

Atıktan Enerji Üretimi

Biotrend halka açılıyor

Bir Doğanlar Holding şirketi olan Biotrend, hem 14.6 milyon hisse ortak satışı yoluyla hem de 22 milyon hisse sermaye artırımını yoluyla halka açılıyor. Ek talep gelmesi durumunda ortak satışı yoluyla 5 milyon hisse daha halka arz edilecektir. Hisse başına 18.0 -16.5 TL bandında belirlenen halka arz fiyat aralığına göre halka arz büyüklüğü 660- 605 milyon TL (ek satış dahil 750- 687 milyon TL) olacaktır. Şirketin sermaye artışı sonrası piyasa değeri 2.7 – 2.5 milyar TL arasında ve halka açıklığı %24.4 (ek satış dahil %27.8) olacaktır. Halka arzın %80'inin yurt içi bireysel yatırımcılara, %20'sinin ise yurt içi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi planlanmaktadır. Yurt içi bireysel yatırımcılara hisse dağıtımı oransal yapılacak olup satışa sunulan payların üzerinde talep gelmesi durumunda her bir yatırımcı için talep edilebilecek azami pay miktarı 3 milyon adet olarak belirlenmiştir.

Yeni tesis açılışları ile büyüme hedefleniyor

Şirketin 2020 yılsonu itibarıyla 10'u biyogaz ve 1'i biyokütle yöntemiyle elektrik üreten 11 tesisinin yanı sıra bir adet atık yakıt hazırlama ve tedarik tesisi bulunmaktadır. Mevcut tesislerin kurulu kapasitesi 55.8MW olup 2021 yılında açılması planlanan 5 yeni tesisle beraber kurulu kapasitesinin 91.5MW'a yükselmesi beklenmektedir. Bütün tesisler YEKDEM kapsamında olup MWh başına dolar bazlı sabit fiyattan alım garantisi bulunmaktadır. Şirket, gelecekte elektrik üretiminin yanı sıra atık ayırma, atıktan türetilmiş yakıt, atık bertaraf, karbon ticareti, buhar satışı ve seracılık faaliyetlerinden de gelir elde etmeyi planlamaktadır.

Son üç yılda hızlı gelir büyümesi

Biotrend, 2018-2020 yılları arasında cirosunu yıllık bileşik bazda %123 büyütüştür. Aynı dönemde VAFÖK yıllık birleşik bazda %118 büyümüştür. 2020 yılında VAFÖK marjı, operasyonel maliyetlerin daha geniş bir ciro tabanına yayılması sebebiyle geçen seneye kıyasla 877 baz puan artmıştır. Şirketin brüt marjında ise düzenli bir düşüş gözlemlenmektedir. Şirket 2019 yılında kara geçmiş olup 2020'de net kar marjı %20.6'ya yükselmiştir.

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlemede halka arz iskontosu %16.5 ila %18 arasında belirlenmiştir

Konsorsiyum lideri (TSKB) tarafından yapılan Biotrend'in değerlemesinde indirgenmiş nakit akımı ve halka açık benzer çapan analizi kullanılarak ABD doları bazında özsermaye değeri bulunmuştur ve 1 Nisan 2020 kuru olan 8.1781'den Türk Lirasına çevrilerek hisse başına şirket değeri 21.7 TL bulunmuştur.

Hisse Detayları

Bin TL	2018	2019	2020
Net satışlar	49,221	92,055	245,301
VAFÖK	27,300	40,600	129,700
Net kar	(1,206)	5,682	50,474
Net kar marjı (%)	(2.4)	6.2	20.6
VAFÖK marjı (%)	55.5	44.1	52.9
Satış büyümesi (%)	-	87.0	166.5
Net borç	66,364	125,900	352,446
Defter değeri	77,121	82,261	200,159
F/K (x)*	a.d.	475.2	53.5
FD/VAFÖK (x)*	86.8	59.8	20.5
PD/DD (x)*	35.0	32.8	13.5
Net borç/VAFÖK (x)	2.4	3.1	2.7
Net borç/Özsermaye (x)	0.86	1.53	1.76
Özsermaye verimliliği (%)	a.d.	6.0	25.2

* Sermaye artırım sonrası oluşan Piyasa Değeri üzerinden ve halka arz fiyatının üst bandı kullanılarak hesaplanmıştır.

Ortaklık yapısı	Arz Öncesi %	Arz Sonrası %
Doğanlar Yatırım Holding	50.0	36.1
Maven Enerji	50.0	36.1
Halka açık**	0.0	27.8
Arz sonrası piyasa değeri (Milyon TL)		2,700-2,475
Hisse sayısı (Milyon)		150.0
Halka açık hisse sayısı (Milyon)**		41.7

**Ek satış dahil

Kaynak: Biotrend; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

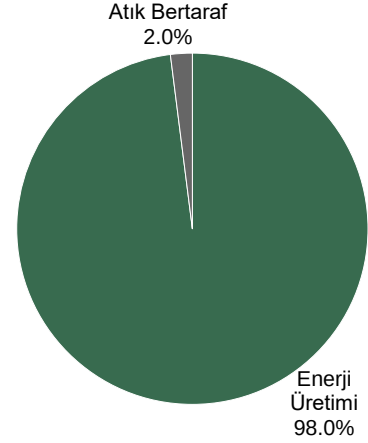
Biotrend 2017 yılında Doğanlar Yatırım Holding ve 4 diğer ortak ile birlikte kurulmuştur. Sonraki senelerde kalan ortakların hisselerini devretmesi sonucu Doğanlar Yatırım holding doğrudan ve dolaylı yoldan şirket sermayesinin %97'sine sahip olmuştur. Holding şirketi olarak kurulan Biotrend'in altındaki bütün üretim tesisleri kendi başlarına birer şirkettir. Şirketin mevcutta 12 tesisi olup 2021 sonuna kadar 5 tesis daha açmayı planlamaktadır.

Üst Yönetim

İsim	Göreve Başlangıç	Görev
Ömer Harun Örgü	2020	CEO
Tarık Aksoy	2018	CFO

www.biotrendenerji.com.tr

Gelir kırılımı (2020)



Kaynak: Biotrend

Şirket Profili

Biotrend'in sahip olduğu 11 elektrik üretim tesisinin 2020 yılı itibarıyla kurulu kapasitesi 55.8MW olup bu kapasitenin 54.4MWe'i biyogaz santrallerinden ve 1.4MWe'si, biyokütle santrallerinden gelmektedir. 2021 yılında devreye girecek olan 1 biyokütle ve 4 biyogaz tesisi bulunmaktadır. Bu tesislerle birlikte toplam kurulu gücü 91.5MW'a yükselecektir. Şirket 2022 yılsonunda kurulu gücünü 120MWe'nin üzerine çıkarmayı hedeflemektedir.

Şirket enerji üretimini kentsel, tarımsal, hayvansal, organik ve endüstriyel atıklardan oluşan gazlardan (çöp gaz ve biyometanizasyon) veya uygun atık türlerinin yakılmasıyla üretilmektedir. Bu yöntemlerle enerji üreten tesislere genel olarak Biyokütle Enerji Santralleri (BES) adı verilmekte olup devletin yatırım teşvik programı olan YEKDEM kapsamında kWh başına en yüksek fiyat garantisi sağlanan santral türüdür.

Şirketin en büyük esas faaliyet giderleri işletilen çöp sahaları karşılığı verilen belediye payları ve ham madde giderleridir.

Faaliyetteki tesisler

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Malatya-1 Çöp Gaz	Malatya Belediyesi Katı Atık Sahası Çöp Gaz	Sivas Çöp Gaz	İnegöl Çöp Gaz (İnegöl 1)	İskenderun Çöp Gaz	İzmir Çöp Gaz (Harmandalı)	Balıkesir Çöp Gaz	Uşak Biyogaz	İnegöl Biyogaz (İnegöl 2)	Bergama Çöp Gaz Elektrik Üretim Tesisi	Çine Biyokütle Enerji Santrali ve Ulubey Yakıt Hazırlama	
SPV Unvanı	Doğu Star	Doğu Star	Nov	Novtek	Novtek	İzmir Novtek	Landfill-%50	Uşak Yenilenebilir	Doğu Star	İzmir Doğu Star	Biyomek	
Lokasyon	Doğu Anadolu Malatya Battalgazi (Lisanslı)	Doğu Anadolu Malatya Battalgazi (Lisanssız)	İç Anadolu Sivas Merkez	Marmara Bursa İnegöl-1	Akdeniz Hatay İskenderun	Ege İzmir Harmandalı	Marmara Balıkesir Altıeyül	Ege Uşak Merkez	Marmara Bursa İnegöl 2	Ege İzmir Bergama	Ege Aydın Çine	
YEKDEM Başlangıç	01.01.2017	08.01.2014	01.01.2016	01.01.2019	01.01.2017	01.01.2020	01.01.2020	01.01.2020	01.01.2022	01.01.2021	01.01.2021	
YEKDEM Bitiş	31.12.2026	07.01.2024	31.12.2025	31.12.2028	31.12.2026	31.12.2029	31.12.2029	31.12.2029	31.12.2031	31.12.2030	31.12.2030	
Lisans Gücü (MWe)	2,4	-	2,8	2,4	4,2	39,7	14,1	6,0	14,1	9,8	13,6	
Kurulu Güç (MWe)	2,4	2,4	2,8	2,4	4,2	25,0	8,5	2,0	1,4	2,8	1,4	

Kaynak: Biotrend

Değerleme Özeti

Halka arzın konsorsiyum lideri (TSKB) tarafından yapılan değerleme çalışmasında Biotrend'in halka arz fiyatının tespitinde ABD doları bazlı indirgenmiş nakit akışı ve halka açık benzer çarpan analizi kullanılmış olup iki yönteme sırasıyla %75 ve %25 ağırlık verilmiştir. Hesaplanan değer 1 Nisan 2021 kuru olan 8.1781'den TL'ye çevrilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde:

- Şirketin şu an devrede olan ve 2021'de devreye alınması planlanan bütün tesisleri için lisans dönemleri sonuna kadar projeksiyon yapılmış ve ayrıca bir nihai/terminal değer atfedilmemiştir,
- Tesislerin neredeyse hepsinin YEKDEM kapsamında dolar bazlı gelir elde etmesinden dolayı bütün projeksiyonlar dolar bazında yapılmıştır,
- 2020 yılsonunda faaliyette olan tesisler için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %9.9 alınırken 2021 devreye alınacak tesisler için bu maliyet %10.5 olarak alınmıştır.
- Elektrik üretim projeksiyonlarının yanı sıra atık ayırma gelirleri, atıktan üretilmiş yakıt gelirleri, atık bertaraf gelirleri, karbon sertifikası gelirleri, buhar satışı ve seracılık gelirleri de elde edileceği öngörülmüştür. Şirketin elektrik üretimi haricindeki gelirlerinin toplam gelirlere oranı 2020 yılında %2'den her sene artırılarak 2029 yılında %34'e yükseleceği öngörülmüştür.
- Projeksiyon dönemi içerisinde toplam net satışlar net bir şekilde verilmemiş olup sadece her bir iş dalından ayrı ayrı gelirler belirtilmiştir.
- Şirketin VAFÖK rakamının 2020 yılında 18.5 milyon dolardan 2026 yılına kadar yıllık birleşik olarak %35 büyüyerek 114.5 milyon dolara ulaşması öngörülmüş ve sonrasında 2030 yılına kadar 96.6 milyon dolara gerilemesi öngörülmüştür.
- Her sene elde edilen VAFÖK'ten gerekli yatırım, işletme sermayesi ve vergi ödemeleri düşüldükten sonra hesaplanan serbest nakit akışları indirgenerek Biotrend'in firma değeri 445.4 milyon dolar olarak bulunmuştur.
- Bu firma değerinden şirketin 2020 sonundaki net borcu olan 47.9 milyon dolar ve azınlık payları olan 39.7 milyon dolar düşülerek şirketin ana ortaklarının özsermaye değeri 357.8 milyon dolar olarak bulunmuştur.

Halka açık benzer şirket çarpanları yönteminde:

- 2020, 2021 ve 2022 yıllarında yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ayrı olmak üzere FD/VAFÖK çarpanları hesaplanmıştır.
- Her sene için yurtiçi ve yurtdışı şirketlerin medyan çarpan değerleri baz alınmıştır. Bu FD/VAFÖK çarpanları yurtiçi şirketler için 2020'de 16x, 2021'de 12.4x ve 2022'de 9.3x; yurtdışı şirketler için 2020'de 11.9x, 2021'de 10.2x ve 2022'de 8.9'xdur.
- Her sene yurtiçi ve yurtdışı şirket çarpanlarına göre hesaplanan değerlerin ortalaması alınmıştır ve Biotrend'in 2020 yılsonundaki net borcu düşülmüştür.
- Her sene için hesaplanan değerlerin tekrar ortalaması alınarak 284 milyon dolarlık değer bulunmuştur.

Değerleme Özeti (USD 000)	Özsermaye değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri*
İndirgenmiş nakit akımları	357,821	75%	268,366
Halka açık benzer şirket çarpan analizi	285,966	25%	71,492
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri			339,857

*Azınlık paylarından ayrılmış özsermaye değeri

Değerleme Özeti

Ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri (USD 000)	340,358	
USD/TL kuru (01.04.2021)	8.1781	
Ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri (TRY 000)	2,783,461	
Ödenmiş sermaye (TL)	128,000,000	
Birim pay değeri (TL)	21.7	
Halka Arz İskontosu (TL)	24.0%	17.0%
İskontolu birim pay değeri (TL)	16.5	18.0

Finansal tablolar

Biotrend

Gelir Tablosu (Bin TL)	2018	2019	2020
Hasılat	49,221	92,055	245,301
Satışların maliyeti	-31,459	-64,617	-177,515
Brüt kar	17,762	27,438	67,786
Genel yönetim giderleri	-6,741	-8,387	-20,821
Pazarlama giderleri	-34	-184	-1,117
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	16,399	15,493	67,111
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-11,860	-9,216	-43,704
Esas faaliyet karı	15,527	25,143	69,256
Yatırım faaliyetlerinden gelirler/(giderler)	-323	2,509	26,460
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımın karlarından/(zararlarından) paylar	0	-1,435	11,140
Finansman gelirleri/(giderleri)	-15,769	-19,784	-47,437
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı/(zararı)	-566	6,433	59,419
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri/(gideri)	-897	-3,685	-9,498
Dönem vergi geliri/(gideri)	-2,210	-4,975	-7,358
Ertelenmiş vergi geliri/(gideri)	1,313	1,290	-2,139
DÖNEM KARI/(ZARARI)	-1,463	2,748	49,921
Kontrol gücü olmayan paylar	-257	-2,934	-553
Ana ortaklık payları	-1,206	5,682	50,474

FAVÖK	27,300	40,600	129,700
-------	--------	--------	---------

Bilanço (Bin TL)	2018	2019	2020
Dönen varlıklar	36,858	65,484	236,847
Nakit ve nakit benzerleri	9,577	18,340	101,810
Ticari alacaklar	10,249	14,577	30,202
Diğer alacaklar	3,478	11,329	8,372
Stoklar	1,108	0	4,417
Peşin ödenmiş giderler	8,191	11,085	63,882
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	1	53	76
Diğer dönen varlıklar	4,253	10,099	28,089
Duran varlıklar	166,065	274,690	577,903
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	1,810	2,585	3,292
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	5,700	12,315	25,303
Maddi duran varlıklar	83,311	174,523	436,083
Kullanım hakkı varlıkları	0	16,008	37,443
Maddi olmayan duran varlıklar	75,244	69,259	64,909
Diğer duran varlıklar	0	0	10,874
Toplam Varlıklar	202,923	340,174	814,750

Kısa vadeli yükümlülükler	48,355	113,855	221,477
Kısa vadeli borçlanmalar	583	6	106
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	18,628	32,196	85,745
Ticari borçlar	13,831	44,903	88,428
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	874	2,132	2,725
Diğer borçlar	13,694	28,718	27,086
Ertelenmiş gelirler	0	4,266	7,662
Dönem karı vergi yükümlülüğü	746	1,297	5,032
Kısa vadeli karşılıklar	0	337	4,693
Uzun vadeli yükümlülükler	72,727	131,864	393,288
Uzun vadeli borçlanmalar	56,731	112,039	368,406
Ertelenmiş gelirler	0	4,968	2,484
Diğer borçlar	0	0	5,303
Uzun vadeli karşılıklar	218	459	764
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	15,778	14,398	16,331
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	81,840	94,455	199,985
Ödenmiş sermaye	1,150	1,150	128,000
Paylara ilişkin primler/(iskontolar)	43,388	43,388	0
Ortak kontorle tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmenin etkisi	-8,899	-8,970	-21,579
Maddi ve maddi olmayan duran varlık yeniden değerlendirme artışı/(azalışı)	40,906	40,707	37,786
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları/(kayıpları)	0	-161	-285
Geçmiş yıl karları/(zararları)	1,783	465	5,762
Net dönem karı/(zararı)	-1,206	5,682	50,474
Kontorl gücü olmayan paylar	4,719	12,194	-174
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	202,923	340,174	814,750

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.