
Dönen Varlıklar	398	396	1%	343	16%
Hazır Değerler	132	89	48%	72	83%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	139	194	-28%	212	-34%
Stoklar	117	106	11%	57	106%
Diğer Dönen Varlıklar	10	7	35%	2	287%
Duran Varlıklar	439	427	3%	431	2%
Aktif Toplamı	836	823	2%	774	8%
KV Borçlar	407	380	7%	363	12%
KV Finansal Borçlar	315	323	-2%	181	74%
KV Ticari Borçlar	48	50	-5%	54	-11%
Diğer KV Borçlar	44	6	582%	128	-66%
UV Borçlar	74	33	128%	40	86%
UV Finansal Borçlar	58	17	250%	25	133%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	16	16	1%	15	8%
Öz Sermaye	355	411	-14%	372	-4%
Pasif Toplamı	836	823	2%	774	8%
Net Borç	241	250	-4%	133	81%
Alacak Tahsilat Süresi	151	141		114	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	91	72		53	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	53	54		50	
Nakit Döndürme Süresi	202	174		134	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBI MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr	Kıdemli Analist	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr	Analist	
Ekin Cem EKE EKINCEM.EKE@vakifyatirim.com.tr	Analist	

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.