

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	5,78	FD/FAVÖK (Cari):	5,2x				
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	4,26	F/K (Cari):	5,7x				
<b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b>		<b>Açıklanan</b>		<b>Beklenti</b>		<b>Sapma %</b>			
(mn TL)	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	141	154	-8%	154	-8%	130	147	9%	-4%
Brüt Kar	33	53	-38%	61	-46%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	30	50	-39%	61	-50%	39	40	-22%	-25%
Net Dönem Karı	9	32	-71%	40	-77%	23	19	-59%	-51%
<b>Brüt Kar Marjı</b>	23,4%	34,5%	-11,1 yp	39,8%	-16,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
<b>FAVÖK Marjı</b>	21,5%	32,4%	-10,9 yp	39,3%	-17,8 yp	30,0%	27,4%	-8,5 yp	-5,9 yp
<b>Net Kar Marjı</b>	6,6%	20,7%	-14,1 yp	26,1%	-19,5 yp	17,7%	13,1%	-11 yp	-6,4 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) 3Ç18 Finansal Sonuçları: Beklentilere paralel zayıf sonuçlar (-)

**Bolu Çimento, 3Ç18'de hem bizim hem de piyasa konsensüs tahminleri altında operasyonel sonuçlar ve net kar açıklamıştır. Özellikle satış maliyetlerindeki artışın fiyatlara yansıtılamaması nedeniyle FAVÖK tarafında gözlenen gerileme dikkat çekicidir. Bu nedenle 3Ç sonuçlarının hisse performansını üzerine etkisini negatif olarak değerlendiriyoruz. Makroekonomik tahminlerimizde ve değerlendirme sürecinde kullandığımız risksiz faiz oranında gerçekleştirdiğimiz revizyonlar ardından Bolu Çimento için 8,84 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 5,78 TL'ye revize ederken, kısa vade için Endeks Üzeri Getiri önerimizi, Endekse Paralel Getiri seviyesine çekiyoruz. Uzun vade AL önerimiz ise devam etmektedir.**

- Bolu Çimento, 3Ç18 döneminde 9,4 mn TL net kar açıklarken, şirketin net karı yıllık bazda %77, çeyrek bazda ise %71 düşüş göstermiştir. Net kar aynı zamanda, 23 mn TL'lik beklentimizin ve 19 mn TL'lik Research Turkey konsensüs tahmininin altında kalmıştır. Operasyonel tarafta beklentilerin altında gelen sonuçlara ek olarak 3Ç17'de kaydedilen 4 mn TL'lik net finansal giderin bu çeyrekte 13 mn TL seviyesine yükselmesi de net karın beklentimizin altında kalmasında etkili olmuştur. Toplamda şirketin net karı 9A18'de 72 mn TL seviyesinde kalırken, yıllık bazda ise %12 düşüş kaydetmiştir.
- Şirketin satış gelirleri 3Ç18'de yıllık ve çeyrek bazda %8 gerileyerek 141 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, 130 mn TL'lik beklentimizi aşmış, 147 mn TL'lik Research Turkey konsensüs tahminine paralel seyretmiştir. Yurtiçi pazara yönelik satış gerçekleştiren ve iç pazar tarafındaki daralmaları ihracat ile aşma imkanı kısıtlı olmasına bağlı olarak ciroda yaşandığını düşündüğümüz gerilemenin yanında, şirketin satış maliyetlerinde 3Ç18'de artış gözlenmiştir. Özellikle enerji maliyetleri kaynaklı olduğunu düşündüğümüz maliyet artışlarının fiyatlara tam olarak yansıtılmamasının etkisiyle şirketin brüt karı, yıllık bazda %46 gerilemiştir. Brüt kar marjı ise 3Ç17'deki %39,8 seviyesinden %23,4 seviyesine düşüş göstermiştir.
- Azalan ciroya karşılık maliyetlerde yaşanan yükseliş sonucunda şirketin 3Ç18 dönemindeki FAVÖK'ü yıllık bazda %50 gerileyerek 30 mn TL seviyesine çekilirken, çeyrek bazda ise %39 düşüş göstermiştir. Bu gerçekleşme ile birlikte 3Ç18'de açıklanan 30 mn TL'lik FAVÖK, 39 mn TL'lik beklentimizin ve 40 mn TL'lik Research Turkey konsensüs tahmininin altında kalmıştır. 9A18'de ise toplam elde edilen 125 mn TL'lik FAVÖK rakamı da yıllık bazda %4 gerileme göstermiştir. Bu gerçekleştirmelerle birlikte FAVÖK marjı 3Ç17'deki %39,3 seviyesinden yaklaşık 18 puan gerileyerek 3Ç18'de %21,5 seviyesine düşmüş, çeyreklik bazda ise 11 puana yakın gerileme göstermiştir. Yılın ilk dokuz ayı itibarıyla FAVÖK marjına baktığımızda, 9A17'deki %33,6 seviyesinden 9A18'de %28,6 seviyesine gerile gözlenmiştir.
- Şirketin net borcu ise 2Ç18 sonundaki 122 mn TL seviyesinden 3Ç18'de 272 mn TL seviyesine yükselmiş, net borç/FAVÖK rasyosu ise 1,61 seviyesine çıkmıştır.

31 Ekim 2018 Çarşamba

## Revizyonlar:

- Makroekonomik tahminlerimizde ve değerlendirme sürecinde kullandığımız risksiz faiz oranında gerçekleştirdiğimiz revizyonlar ardından Bolu Çimento için 8,84 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 5,78 TL'ye indiriyoruz. Kısa vade için Endeks Üzeri Getiri önerimizi Endekse Paralel Getiri seviyesine çekerken, uzun vadede AL önerimizi ise devam ettiriyoruz.
- 2018 yılsonuna ilişkin satış geliri beklentimizi hafif yukarı revize ederken, FAVÖK ve net kar tarafında 3Ç18 gerçekleştirmeleri paralelinde aşağı yönlü revizyona gidiyoruz.

mn TL	2018			2019			2020		
	Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Satış Gelirleri	537,8	572,0	6,4%	567,2	598,3	5,5%	601,5	626,8	4,2%
FAVÖK	180,8	162	-10,4%	187,9	170,7	-9,2%	194,6	178,8	-8,1%
FAVÖK Marjı	33,6%	28,3%	-0,05	33,1%	28,5%	-0,05	32,4%	28,5%	-0,04
Net kar	132,7	87,6	-34,0%	139,5	99,9	-28,4%	143,7	102,1	-29,0%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	141	154	-8%	154	-8%	130	147	9%	-4%
SMM	-108	-101	8%	-93	17%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	33	53	-38%	61	-46%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-10	-10	-4%	-8	23%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	23	43	-46%	53	-56%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	30	50	-39%	61	-50%	39	40	-22%	-25%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-11	-3	314%	-3	208%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	13	40	-68%	50	-74%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	9	32	-71%	40	-77%	23	19	-59%	-51%
Brüt Kar Marjı	23%	35%	-11,1 yp	40%	-16,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	21%	32%	-10,9 yp	39%	-17,8 yp	30,0%	27,4%	-8,5 yp	-5,9 yp
Net Kar Marjı	7%	21%	-14,1 yp	26%	-19,5 yp	17,7%	13,1%	-11 yp	-6,4 yp

Bilanço (mn TL)	9A18	6A18		9A17	
Dönen Varlıklar	448	476	-6%	272	65%
Hazır Değerler	106	178	-41%	20	438%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	228	227	1%	190	20%
Stoklar	110	69	58%	58	90%
Diğer Dönen Varlıklar	5	3	61%	5	1%
Duran Varlıklar	424	428	-1%	410	3%
Aktif Toplamı	872	905	-4%	682	28%
KV Borçlar	427	461	-7%	221	93%
KV Finansal Borçlar	361	275	31%	90	301%
KV Ticari Borçlar	55	60	-8%	50	10%
Diğer KV Borçlar	11	126	-91%	81	-86%
UV Borçlar	33	41	-20%	49	-33%
UV Finansal Borçlar	17	25	-33%	33	-50%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	16	16	2%	15	4%
Öz Sermaye	413	403	2%	413	0%
Pasif Toplamı	872	905	-4%	682	28%
<b>Net Borç</b>	<b>272</b>	<b>122</b>	<b>122%</b>	<b>104</b>	<b>162%</b>
Alacak Tahsilat Süresi	133	124		119	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	62	55		61	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	53	53		52	
Nakit Döndürme Süresi	158	144		147	

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

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT**

Direktör - 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

Beyaz Eşya, Otomotiv, Perakende, Gıda-İçecek, Havacılık, Telekomünikasyon, Enerji

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

**Umut Deniz PAK**

UMUTDENIZ.PAK@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 şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.