

GLOBAL TOWER FİYAT TESPİT RAPORU

06 EKİM / 2016

tb TURKISH YATIRIM

[Signature]
TURKISH YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İçindekiler

1. Global Tower Hakkında Bilgi	4
2. Pazar Hakkında Bilgi	7
3. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar	11
4. Değerleme Yöntemleri	14
5. Benzer Şirketler	15
6. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar	16
7. Değerleme	17
7.1 Çarpan Analizi Yöntemi	17
7.1.1 FD/FAVÖK Çarpanı	18
7.1.2 F/K Çarpanı	19
7.1.3 FD/Satışlar Çarpanı	20
7.2 Defter Değeri Yöntemi	21
7.3 Sonuç	21
7.4 Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler	22

Tablolar

Tablo 1 Uluslararası Benzer Şirketler	15
Tablo 2 Net Borç Pozisyonu	16
Tablo 3 Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanları	18
Tablo 4 FAVÖK	18
Tablo 5 2016 Yılı Tahmini FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	19
Tablo 6 Benzer Şirketlerin F/K Çarpanları	19
Tablo 7 Net Kar	20
Tablo 8 2016 Yılı Tahmini F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	20
Tablo 9 Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpanları	20
Tablo 10 Net Hasılat	21
Tablo 11 2016 yılı Tahmini FD/Satışlar Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	21
Tablo 12 2016 yılı Tahmini FD/Net Kar Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	22

Kısaltmalar

BİST	Borsa İstanbul
DD	Defter Değeri
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
PD	Piyasa Değeri
INA	İndergenmiş Nakit Akımları
TL	Türk Lirası
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu

1. Global Tower Hakkında Bilgi

Kule Hizmet ve İşletmecilik A.Ş. ("Global Tower" ,"Şirket") 2006 yılında %100 Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.("Turkcell") iştiraki olarak "İletişimi her yere taşıyoruz" vizyonu ile kurulan Türkiye'nin ilk ve tek, Avrupa'nın önde gelen kule ve altyapı operatörüdür. Türkiye'de Bilgi Teknolojileri Kurumu (BTK) tarafından Türkiye genelinde B-tipi Altyapı İşletmeciliği Hizmeti (AİH) ile de yetkilendirilmiştir. 2006 yılında sektöre kule hizmetleri sunarak giren Global Tower bugün 4,5G/3G/GSM, alternatif telekom operatörleri, TV ve radyo kanalları, telsiz operatörleri (OKTH), kamu kurum ve özel kuruluşların, şebeke ve telemetri servis sağlayıcılarının teknoloji altyapı ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Global Tower'ın tamamına sahip olduğu LLC UkrTower("UkrTower"), Ukrayna'daki bağımsız tek kule şirkettir. Global Tower 30 Haziran 2016 itibarıyla kule portföyünü, Türkiye'de 7.994 kule ve Ukrayna'da 1.201 kule olmak üzere toplam 9.195 kuleye çıkararak kule sayısı bakımından Avrupa'nın beşinci büyük bağımsız kule şirketi haline gelmiştir. Global Tower stratejik olarak, Türkiye'deki liderliğini devam ettirmeye odaklanmaya devam ederken telekomünikasyon altyapı sektöründe bölgesel bir lider olmayı hedeflemektedir.

Global Tower dört ana alanda faaliyet göstermektedir:

- Anten ve diğer ekipman için, çoğunlukla telekomünikasyon şirketi olan müşterilerine sahalarında alan kiralama;
- Yeni saha kurulumu ve satımı;
- Turkcell'in sahip olduğu belirli bazı kuleler için arazi sahipleriyle kiralama ilişkilerinin yönetilmesi;
- Kule varlıklarının bakımını yapma (kulelerin önleyici bakımı ve yük analizi de dahil olmak üzere).

Global Tower'ın saha portföyü öncelikle sahip olduğu veya işlettiği kulelerden oluşmaktadır. Şirket hem sahip olduğu hem de işlettiği kuleleri müşterilerine uzun süreli çerçeve kira sözleşmeleri veya saha bazlı sözleşmeler kapsamında kiralamaktadır. Bu sözleşmeler Türkiye operasyonları için genelde ortalama dokuz yıl süreli olup, herhangi bir tarafça feshedilmedikçe otomatik olarak yenilenmektedirler.

Türkiye Faaliyetleri

Global Tower'ın Türkiye'deki faaliyetleri, kulelerde anten alanlarının ve diğer ekipmanın müşterilere kiralama, kule varlıklarının bakımı (kulelere önleyici bakım ve yük analizi dahil), yeni sahalarının inşası ve satışı ile Turkcell'in sahip olduğu kulelere ilişkin sözleşme ilişkilerinin yönetiminden oluşmaktadır.

30 Haziran 2016 itibarıyla, Global Tower'ın Türkiye'de bulunan kule portföyü 7.994 kuleden oluşmakta olup, bunların:

- 3.393'ü Global Tower'a aittir ve Global Tower tarafından işletilmektedir. Global Tower bu kuleler üzerinden, Turkcell Grubuna ve Turkcell Grubu dışı müşterilere sunduğu kiralama hizmetlerinden ve radyo ve televizyon yayıncılarına sunulan aktif ekipman bakımından hizmet geliri elde etmektedir.
- 2.388'i Turkcell'e aittir ve Global Tower tarafından işletilmektedir. Global Tower bu kuleler üzerinden, Turkcell Grubu dışındaki müşterilerle yaptığı kira sözleşmelerinden, mal sahipleri ile olan arsa kira sözleşmelerine ilişkin kontrat yönetimi hizmetlerinden,

Turkcell'e sunulan pasif bakım hizmetlerinden, ve radyo ve televizyon yayıncılarına sunulan aktif ekipman bakımından hizmet geliri elde etmektedir

- 2.213'ü Turkcell'e aittir ve Global Tower sahalarına ilişkin mal sahipleri ile olan sözleşmesel ilişkilerin yönetiminden sorumludur. Global Tower bu kuleler üzerinden, mal sahipleri ile olan Turkcell'in arsa kira sözleşmelerine ilişkin kontrat yönetimi hizmetlerinden, Turkcell'e sunulan pasif altyapı bakım hizmetlerinden, ve radyo ve televizyon yayıncılarına sunulan aktif ekipman bakımından hizmet geliri elde etmektedir.

Yukarıdakilere ek olarak, 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla, arazi sahipleri ile Turkcell'in sahip olduğu 6.610 bina üstü için sözleşmesel ilişkilerin yönetiminden Global Tower sorumludur.

Ukrayna Faaliyetleri

Global Tower'ın tamamına sahip olduğu UkrTower, Ukrayna'daki tek bağımsız kule şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Global Tower, UkrTower aracılığıyla, mobil operatörlere, ISSlere, televizyon yayıncılarına, yerel ve idari kuruluşlara ve şebeke hizmeti sunucularına kule, bina üstü saha, mobil kule, DAS (bina içi sistemler), konteyner ve enerji hatları için anahtar teslim kurulum (hukuki sürecin yürütülmesi, kule inşaatı, bina üstü inşaatı enerji hattı inşaatı, elektronik ekipman montajı) kulede anten alanı ve DAS sisteminde kapasite kiralama ve kule bakım hizmetleri sunmaktadır.

30 Haziran 2016 itibarıyla, Global Tower 1.201 kuleye sahiptir ve bunları işletmektedir (yedi mobil kule dahil ve Kırım bölgesindeki faal olmayan 36 kule ve 14 DAS (bina içi sistem) hariç).

Global Tower, ana hizmet ve faaliyetlerine ilaveten müşterilerine, Turkcell Grubu için kojenerasyon enerji çözümleri sağlanması, enerji nakil hattı çözümleri ve kule sökümü de dahil diğer tali hizmetleri de sunmaktadır.

Global Tower'ın gelirlerinin en büyük bölümü kiralama hizmetlerinden elde edilmektedir. Sahalarındaki kapasitesini öncelikle Türkiye ve Ukrayna'daki Turkcell Grubu bağlı şirketlerine kiralamaktadır. Ayrıca kiralama hizmetlerini, mobil operatörler, ISSler, radyo ve televizyon yayıncıları, yerel ve idari kuruluşlar ve şebeke hizmet sunucuları da dahil Turkcell Grubu dışı müşterilere de sunmaktadır. Aşağıdaki tablo 31 Aralık 2013, 2014 ve 2015'te sona eren yıllık dönemlere ve 30 Haziran 2015 ve 2016'da sona eren altı aylık dönemlere ilişkin Şirket'in hizmet türüne göre Türkiye ve Ukrayna'daki gelirlerini göstermektedir:

Handwritten signature
TÜRKİŞİ YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

	31 Aralık'ta sona eren yıl			30 Haziran'da sona eren altı ay	
	2013	2014	2015	2015	2016
	(bin TL)				
Türkiye faaliyetleri					
Kiralama hizmetleri ⁽¹⁾	112.359	157.171	192.710	91.827	128.340
Yansıtılan gelirler	27.149	60.466	82.417	35.098	61.531
Yap-Sat	27.317	32.990	26.581	6.354	13.372
Kontrat yönetimi hizmetleri	10.953	11.861	10.763	6.608	7.815
Bakım hizmetleri	3.344	3.776	4.042	1.994	2.095
Diğer hizmetler	3.758	3.304	3.935	1.681	1.711
Türkiye faaliyetleri hasılatı⁽¹⁾	157.731	209.102	238.031	108.464	153.333
Ukrayna faaliyetleri					
Kiralama hizmetleri	9.749	9.806	8.117	3.494	7.317
Yap-Sat	18.149	9.757	4.701	2.432	1.634
Bakım ve diğer hizmetler	59	126	-	-	-
Ukrayna faaliyetleri hasılatı	27.957	19.689	12.818	5.926	8.951
Hasılat⁽¹⁾	185.688	228.791	250.849	114.390	162.284

(1) Kiralama hizmetleri olarak belirtilen hasılat kalemi, her bir ilgili dönem için yansıtılan gelirleri de içermektedir.

Global Tower'ın, 31 Aralık 2013, 31 Aralık 2014, 31 Aralık 2015 ve 30 Haziran 2016 tarihli konsolide finansal durum tabloları, 31 Aralık 2013, 31 Aralık 2014, 31 Aralık 2015 ve 30 Haziran 2016 dönemleri itibarıyla konsolide kâr-zarar tablolarından seçilen önemli finansal kalemler ve FAVÖK rakamlarına yer verilmiştir.

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Haziran'da sona eren altı aylık dönem	
	2013	2014	2015	2015	2016
	(bin TL)				
Hasılat ⁽¹⁾	185.688	228.791	250.849	114.390	162.284
Satışların maliyeti ^{(1) (2)}	(137.239)	(179.815)	(195.294)	(87.357)	(111.125)
Brüt kar	48.449	48.976	55.555	27.033	51.159
Genel yönetim giderler	(7.270)	(7.955)	(7.698)	(3.590)	(4.153)
Pazarlama giderleri	(3.332)	(4.283)	(4.040)	(1.844)	(1.964)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1.807	458	337	361	7
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(119)	(209)	(235)	(266)	(2.883)
Esas faaliyet karı	39.535	36.987	43.919	21.694	42.166
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	14	125	256	254	-
Finansman geliri önesi faaliyet karı	39.549	37.112	44.175	21.948	42.166
Finansman gelirleri	2.438	6.202	11.334	6.517	3.545
Finansal giderler	(12.701)	(4.223)	(191)	(1.818)	(2.739)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	29.286	39.091	55.118	26.647	42.972
Carli dönem vergi gideri	(5.586)	(7.649)	(9.363)	(7.384)	(6.739)
Ertelenmiş vergi gideri	(503)	(623)	(1.649)	2.084	(1.949)
Net dönem karı	23.197	30.819	44.306	21.347	34.284
Dönem karının dağılımı:					
Ana ortaklık payları	23.197	30.819	44.306	21.347	34.284
Basit ve sulandırılmış pay başına kazanç	0,19	0,16	0,23	0,11	0,12

(1) "Hasılat" kalemi her bir dönem için, yansıtılan gelirleri; "satışların maliyeti" kalemi ise yansıtılan giderleri içermektedir.

(2) Satışların maliyeti kalemi her bir ilgili dönem için amortisman ve itfa payı bedellerini de içermektedir.

TÜRKİŞ YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Haziran'da sona eren altı aylık dönem	
	2013	2014	2015	2015	2016
	(aksi belirtilmedikçe, bin TL)				
FAVÖK ⁽¹⁾	62.105	63.177	67.509	36.048	54.177
FAVÖK marjı (%) ⁽²⁾	33,4	27,6	26,9	31,5	33,4
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%) ⁽³⁾	39,2	37,5	40,1	45,5	53,8
Yatırım harcamaları ⁽⁴⁾	37.060	25.005	25.291	13.959	163.171
Operasyonel yatırım harcamaları ⁽⁵⁾	35.222	23.338	22.920	13.695	163.043
Net işletme sermayesi ⁽⁶⁾	16.146	43.652	26.409	m/d	63.714

- (1) "FAVÖK" faiz, amortisman ve vergi öncesi kar olarak tanımlanmakta olup, her bir dönem için hasılat kaleminden başlamak suretiyle FAVÖK'ün hesaplanmasına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.
- (2) "FAVÖK marjı" her bir ilgili dönem için FAVÖK'ün ilgili dönemdeki hasılatla bölünmesi ile bulunmaktadır.
- (3) "Düzeltilmiş FAVÖK marjı" her bir ilgili dönem için FAVÖK'ün ilgili dönemdeki yansıtılan gelirlerden arındırılmış net hasılatla bölünmesi ile bulunmaktadır.
- (4) "Yatırım harcamaları" yeni saha inşaatlarına ilişkin olarak yapılan harcamalardan oluşmaktadır. Bu harcamalar Şirket'in sahip olduğu kendi sahaların inşasına ilişkin masraflar olup daha çok malzeme (kule, enerji nakil hattı, platform gibi) masraflarını ve sahaların inşası için alt yüklenicilere verilen inşaat masraflarını içermektedir.
- (5) "Operasyonel yatırım harcamaları" her bir ilgili dönem için operasyonel olmayan çeşitli yatırım harcamalarının çıkarılması ile bulunan yatırım harcamalarıdır. Operasyonel olmayan yatırım harcamaları ise TAGK varlıklarda ikinci kiracının sözleşme akdetmesi durumunda yapılan geliştirme harcamaları ile genel yazılımlara yapılan masrafları ve diğer yönetsel masrafları içermektedir (örneğin kırtasiye, bilgisayar gibi demirbaşlar).
- (6) "Net işletme sermayesi" ilgili tarihler için dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerden çıkarılması ile bulunmaktadır.

2. Pazar Hakkında Bilgi

Telekomünikasyon ve Kule pazarı ile ilgili olarak aşağıda sunulan bilgiler yalnızca genel bilgi mahiyetindedir. Bu bilgiler, Arthur D. Little tarafından hazırlanmış, izahnamede bağlantı adresi bulunan rapora ve çeşitli güvenilir olduğuna inanılan kaynaklara dayandırılmaktadır.

Türkiye Mobil İletişim Sektörü

Türkiye mobil hizmet pazarının 2020 yılına dek reel anlamda yıllık %3,7 oranında büyümesi beklenmekte olup bu oran, Batı Avrupa ve Orta Doğu Avrupa ülkelerindeki ortalama büyüme oranlarından oldukça yüksektir. Bu büyümeye abone tabanındaki genişleme ve mobil veri talebindeki artış katkıda bulunmaktadır.

Türkiye, büyük nüfusuyla aynı zamanda geniş bir potansiyel abone tabanı sağlamaktadır. 31 Aralık 2015'te sona eren yıllık dönem itibarıyla Türkiye'deki mobil penetrasyon oranı, Batı Avrupa ve Orta Doğu Avrupa ülkelerinden düşüktür. Bununla birlikte, ülke geliştikçe, mobil penetrasyonunun da 2019'a dek muadili pazarlardaki oranları yakalayarak %97'ye ulaşması beklenmektedir. Bu doğrultuda, mobil kullanıcı sayısının 2019'a dek %6,8 oranında büyümesi beklenmekte olup, bu oran Batı Avrupa ve Orta Doğu Avrupa ülkelerinin ortalamalarından daha yüksektir. Aşağıdaki tabloda, 31 Aralık 2015'te sona eren yıllık dönem itibarıyla mobil abone sayısı ile 31 Aralık 2015 tarihinden itibaren 2019'da sona eren yıllık döneme kadar tahmini net toplam abone artış sayıları belirtilmektedir.

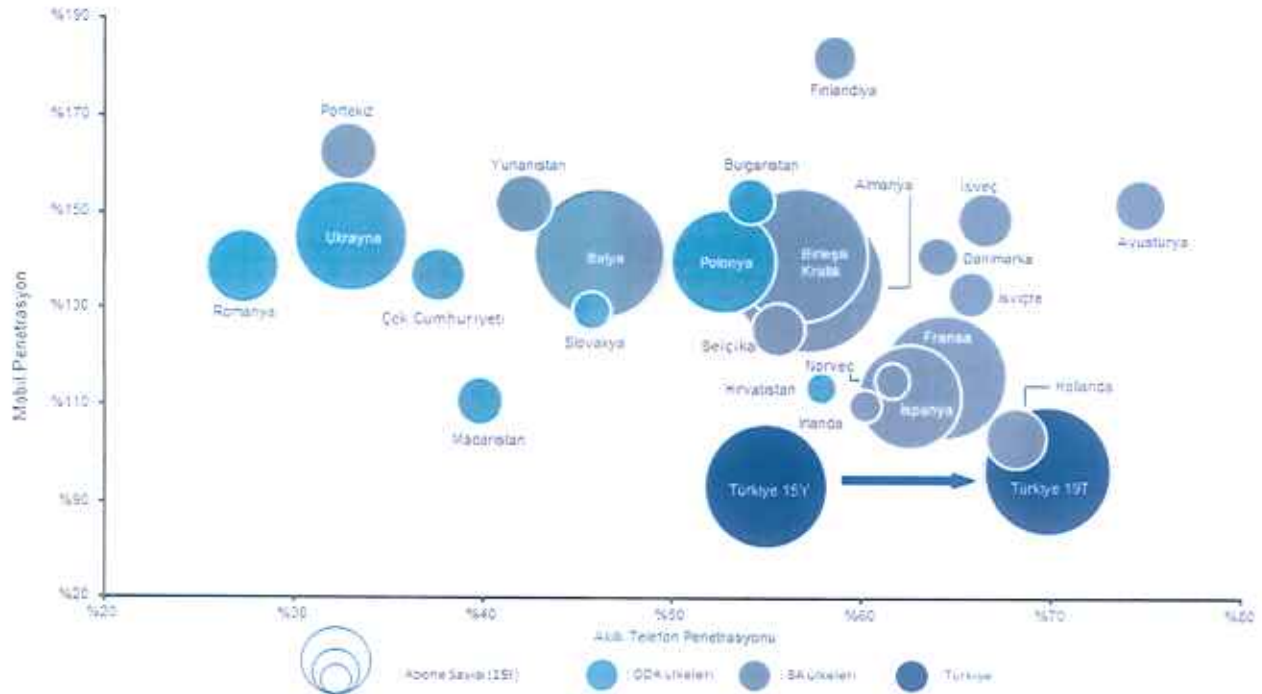
	Türkiye	Batı Avrupa ⁽¹⁾	Orta Doğu Avrupa ⁽²⁾
		(milyon)	
Mobil aboneler.....	74,0	34,0	24,0
Toplam abone net artışları (2015Y-2019T)	5,0	2,8	1,2
Artış(%).....	%6,8	%8,2	%5,0

Kaynaklar: Arthur D. Little Analizleri, WCIS

Dipnot: (1) Almanya, Avusturya, Birleşik Krallık, Danimarka, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İsveç, İtalya, İsviçre, Norveç, Portekiz ve Yunanistan'ın ortalaması, (2) Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Hırvatistan, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya ve Ukrayna'nın ortalaması.

World Cellular Information Service ve Arthur D Little'nin incelemelerine göre Türkiye'de mobil penetrasyon 2008'den bu yana istikrarlı bir büyüme trendi göstermiş olmakla birlikte büyüme oranları 31 Aralık 2015'te sona eren yıllık dönem itibariyle çoğu Avrupa ülkesinden düşük durumdadır. Mobil penetrasyonunun 2019'a kadar %97'ye yükselmesi beklenmektedir.

Veri tüketimine yönelik yapısal değişikliği takiben Türkiye mobil pazarının da diğer daha gelişmiş ülkeler gibi veri merkezli bir yapıya dönüşmesi beklenmektedir.



Kaynaklar: ICTA, GSMA, WCIS, Arthur D. Little analizleri

Dipnot: Akıllı telefon penetrasyonu akıllı telefonlarda kullanılan ve kayıtlı olan SIM kart oranıdır.

Türkiye'deki akıllı telefon penetrasyonu çoğu Avrupa ülkesinin altında olmakla birlikte, 3G ve LTE teknolojilerinin aboneler tarafından daha fazla tercih edilmesi neticesinde akıllı telefon penetrasyonunun 2020'ye kadar 15,1 puan artırması beklenmektedir.

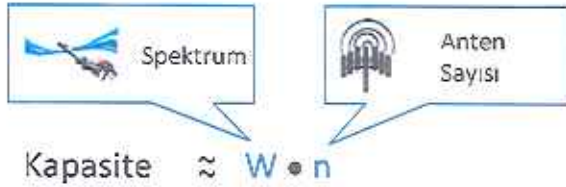
Daha gelişmiş cihazlar ve veri tüketen uygulamaların artan popülaritesiyle yükselen abone başına mobil veri trafiğinin 2020'ye kadar ülkedeki mobil veri trafiğini sekiz kat artırması beklenmektedir.

Türkiye Kule Sektörüne Genel Bakış

Türkiye kule pazarı, TRT ve diğer daha küçük işletmelerin kule portföyü hariç olmak üzere, yaklaşık 19.500 kuleden oluşmaktadır. Bu kuleler genellikle mobil operatörler ve yayıncılar tarafından kullanılmaktadır. Türkiye kule pazarının temel özellikleri, aktif paylaşımın az olması ve mevcut kulelerdeki düşük kiracılık oranlarıdır. Ayrıca, pazarda beklenen konsolidasyon eğilimi sonucunda yeni kule kurulumlarının sınırlı kalması beklenmekle birlikte Global Tower, Turkcell'in ek kule ve sahip olduğu kulelerinin haricileştirilmesi ihtiyaçlarını karşılamak için portföyünü genişletmeye devam etmektedir.

Telekomünikasyon Ağ Tasarımı Daha Yüksek bir Yoğunlaştırma Gerektirmektedir

Geleneksel ağ topolojisi yüksek kaliteli konuşma hizmetleri sunulması için tasarlanmış olup trafik talebindeki yükselen artışı karşılamaya yeterli değildir. Bu sebeple, özellikle kentsel bölgelerde daha yüksek bir ağ yoğunluğu gerekmektedir. Buna ek olarak, bandın sınırlı olmasının da ağ yoğunlaşmasını arttırmaya yönlendirmesi beklenmektedir.



2015'te tamamlanan LTE bandı ihalesinin sonucu olarak mobil operatörlerin frekans alanlarında (1800 MHz, 2100 MHz ve 2600 MHz) daha az bant genişliğine sahip olması sebebiyle veri trafiğinde beklenen artışı karşılayabilmeleri için kule alanı taleplerinin artması beklenmektedir.

Türkiye kule pazarı, mobil operatörlere yeni bir tesis üretimi için onay almadan önce denk tesislerdeki antenlerin ortak kullanımı için arama yükümlülüğü öngörmek suretiyle pasif altyapı paylaşımını destekleyici bir mevzuattan (Hücreli Sistem Anten Tesislerinin Tasarımı, Kurulumu ve Paylaşımına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik) faydalanmaktadır.

Eğer yeni bir anten tesisi kurmak isteyen operatör diğer operatörlere ait olan tesisleri teknik, idari veya hukuki kısıtlamalar yüzünden kullanamazsa, BTK'ya buna ilişkin gerekçeler ve tevsik edici belgelerle bilgilendirmekle yükümlüdür.

Mobil operatörlerin mevcut kapsama yükümlülüklerinin de kule alanına talebi artırması beklenmektedir.

Ukrayna Mobil İletişim Sektörü

Ukrayna, Avrupa ortalaması olan %124'e kıyasla toplam nüfusunun %145'i değerinde nispeten yüksek bir mobil penetrasyona sahip olup abone sayısı bakımından Aralık 2015 itibariyle Avrupa'daki en büyük 5. Telekom pazarıdır. Bununla birlikte, Ukrayna pazarı hala konuşma kaynaklı olup veri alanında büyük bir avantaj sunmaktadır. Şu anda Avrupa'daki en düşük 2. akıllı telefon penetrasyonuna sahip olup bu penetrasyon Aralık 2015 itibariyle %33'tür ve 2019'a kadar %65'e ulaşması beklenmektedir. Ukrayna konuşma odaklı bir pazardan veri odaklı bir pazara geçiş serüveninin başındadır. Pazarlar geliştikçe kablosuz veri kullanımı gittikçe önem kazanmaktadır ve bu husus pazar dinamiklerini yönlendirmektedir.

Yüksek bir mobil penetrasyona sahip olmasına karşın, Ukrayna mobil pazarının abone sayısı bakımından 31 Aralık 2015'te sona eren yıllık dönem itibariyle 62,6 milyon iken 31 Aralık 2020'de sona eren yıllık dönem itibariyle 65,5 milyona yükselmesi beklenmektedir. Böylece mobil penetrasyonun 2020'de nüfusun %156'sına ulaşması beklenmektedir.

Artan akıllı telefon penetrasyonu ile desteklenen veri merkezli bir pazara geçişin daha yüksek bir veri kullanımı ve bu vesileyle 2020'ye kadar hızla artan 3G ve 4G abonelik oranına yansımaları beklenmektedir.

Ukrayna Kule Sektörüne Genel Bakış

Ukrayna kule pazarı, yaklaşık 12.000 kuleden oluşmaktadır. Bu kuleler genellikle MNO'lar ve yayıncılar tarafından kullanılmaktadır. Ukrayna'nın altyapı ihtiyaçlarının, yeni kule inşaatlarına yol açması beklenmektedir. Halihazırda 1.216 kuleyi elinde bulunduran UkrTower, Lifecell'in ihtiyaçlarını karşılamak üzere, 2025 yılına kadar portföyünü genişletmeyi planlamaktadır. Diğer mobil operatörlerinin de, gelecekteki LTE ihalesi için kapsama alanı ihtiyaçlarını karşılamak üzere kule inşa etmeleri beklenmektedir.

Ukrayna hükümeti Şubat 2015'te bir ihaleyle tüm mobil operatörlere 2x15MHz 3G lisansları temin etmiştir. Mobil operatörlerin ülkedeki düşük 3G kapsama alanları düşünüldüğünde kapsama alanının artışının kule altyapısına olan talebi artırması beklenmektedir.

Yakın zamanda gerçekleştirilen 3G ihalesinden önce, ticari kullanım için UMTS lisansına sahip tek operatör Ukrtelecom'un mobil şubesi olan Trimob Ukrayna'dır. Kyivstar da Trimob'un ağına dolaşım yoluyla 2008'den beri 3G veri hizmetleri sunmakta olup MTS Ukraine de Mart 2015'te Trimob'la benzer bir anlaşma yapmak suretiyle 3G UMTS hizmeti sunmaya başlamıştır.

2015'te gerçekleştirilen ihalede, her operatör 15 yıl hizmet sunmak üzere 2x15 MHz lisansı almıştır. Operatörlerin lisanslarının çıkartılmasından itibaren 18 ay içinde tüm şehir merkezlerinde 3G teknolojisini sunmaları gerekmektedir. Aynı zamanda tüm bölge merkezlerinde ve 10.000'den fazla nüfuslu tüm yerleşmelerde lisansın çıkartılmasından 2 ila 6 yıl içinde 3G teknolojisini sunmaları gerekmektedir.

3. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar

Şirket'in ana pazarındaki cazip makro temeller ve demografi

Türkiye genç nüfusu ve genişleyen tüketici bazı de dahil olmak üzere elverişli demografik niteliklere sahip bir pazardır. Almanya ve Rusya'dan sonra cazip büyüme dinamiklerine sahip Türkiye, yaklaşık yarısı 30 yaşın altında olan 79 milyona yakın nüfusuyla Avrupa'nın en büyük üçüncü pazarıdır. Türk ekonomisi son 15 yılda Avrupa yıllık ortalamasının çok üstünde olan %4 oranıyla büyümüştür. Bu süreçte Türkiye'deki orta sınıfa mensup insan sayısı artmış ve tüketici bazı önemli oranda genişlemiştir. Ülkede ve ülke dışında yaşanan zorluklara rağmen, Economist Intelligence Unit'in verileri uyarınca Türk ekonomisinin genç ve artan nüfusun da katkılarıyla özel tüketim ve yerel talep artışındaki ivmelenme sayesinde dirençli kalması ve önümüzdeki yıllarda büyüme oranının benzer seviyelerde kalması beklenmektedir. Türkiye'nin elverişli makro temelleri ve demografik profiline ek olarak Türk hükümetinin telekomünikasyonda yeni ve teknolojik anlamda ileri bir altyapı oluşturma azmi ve genç nüfusun son teknolojiye sahip ürünler ile interneti kullanma hevesinin birlikte Türkiye'yi cazip bir pazar kılması ve bunların telekom servislerine olan talebin artmasına katkı sağlaması beklenmektedir.

Türkiye'deki geniş ve cazip telekom pazarı

Türkiye'deki mobil telekom pazarı Avrupa ülkelerindeki ortalama büyüklüğün oldukça üzerinde olan yaklaşık 74 milyon aboneden oluşan geniş abone tabanı ile öne çıkmakta olup, *ADL Raporu* ve *WCIS*'ye göre ileriki yıllarda net abone artışı ile daha da büyük bir oranda büyümesi beklenmektedir. Buna ek olarak, Avrupa'daki benzerlerine kıyasla göreceli olarak düşük olsa da, Türkiye'deki mobil penetrasyonun 2015 yılından 2019'a kadar %94'ten %97 oranına çıkması beklenmektedir. *ADL Raporu*'na göre artan abone sayısı, yükselişte olan mobil kullanım, 4.5G'nin sunulmaya başlamasıyla veri trafiğinin güçlü artışı ve teknolojik olarak gelişmiş veri tüketim araçlarındaki yaygınlaşma ile mobil pazar gelirlerinin son beş yıldaki orana benzer oranlarda artış göstermesi beklenmektedir. Kamuya açık bilgilere dayanarak, Türkiye'deki tüm mobil operatörler 2015 yılında 4.5G'nin sunulmaya başlamasına dayalı yatırım harcamalarını artırmışlardır. Örnek olarak, Turkcell 2015 yılı içerisinde esas olarak 4.5G yatırımlarına ilişkin yatırım harcamalarını artırıp 31 Aralık 2015 tarihinde biten yıl için gelirlerinin neredeyse %20'sine denk gelen (bu oranın 2014 yılı için karşılığı %17'dir) operasyonel yatırım harcaması yapmıştır.

Türkiye'de artan 3G, 4.5G abonelikleriyle birlikte 30 Haziran 2016 itibarıyla %60,0'ı geçen ve AB ortalamalarına kıyasla benzer bir oranda artış göstermesi beklenen akıllı telefon penetrasyonu kullanıcı başına tüketim ve genel veri trafiğinin *ADL Raporu*'na göre 2020'ye kadar her yıl neredeyse ikiye katlanması beklenmektedir. Artan veri tüketiminin, pazarın KBOG'sini son iki yıla oranla daha da hızlı bir oranda artırarak, çok az oranda azalan konuşma kaynaklı KBOG'yi dengelemekle kalmayıp pazarın KBOG'sini artırması beklenmektedir. Ayrıca, *ADL Raporu*'na göre Türkiye'deki sınırlı spektrum müsaitliği ve mobil şebeke operatörlerinin artan konuşma ve veri tüketiminin altından kalkabilmesi ve kapsama yükümlülüklerinin yerine getirebilmeleri için artan kapasite talepleri sonucunda telekom ağının daha fazla yoğunlaşma gerektirmesi beklenmekte olup bunun sonucunda da kule sahaları için daha fazla talep olacağı tahmin edilmektedir. Türkiye'deki pasif altyapı paylaşımını destekleyici mevzuatın da kule sahaları için olan talebi artırması beklenmektedir.

Site başına SİM ölçümü Türkiye'de gelişmekte olan pazarlara kıyasla nispeten az olsa da, yol kapsamı da dahil olmak üzere mobil operatörlerin güçlü ağ kapsamı sayesinde Batı Avrupa düzeylerindedir. Nüfusun artması ve yeni kentsel alanların oluşması ek büyüme imkânları oluşturmaktadır. Örnek olarak, İstanbul'da inşa edilen üçüncü köprüyle 60 yeni kuleye ihtiyaç doğmuştur. Toplam pazar için kule artışı aslında sınırlı olsa da, Şirket, bunun kendine, beklenen bağlantı noktası (PoP) artışından ötürü (veri kullanımının da desteğiyle) mobil operatörlerin yeni kule inşa etmesinden ziyade ek ortak kullanım alanlarına yönelmesiyle birlikte fayda sağlayacağını düşünmektedir.

Büyük ve benzersiz portföy sahaları ile baş telekom altyapısı şirketi

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket Türkiye'deki ilk ve tek bağımsız kule şirketi ve telekom altyapı işletmeciliği yapan en büyük operatör olup mobil operatörlere, İnternet Hizmet Sağlayıcılarına, radyo ve televizyon yayıncılarına, yerel ve idari şirketlere ve şebeke hizmetleri sağlayıcılarına saha hizmetleri sağlamaktadır. Şirket, BTK tarafından 17 Ekim 2007 tarihinde verilen Altyapı İşletmeciliği Lisansı ile Türkiye'de süresiz olarak yetkilendirilmiştir. Şirket, 30 Haziran 2016 itibarıyla kule sayısına bağlı olarak Avrupa'daki en büyük beşinci bağımsız kule şirkettir. Şirket faaliyetlerine 2007 yılında başlamış olup 30 Haziran 2016 itibarıyla kule portföyünü toplam 9.195 kuleye çıkarmıştır ve Türkiye ile Ukrayna'da sırasıyla 7.994 (Şirket'in işlettiği fakat sahibi olmadığı 2.213 adet TAGK sahası da dahil olmak üzere) ve 1.201 adet kuleye (Kırım'da bulunan 36 kule dışında) sahiptir. Şirketin sahip olduğu ve yönettiği saha portföyü Türkiye'deki en büyük portföy olup seçkin bölgelerde bulunmaktadır ve sahip olduğu ve yönettiği pazarlanabilir varlıkların (TATK varlıkları hariç) %16,9 ve %17,9'u Türkiye'nin en büyük beş şehrinde (İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Adana) yer almakta ve pazarlanabilir sahaların %58'inin 250 metre yakınında rakip kule bulunmamaktadır.

Birinci sınıf müşteriler ile uzun süreli sözleşmesel ilişkiler sonucu elde edilen yüksek gelir tahmin edilebilirliği

Şirket hem sahip olup hem de yönettiği kuleleri süresi genellikle üç ila 13 yıl arasında değişen ve herhangi bir tarafça feshedilmedikçe otomatik olarak yenilenen uzun vadeli Çerçeve Sözleşmeler ve SBS'ler tahtında müşterilerimize kiralamaktadır. Şirket'in hedefi büyük müşterileriyle çok yıllık sözleşmeler imzalayarak yüksek gelir tahmin edilebilirliği sağlamak olup, Şirket'in Türkiye'deki operasyonları için mevcut saha kira sözleşmelerinin ortalama ömrü dokuz yıl civarındadır ve 2020 yılına kadar şu anki sözleşmelerden Türkiye'de elde edilecek sözleşmeye bağlı nakit akışı yaklaşık 725 milyon TL'dir. Şirket'in sözleşmelerinin vade profili, güçlü bir gelir tahmin edilebilirliği ve nakit akışı sağlamakta olup, Türkiye'deki saha kira sözleşmelerinin yaklaşık %70'i 2018 sonrasında sona erecektir. Yüksek gelir tahmin edilebilirliği aynı zamanda Turkcell'le imzalanmış olan ve Turkcell'in diğer yükümlülüklerle birlikte Çerçeve Sözleşmeler ve SBS'leri imtiyaz sözleşmesi (GSM, 3G ve 4.5G ile ilgili olarak imzalanan) devam ettiği sürece feshetmeme yükümlülüğü altına girdiği Protokol ile de desteklenmektedir.

Büyük mobil operatörlerden oluşan müşteriler ile birlikte mesafeli ilişkilere sahip güçlü ana kiracı

Şirket'in gelirlerinin büyük bir bölümü Türkiye'deki en önde gelen mobil operatörü ve en büyük ikinci telekomünikasyon şirketi olup Şirketin sahalarındaki ana kiracı olan Turkcell'den elde edilmektedir. Turkcell, Nisan 1998 tarihinde almış olduğu 25 yıllık GSM lisansı çerçevesinde, Nisan 2009'da almış olduğu 20 yıllık 3G lisansı ve 30 Nisan 2029'a kadar geçerliliği olan 4.5G lisansı altında faaliyet göstermektedir. Turkcell geleneksel mobil ses ve veri iletişiminin ötesinde, sunduğu hizmetlerin sayısını sürekli olarak artırmaktadır. Turkcell'in Kuzey Kıbrıs, Almanya, Belarus, Hollanda ve Ukrayna'da iştirakleri bulunmaktadır. Turkcell'in ayrıca Azerbaycan, Kazakistan, Moldova ve Gürcistan'da %41,5 oranında hisseye sahip olduğu iştiraki Fintur aracılığıyla yatırımları bulunmaktadır. Diğer önemli müşterilerimize bazıları Türkiye'deki (Vodafone ve Avea) ve Ukrayna'daki (Kyivstar ve Vodafone) Turkcell dışındaki büyük mobil operatörler dahildir.

Genişleme kapsamında uluslararası mevcudiyet

Türkiye'ye ek olarak, Şirket Ukrayna'da 2008'den beri faaldir ve an itibarıyla uluslararası mevcudiyetini Belarus ve Kuzey Kıbrıs'ı da kapsayacak şekilde, bu ülkelerde mobil operatörlerin kapsama, kapasite ve kalite gereksinimleri için baz istasyonlarının sayısının artmasına olan ihtiyacıyla telekom altyapısı pazarına olan talebin artacağı beklentisiyle genişletme aşamasındadır. An itibarıyla, Şirket faaliyetini Belarus ve Kuzey Kıbrıs'ta coğrafi anlamda genişletmeyi planlamaktadır. Şirket, Belarus'ta Turkcell Grubu'nun bir parçası olarak mobil operatörlük faaliyeti sunan BeST ile sahip oldukları 830 kulenin hepsinin kullanım hakkı veya satma ve geri kiralama metodlarıyla devralımına ilişkin potansiyel bir işlem değerlendirmektedir. Kuzey Kıbrıs'ta kulelerin kullanım hakkının devri için bir sözleşme imzalanmış ve Şirket Kuzey Kıbrıs'ta bulunan 115 adet kuleyi üçüncü kişilere kullandırmaya bu sözleşme ile hak kazanmıştır.

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Cazip fırsatlar ortaya çıkarsa, Şirket faaliyetlerini Doğu Avrupa, Balkanlar, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Bağımsız Devletler Topluluğu ("BDT") bölgelerinde genişletmeye karar verebilir.

Kârlılığı ve nakit akış dönüşümünü geliştirme

Şirket, kârlılığını ve nakit akış dönüşümünü, sahip olduğu ve işlettiği sahalardaki kiracılık oranlarını en üst düzeye çıkartarak ve faaliyet masraflarını ileri düzeyde tecrübeli yönetim kadrosu ve onların güçlü endüstri know-how'ını kullanıp azaltarak, daha da artırmayı planlamaktadır. Şirket halihazırdaki geniş kule portföyünden faydalanıp müşterilerine kiralama hizmeti sunumunu artırmayı ve sektöründeki bağlantı noktası (PoP) sayısındaki artıştan faydalanarak kiracılık oranlarını en üst düzeye çıkartmayı planlamaktadır. Şirket'in mevcut sahalarında ortak kullanıcı sayısını artırması ortalama olarak 15 gün içerisinde tamamlanan hızlı bir süreçtir. Şirket, kule portföyündeki mevcut müsait alanı kiralamak ve kiracılık oranlarını artırmak için güçlü müşteri ilişkilerini özellikle Turkcell Grubu dışındaki müşterileriyle olan önemli pazarlama faaliyetlerinde kullanmaya başlamayı planlamaktadır. Örneğin, Şirket, 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla, yaklaşık 300 sözleşmesi bulunan Avea ile 400'den fazla kuleye ilişkin yeni bir projeyi müzakere etmektedir. Şirket, yönetilen varlıklarındaki ortak kullanımla alt kiralama artışıyla (TAGK varlıkları'nda) eski eğilimler çizgisinde kalmayı planlamaktadır. Şirket Türkiye'deki düzenlemelerin pasif altyapı paylaşımına ilişkin güçlü desteğinden de faydalanacağını düşünmektedir.

Şirketin masraflara ilişkin temel iyileştirme planı öncelikle en büyük faaliyet masrafı olan arsa kira harcamalarına ilişkindir. Şirket arsa kira masraflarını saha bazlı faaliyetlere odaklanarak, arsa sahipleriyle her sahaya ilişkin olarak pazarlık yaparak (örneğin yıllık artış oranını enflasyon oranının altında belirleyerek), arsa kiralrı için üç yıldan beş yıla kadar avans nakit ödeme yapıp indirim sağlayarak, arsa sahipleriyle yakın ilişki yönetimi ve arsa alım fırsatları yoluyla azaltmayı planlamaktadır. Cazip fırsatlar ortaya çıkar ve düzenlemeler Şirket'e izin verirse, Şirket'in stratejisi saha alımına devam edip faaliyet masraflarını azaltmak ve üstünde Şirket'in kuleleri bulunan arsaların uzun süreli mülkiyetini kazanmaktır. 2017'den başlayarak Şirket yıllık yaklaşık olarak 100 arazi satın almayı planlamaktadır. Arazi alım stratejisinde öncelik olarak en az beş yıllık kiracıya sahip sahalara veya finansal olarak alımı arsa sahiplerine ödenen kirayla kıyaslandığında makul olan sahalara yönelik olacaktır.

Kiralama faaliyetlerinden elde edilen gelirin artışına ek olarak, Şirket'in stratejisi aynı zamanda diğer faaliyetlerden elde edilen geliri artırmaktır. Yap-sat faaliyetlerine yönelik olarak Şirket internete dayalı sensörlere sahip ve küçük kuleli yeni tarım bilgi ağı gibi planlanmış ve potansiyel hükümet projeleri, halihazırdaki yap-sat müşterilerinin potansiyel yeni ihtiyaçları (örneğin Aselsan projesinin yeni aşamaları) ve kiracı müşterilere yardımcı maddelerin sağlanması gibi (örneğin yayıncı müşteriler) alanlarda gelişimi hedeflemektedir. Sözleşme yönetimi faaliyetine gelinirse, Şirket, Turkcell'e sadece saha alım hizmeti sunduğu için Turkcell'in ağ yoğunlaşmasının yeni bağlantı noktalarıyla (PoP) Şirket'in sözleşme yönetimi gelirlerini artırmasını beklemektedir.

Kule portföyünün organik genişlemesini sürdürmek

Kule altyapı sektöründe bölgesel lider olarak, Şirket kule portföyünü hem ağını genişletip hem de belli sayıda yönetilen saha satın alarak organik olarak genişletmeyi sürdürmeyi planlamaktadır. Şirket'in sözleşmesel ilişkileri ve düzenlemeler izin verdiği ölçüde, Şirket Türkiye'deki yönetilen kule portföyünü sahip olunan kule portföyüne dönüştürüp kiralama faaliyetlerinden elde edilen gelirleri olabilecek en iyi düzeye getirmeyi planlamaktadır. Şirket Türkiye'de sahip olduğu saha portföyünün bazı yönetilen sahaların alınmasıyla genişlemesinde açık bir fırsat olduğunu düşünmektedir. Sahip olunan kule portföyünün genişlemesi ana kiracıların, yani Türkiye'de Turkcell Ukrayna'da Lifecell'in planlarıyla yakından ilişkilidir. Şirket'in organik genişleme planlarının bir parçası olarak Şirket yıllık olarak yaklaşık 200 kule artışı hedeflemektedir (sökülen kulelerden netleştirilmiş olarak).

Seçici ve disiplinli inorganik büyümeye odaklanma

THYATIM
KURUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket, hissedar değeri yaratmadaki uzun süreli hedeflerine uygun olarak portföyünü daha da genişletmeyi ve güçlü bir operasyonel performans ve nakit akışı üretiminin desteğiyle seçici devralmalarla inorganik büyüme sağlamayı hedeflemektedir. Geçmişte, Şirket'in inorganik büyümesi Turkcell Grubu'ndan seçici olarak bazı devralımların yapılmasıyla sınırlıydı (Ukrayna, KKTC ve Belarus). Şirket ayrıca Turkcell'in stratejik olarak yatırım yapmayı değerlendirdiği bölgelerdeki yatırım fırsatlarını da değerlendirmektedir. Örneğin, Şubat 2016'da Turkcell'in Yönetim Kurulu Kazakistan, Azerbaycan, Moldova ve Gürcistan'da faaliyetleri bulunan TeliaSonera'nın Fintur Holdings B.V.'de geriye kalan %58,6'lık hissesi ve TeliaSonera'nın Kazakistan'da faaliyet gösteren Kcell'deki %24 doğrudan hissesi için bağlayıcı bir teklifte bulunmuştur. Fintur an itibarıyla %58,55'lik TeliaSonera'nın ve %41,45 Turkcell'indir. Turkcell TeliaSonera'nın bu tüzel kişilerde bulunan hisselerini almayı başarırca Şirket tüzel kişilerin tahminince 2.500 olan kule portföyünün seçici devralımına ilişkin Şirket Turkcell ile pazarlık yapmayı planlamaktadır. Şirket işini seçici devralımlarda büyümeye devam etmeyi planlamaktadır ve düzenli olarak Doğu Avrupa, Balkanlar, Ortadoğu, Kuzey Afrika ve BDT bölgelerinde devralım fırsatlarını takip etmektedir.

4. Değerleme Yöntemleri

İşbu raporda kullanılan değerleme yöntemleri, emsal karşılaştırmasına dayanan çarpan analizi yöntemi ile varlık esaslı bir değerleme yöntemi olan Defter Değeri yöntemleridir.

Değerleme çalışması Şirket'in 30.06.2016 tarihli proforma finansal tablolarını temel almaktadır.

Çarpan Analizi çalışmasında aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır:

- FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) Çarpanı
- F / K (Fiyat / Kazanç) Çarpanı
- FD/Net Satışlar Çarpanı

Varlık esaslı bir değerleme yöntemi olan Defter Değeri yönteminde, varlıkların değerlemesi yapılmamış, 30.06.2016 tarihli bilanço üzerinden defter değeri hesaplanmıştır.

FAVÖK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5. Benzer Şirketler

Türkiye'de Global Tower ile aynı alanda faaliyet gösteren halka açık bir firma bulunmadığı için benzer şirket analizinde Global Tower ile faaliyetleri benzeşen uluslararası firmalar baz alınmıştır.

Tablo 1 Uluslararası Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	FD (mn \$)	PD (mn \$)
Bharti Infratel	Hindistan	9.702,7	10.631,0
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	3.579,5	2.252,1
Telesites SAB de CV	Meksika	3.083,2	1.931,6
Sarana Menara Nusantara Tbk	Endonezya	3.663,4	2.984,2
Solusi Tunas Pratama Tbk	Endonezya	1.174,1	630,4
Crown Castle International	ABD	43.264,8	30.063,4
Infrastrutture Wireless Italiane	İtalya	2.986,1	2.895,0
American Tower	ABD	67.148,0	45.714,6
Cellnex Telecom	İspanya	5.242,7	4.175,8
SBA Communications	ABD	21.937,9	13.589,3

Kaynak: Bloomberg, 06.10.2016

6. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Değerlemede Baz Alınan Finansal Tablolar

Çarpana esas FAVÖK ve net kar değerlerinin hesaplanmasında 30.06.2016 tarihli proforma finansal tablolar kullanılmıştır.

Net Borç Pozisyonu

Net Borç, şirketin kısa ve uzun vadeli mali borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken net borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. Global Tower'ın net borç pozisyonu 30.06.2016 itibarıyla -39,9 milyon TL düzeyindedir.

Tablo 2 Net Borç Pozisyonu

BİN TL	31.12.2015	30.06.2016
Kısa Vadeli Mali Borç	65	58
Uzun Vadeli Mali Borç	22	20
Nakit ve Nakit Benzerleri	45.818	39.981
Net Borç Pozisyonu	- 45.731	- 39.903

7. Değerleme

7.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Global Tower değerlemesinde kullanılan çarpan analizi yönteminde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler içerisinde Global Tower ile benzer faaliyet içerisinde olan şirket bulunmadığından dolayı Borsa İstanbul şirket çarpanları değerlemede kullanılmamış, yurtdışı benzer şirket çarpanları kullanılmıştır.

Ayrıca Borsa İstanbul BİST-100 ve BİST Sanayi Endeksi şirketleri F/K ve FD/FAVÖK çarpanları ile yapılan hesaplama sonucunda ulaşılan şirket değerleri kendi içerisinde karşılaştırıldığında 559 milyon TL ile 1.089 milyon TL aralığında özsermaye değerleri hesaplanmaktadır. Bu değerler arasında yaklaşık iki katına yakın farklılıklar gözlenmekte olduğundan dolayı yurtiçi çarpanlar değerlemede kullanılmamakla birlikte aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

BİN TL	Değer
FAVÖK (2016T)	118.214
BİST 100 Endeksi Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	8,88
BİST 100 Endeksi Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.049.740
Net Borç (-)	- 39.903
BİST 100 Endeksi Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	1.089.643

BİN TL	Değer
FAVÖK (2016 T)	118.214
BİST Sanayi Endeksi Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	8,86
BİST Sanayi Endeksi Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.047.376
Net Borç (-)	- 39.903
BİST Sanayi Endeksi Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	1.087.279

BİN TL	Değer
Net Kar (2016T)	71.684
BİST 100 Endeksi Medyan F/K Çarpanı (x)	7,80
BİST 100 Endeksi Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	559.135

BİN TL	Değer
Net Kar (2016T)	71.684
BİST Sanayi Endeksi Medyan F/K Çarpanı (x)	11,47
BİST Sanayi Endeksi Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	822.215

Handwritten signature: *Yılmaz*
 TMMOB YATIRIM
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

7.1.1 FD/FAVÖK Çarpanı

Global Tower ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD / FAVÖK çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 3 Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK
Bharti Infratel	Hindistan	12,0
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	14,7
Telesites SAB de CV	Meksika	18,8
Sarana Menara Nusantara Tbk	Endonezya	11,5
Solusi Tunas Pratama Tbk	Endonezya	9,4
Crown Castle International	ABD	19,6
Infrastrutture Wireless Italiane	İtalya	16,5
American Tower	ABD	19,1
Cellnex Telecom	İspanya	16,6
SBA Communications	ABD	19,7
MEDYAN		14,7
ORTALAMA		14,2

Kaynak: Bloomberg, 06.10.2016

ABD şirket çarpanları faaliyet gösterdikleri pazarın farklı dinamikleri dolayısıyla yüksek oranlara sahip olup, bu çarpanlar medyan ve ortalama hesaplamalarına dahil edilmemiştir. 2016 yılı 12 aylık tahmini çarpanlar dikkate alınmıştır.

Tablo 4 FAVÖK

Bin TL	30.06.2016 Bağımsız Denetimden Geçmemiş Proforma
Brüt Kar	53.183
Genel Yönetim Gideri	-4.153
Pazarlama Gideri	-1.964
Amortisman	12.041
FAVÖK 2016 1Y	59.107
2016 Yıllık Tahmini FAVÖK	118.214

Kaynak: Global Tower

Global Tower için 2016 yılı 6 aylık proforma finansal tablolar baz alınarak hesaplanan FAVÖK tutarı 59,1 milyon TL'dir.

"Proforma konsolide finansal bilgiler Grup yönetimi tarafından, Grup'un bağlı ortaklığı olan LLC UkrTower'ın 30 Nisan 2016 tarihinde yapmış olduğu 811 kule satın alım işleminin Grup'un 30 Haziran 2016 tarihinde sona eren ara hesap dönemine ilişkin konsolide finansal performansı üzerine etkisini; İşlem 1 Ocak 2016 tarihinde gerçekleşmişcesine göstermek amacıyla derlenmiştir.

16 Mart 2016 tarihinde, UkrTower, Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin iştiraki olan LLC lifecell ile lifecell'in sahibi olduğu 811 adet kulenin UkrTower'a satışına ilişkin sözleşme imzalamıştır. Satış işlemi, anlaşma bedeli olan 1.363.160.038 Ukrayna Grivnası'nın (30 Nisan 2016 tarihi itibarıyla 151.619 TL) tamamının 30 Nisan 2016 tarihinde ödenmesiyle tamamlanmıştır."

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Global Tower'ın 2016 yılı 12 aylık tahmini FAVÖK tutarı hesaplaması yapılırken Ukrayna işleminin de hesaplama dahil edilmesi amacıyla kaydırma yöntemi kullanılmamıştır. Şirket'in faaliyetlerinde dönemsellik unsuru bulunmadığından dolayı hesaplanan 6 aylık FAVÖK tutarının iki ile çarpılması sonucu 2016 yılı tahmini FAVÖK tutarı 118,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Global Tower için Özsermaye Değeri, uluslararası benzer şirketlerden elde edilen medyan FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 5 2016 Yılı Tahmini FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Bin TL	Değer
FAVÖK (2016 T)	118.214
Uluslararası Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	14,7
Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.739.159
Net Borç (-)	- 39.903
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	1.779.062

Kaynak: Turkish Yatırım

7.1.2 F/K Çarpanı

F/K çarpanı, 2016 yılı 12 aylık tahmini F/K çarpanları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Global Tower değerlemesinde kullanılmak üzere seçilen benzer şirketlerin F/K çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 6 Benzer Şirketlerin F/K Çarpanları

Şirket	Ülke	F/K
Bharti Infratel	Hindistan	30,5
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	23,3
Telesites SAB de CV	Meksika	a.d.
Sarana Menara Nusantara Tbk	Endonezya	17,9
Solusi Tunas Pratama Tbk	Endonezya	24,0
Crown Castle International	ABD	93,0
Infrastrutture Wireless Italiane	İtalya	26,4
American Tower	ABD	49,0
Cellnex Telecom	İspanya	58,2
SBA Communications	ABD	117,3
MEDYAN		25,2
ORTALAMA		30,1

Kaynak: Bloomberg, 06.10.2016

ABD şirket çarpanları faaliyet gösterdikleri pazarın farklı dinamikleri dolayısıyla yüksek oranlara sahip olup, bu çarpanlar medyan ve ortalama hesaplamalarına dahil edilmemiştir. 2016 yılı 12 aylık tahmini çarpanlar dikkate alınmıştır.

Global Tower'ın 30.06.2015 ile başlayan ve 30.06.2016 tarihinde sona eren 12 aylık dönem için hesaplanan net kar rakamı aşağıda verilmiştir.

TURKISH YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 7 Net Kar

Bin TL	30.06.2016 Bağımsız Denetimden Geçmemiş Proforma
Net Kar (TL) 2016 6 aylık	35.842
2016 Yıllık Tahmini Net Kar	71.684

Kaynak: Global Tower

Global Tower için 2016 yılı 6 aylık proforma finansal tablolar baz alınarak hesaplanan Net Kar tutarı 35,8 milyon TL'dir.

Global Tower'ın 2016 yılı 12 aylık tahmini Net Kar tutarı hesaplaması yapılırken Ukrayna işleminin de hesaplama dahil edilmesi amacıyla kaydırma yöntemi kullanılmamıştır. Şirket'in faaliyetlerinde dönemsellik unsuru bulunmadığından dolayı hesaplanan 6 aylık Net Kar tutarının iki ile çarpılması sonucu 2016 yılı tahmini Net Kar tutarı 71,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Global Tower için Özsermaye Değeri, uluslararası benzer şirketlerden elde edilen 2016 yılı 12 aylık tahmini medyan F/K çarpanları kullanılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 8 2016 Yılı Tahmini F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Bin TL	Değer
Net Kar (2016 T)	71.684
Uluslararası Benzer Şirketler Medyan F/K Çarpanı (x)	25,2
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	1.806.339

Kaynak: Turkish Yatırım

7.1.3 FD/Satışlar Çarpanı

FD/Satışlar çarpanı, 2016 yılı 12 aylık tahmini FD/Satışlar çarpanları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Global Tower değerlemesinde kullanılmak üzere seçilen benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 9 Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/Satışlar
Bharti Infratel	Hindistan	5,2
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	12,6
Telesites SAB de CV	Meksika	11,0
Sarana Menara Nusantara Tbk	Endonezya	9,7
Solusi Tunas Pratama Tbk	Endonezya	8,0
Crown Castle International	ABD	11,3
Infrastrutture Wireless Italiane	İtalya	8,0
American Tower	ABD	11,6
Cellnex Telecom	İspanya	6,6
SBA Communications	ABD	13,4
MEDYAN		8,0
ORTALAMA		8,7

Kaynak: Bloomberg, 06.10.2016

ABD şirket çarpanları faaliyet gösterdikleri pazarın farklı dinamikleri dolayısıyla yüksek oranlara sahip olup, bu çarpanlar medyan ve ortalama hesaplamalarına dahil edilmemiştir. 2016 yılı 12 aylık tahmini çarpanlar dikkate alınmıştır.

TURKISH YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Global Tower'ın 2016 yılı 12 aylık dönem için hesaplanan tahmini net hasılat rakamı aşağıda verilmiştir.

Tablo 10 Net Hasılat

BİN TL	30.06.2016Bağımsız Denetimden Geçmemiş Proforma
Hasılat (2016 6 aylık proforma)	168.699
Yansıtılan Gelirler (-)	- 61.531
Net Hasılat	107.168
Net Hasılat (2016 T)	214.336

Kaynak: Global Tower

2016 yılı 12 aylık tahmini hasılat hesaplamasında yansıtılan gelirler düşülerek 6 aylık tutar yıllıklandırılmıştır.

Global Tower için Özsermaye Değeri, uluslararası benzer şirketlerden elde edilen 2016 yılı 12 aylık tahmini medyan FD/Satışlar çarpanları kullanılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 11 2016 yılı Tahmini FD/Satışlar Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

BİN TL	Değer
Hasılat (2016T)	214.336
Uluslararası Benzer Şirketler Medyan FD/Satışlar Çarpanı (x)	8,0
Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.719.613
Net Borç (-)	- 39.903
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	1.759.516

Kaynak: Turkish Yatırım

7.2 Defter Değeri Yöntemi

Defter Değeri yöntemi aktif bazlı değerlendirme yöntemlerinden biridir. Aktif bazlı yöntemler, değerlendirme yapılan şirketi oluşturan varlıkların değerlerinin toplanmasını esas alan yöntemlerdir.

Defter Değeri, şirketin mali tablolarındaki özkaynakların 1 TL nominal değerli bir paya karşılık gelen değeridir. İşbu raporda kullanılan Defter Değeri yönteminde, Şirket'in duran varlıklarının değerlemesi yapılmaksızın 30.06.2016 tarihli bilanço değerleri üzerinden defter değeri hesaplanmıştır.

Global Tower'ın 30.06.2016 tarihli bilançosundaki özkaynaklar 394,2 milyon TL'dir. Toplam 345,3 milyon adet pay bulunduğundan, bu özkaynak rakamına denk gelen birim fiyat 1,14 TL olarak hesaplanmaktadır.

7.3 Sonuç

Rapor kapsamında aktif bazlı değerlendirme yöntemlerinden biri olan Defter Değeri Yöntemi, tarihi maliyetler diye de ifade edilen ve şirketin sahip olduğu varlıkların yıllar itibariyle gerçek yıpranmalarını ve teknolojik/ekonomik ömürlerini, varlığın sahip olduğu borç/alacakların güncel değerlerini dikkate almayan bir değerlendirme yöntemi olduğundan dolayı, şirketin geleceğe yönelik potansiyel değer yaratma unsurunu kapsamamaktadır. Şirket değeri

TURKISH YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

hesaplamasında şirket için uygun yöntemlerden biri olmadığı düşüncesiyle değerlendirme sonucunda göz ardı edilmiştir.

Global Tower, ana faaliyet konusu bakımından Borsa İstanbul'da işlem gören herhangi bir firma ile birebir benzerlik taşımamaktadır. Söz konusu durum sebebiyle uluslararası alanda faaliyet gösteren benzer firmaların, FD/FAVÖK çarpanı, F/K çarpanı ve FD/Satışlar çarpanı eşit olarak ağırlıklandırılarak şirket değeri hesaplanmıştır.

Borsa İstanbul BİST-100 ve BİST Sanayi Endeksi şirketleri F/K ve FD/FAVÖK çarpanları ile yapılan hesaplama sonucunda ulaşılan şirket değeri kıyaslandığında iki katına yakın farklılıklar oluşmakta olduğundan ve ayrıca Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler içerisinde Global Tower ile benzer faaliyet içerisinde olan şirket bulunmadığından dolayı yurtiçi çarpanlar değerlemede kullanılmamıştır.

Uluslararası benzer şirketlerin 2016 yılı 12 aylık tahmini çarpanlarının medyanları baz alınarak kullanılan üç çarpan eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

2016 12 aylık tahmini FD/FAVÖK çarpanı medyanına göre şirketin özsermaye değeri 1.779.062 TL olarak hesaplanmıştır.

2016 12 aylık tahmini F/K çarpanı medyanına göre şirketin özsermaye değeri 1.806.339 TL olarak hesaplanmıştır.

2016 yılı 12 aylık tahmini FD/Satışlar çarpanı medyanına göre ise şirketin özsermaye değeri 1.759.516 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme hesaplamasında dikkate alınan üç yöntemin ortalamasına göre şirketin özsermaye değeri 1.781.639 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 12 2016 yılı Tahmini FD/Net Kar Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
FD/FAVÖK	33,3%	5,15
FD/ NET SATIŞLAR	33,3%	5,09
F/K	33,3%	5,23
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)		5,16
Halka Arz Fiyat Aralığı (TL)		3,82 – 4,46
Halka Arz Aralığı İskontosu		%26 - %14

Kaynak: Turkish Yatırım

Hesaplama sonucunda Global Tower paylarının birim fiyatı 5,16 TL olarak belirlenmiştir. Sırasıyla %26 ve %14 oranında uygulanacak olan halka arz iskontosuna göre halka arz fiyat aralığı **3,82 TL - 4,46 TL** olarak hesaplanmıştır.

7.4 Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler

- Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)" hükümlerine uygun hareket edilmektedir.

TÜRKİSH YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Bu değerleme raporu; aşağıdaki ilkeler çerçevesinde, Uluslararası Değerleme Standartları doğrultusunda hazırlanmıştır;

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar müşteriye ve Global Tower hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Turkish Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Turkish Yatırım, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket etmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Global Tower tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Turkish Yatırım, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bununla birlikte, Turkish Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.