



**GLOBALTOWER**  
İletişimin Kuleleri

**Kule Hizmet ve İşletmecilik A.Ş.**  
**(“Global Tower”)**  
**“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ**

**EKİM 2016**



**Ziraat Yatırım**

---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. SEKTÖREL BİLGİ</b>	<b>3</b>
<b>II. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>5</b>
<b>III. FİNANSAL BİLGİLER</b>	<b>9</b>
<b>IV. DEĞERLENDİRME</b>	<b>10</b>
<b>V. GÖRÜŞ ve SONUÇ</b>	<b>12</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından İş Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("İş Yatırım") Konsorsiyum lideri olduğu Kule Hizmet Ve İşletmecilik A.Ş. ("Global Tower" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında konsorsiyum eşlideri Turkish Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Turkish Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. Sektörel Bilgi

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Kule Hizmet Ve İşletmecilik A.Ş.'nin ("Global Tower" veya "Şirket") Halka Arz İzahnamesi'nden ve Global Tower Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

### **Türkiye Telekom Pazarı**

- ✓ Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu'na ("BTK") göre, Türkiye'deki mobil pazar servis gelirleri 2010 ve 2015 yılları arasında %9'un üzerinde yıllık bileşik büyüme oranına ulaşmıştır. Bu büyüme müşterilerin talebine bağlı olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla, Türkiye'de Türk Telekom'un 5.500 (baz istasyonu hariç kule sayısı), Vodafone'un yaklaşık 6.000, TRT'nin ise 1.300 adet kulesi bulunmaktadır (Kaynak: Arthur D. Little tarafından hazırlanan rapor ("ADL Raporu").
- ✓ Türkiye'deki mobil telekom pazarı yaklaşık 74 milyon aboneden oluşan ve Avrupa ülkelerindeki ortalama büyüklüğün oldukça üzerinde olan geniş abone tabanı ile öne çıkmakta olup net abone artışı ile daha da büyük bir oranda büyümesi beklenmektedir (ADL Raporu ve WCIS'ye göre).
- ✓ Ayrıca, ADL Raporu'na göre Türkiye'deki sınırlı spektrum ve mobil şebeke operatörlerinin artan konuşma süresi ve veri tüketiminin altından kalkabilmeleri ve kapsama yükümlülüklerinin yerine getirebilmeleri için artan kapasite talepleri sonucunda telekom ağının daha fazla yoğunlaşması beklenmekte olup, bunun sonucunda da kule sahaları için daha fazla talep olacağı düşünülmektedir. Türkiye'deki pasif altyapı paylaşımını destekleyici mevzuatın da kule sahaları için olan talebi artırması beklenmektedir.
- ✓ Türk mobil hizmet pazarının 2020 yılına dek reel anlamda yıllık %3,7 oranında büyümesi beklenmekte olup bu oran, Batı Avrupa, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki ortalama büyüme oranlarından oldukça yüksektir. Bu büyümeye abone tabanındaki genişleme ve mobil veri talebinde 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, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinden düşüktür. Bununla birlikte, ülke geliştikçe, mobil penetrasyonunun da 2019'a dek muadili pazarlardaki oranları yakalayarak %97'ye ulaşması beklenmektedir (Arthur D. Little analizleri). Bu doğrultuda, mobil kullanıcı sayısının 2019'a dek %6,8 oranında büyümesi beklenmekte olup (Arthur D. Little analizleri), mutlak verilere göre bu oran Batı Avrupa, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin ortalamalarından daha yüksektir.
- ✓ 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.
- ✓ Aşağıdaki tabloda, 31 Aralık 2015'te sona eren yıllık dönem itibarıyla mobil abone sayısı ile 31 Aralık 2015 tarihinden itibaren 2019'da sona erecek yıllık döneme kadar tahmini net toplam abone artış sayıları belirtilmektedir:

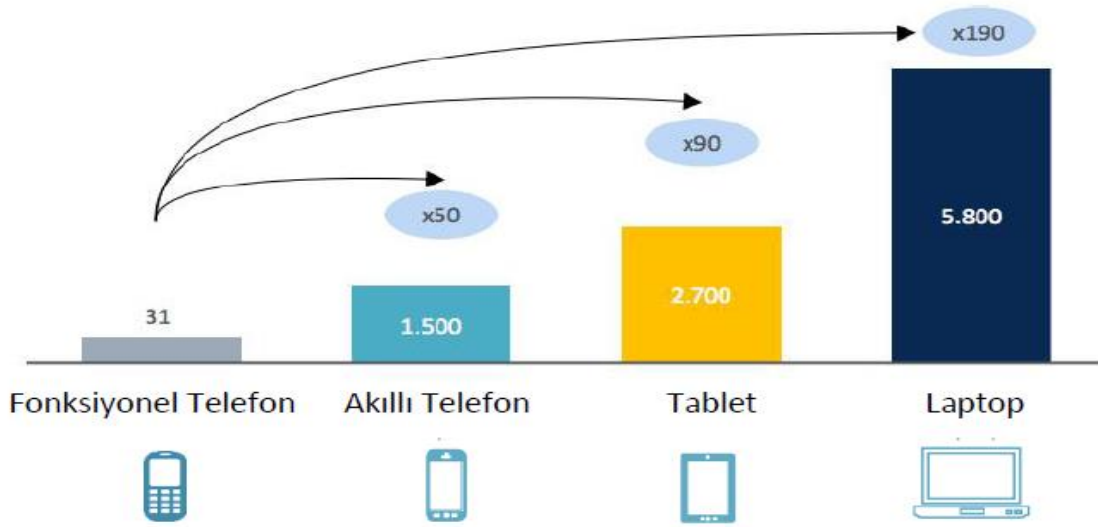
	Türkiye	Batı Avrupa <sup>(1)</sup> (milyon)	Orta Doğu Avrupa <sup>(2)</sup>
Mobil aboneler	74,0	34,0	24,0
Toplam abone net artışları (2015Y-2019T) .....	5,0	2,8	1,2
Artış (%).....	%6,8	%8,2	%5,0

Kaynaklar: Arthur D. Little Analizleri

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. (3) Arthur D. Little analizine dayanılmıştır.

- ✓ Aşağıdaki tablo 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla gelişmiş mobil cihazların veri kullanımının gelişimini göstermektedir:

### Cihaz başına Ortalama Veri Kullanımı (2015Y, MB/Aylık Veri Kullanımı)



Kaynak: Arthur D. Little analizleri

- ✓ 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 (Arthur D. Little analizleri).
- ✓ 4.5G'nin çıkışıyla veri kaynaklı gelirlerin artması ve konuşma, SMS ve MMS gibi geleneksel hizmetlerden kaynaklanan gelirlerin yaklaşık olarak sabit kalmasıyla birlikte mobil gelirlerinin 2015 ile 2020 arasında %9 YBBO ile büyüyeceği öngörülmektedir. Aralık 2015 itibarıyla %33,8 olan mobil veri gelirlerinin toplam mobil servis gelirlerine oranının 2020'de %54,3'e ulaşacağı tahmin edilmektedir (Arthur D. Little analizleri).

### Türk Kule Sektörü

- ✓ Türk kule pazarı, TRT ve diğer daha küçük işletmelerin kule portföyü hariç olmak üzere, yaklaşık 19.500 kuleden oluşmaktadır (Kaynak: ADL Raporu). Bu kuleler genellikle mobil operatörler ve yayıncılar tarafından kullanılmaktadır. Türk 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 TATK kulelerinin haricileştirilmesi ihtiyaçlarını karşılamak için portföyünü genişletmeye devam etmektedir.

- ✓ Türk kule pazarı, mobil operatörlere yeni bir tesis üretimi için onay almadan önce denk tesislerin ortak kullanımı için arama yükümlülüğü öngörmek suretiyle pasif altyapı paylaşımını destekleyici bir mevzuattan (Hücreyel 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'yı buna ilişkin gerekçeler ve tevsik edici belgelerle bilgilendirmekle yükümlüdür. Son olarak, mobil operatörlerin mevcut kapsama yükümlülüklerinin de kule alanına talebi artırması beklenmektedir.

### **Ukrayna Telekom Pazarı**

- ✓ 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 (Kaynak: ADL Raporu). 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 Sektörü**

- ✓ Ukrayna kule pazarı, yaklaşık 12.000 kuleden oluşmaktadır (Kaynak: ADL Raporu).
- ✓ Ukrayna'nın altyapı ihtiyaçlarının, yeni kule inşaatlarına yol açması beklenmektedir. Örneğin, halihazırda 1.201 kuleyi (yedi mobil kule ve 14 DAS (bina içi sistem) dahil ve Kırım bölgesindeki faal olmayan 36 kule hariç) 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 (Kaynak: ADL Raporu).

## **II. Şirket Bilgileri**

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Global Tower Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

- ✓ Kule Hizmet ve İşletmecilik A.Ş. (kısaca "Global Tower" veya "Şirket") 2006 yılında kurulmuştur. Şirket, Türkiye'deki ilk ve bağımsız tek kule şirketi olup toplam varlıkları bakımından en büyük telekomünikasyon altyapı operatörüdür. Şirket Türkiye'de ve Ukrayna'da kiralama hizmetleri, yap-sat hizmetleri (build and sale) ve önleyici bakım hizmetleri (preventive maintenance) ile diğer hizmetleri sunmaktadır.
- ✓ Şirket'in tamamına sahip olduğu Ukrayna kanunlarına tabi bağlı ortaklığı LLC UkrTower ("UkrTower"), Ukrayna'daki bağımsız tek kule şirkettir. Ayrıca, Şirket, mobil operatörlere, İnternet Servis Sağlayıcılarına ("İSSler"), radyo ve televizyon yayıncılarına, yerel ve idari kuruluşlara ve şebeke hizmetleri sunucularına saha hizmetleri sunmaktadır.

- ✓ 30 Haziran 2016 itibariyle kule portföyünü, Türkiye’de 7.994 kule ve Ukrayna’da 1.187 kule olmak üzere toplam 9.181 kuleye çıkararak kule sayısı bakımından Doğu Avrupa’nın beşinci büyük bağımsız kule şirketi haline gelmiştir. Bu kulelerin
  - 3.393’ü Şirket’e ait olup Şirket tarafından işletilmektedir
  - 2.388’i Turkcell’e ait olup Şirket tarafından işletilmektedir ve
  - 2.213’ü yine Turkcell’e ait olup Şirket sahalarına ilişkin mal sahipleri ile olan sözleşmesel ilişkilerin yönetiminden sorumludur.
- ✓ Şirket, BTK tarafından 17 Ekim 2007 tarihinde süresiz olarak verilen Altyapı İşletmeciliği Lisansı ile Türkiye’de yetkilendirilmiştir. Şirket’in faaliyetlerini yürütmek için, yapı ruhsatları ve faaliyet gösterdiği sahaların yerine göre gerekli olabilecek ruhsatlar dışında başka bir lisans alması gerekmemektedir.
- ✓ Turktell Bilişim Servisleri A.Ş.’nin Şirket’te %100 pay sahipliği vardır. Turktell Bilişim Servisleri A.Ş.’de ise Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.’nin %100 pay sahipliği bulunmaktadır. Bu durumda Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. Şirket’in sermayesinin dolaylı olarak %100’üne sahiptir.

GLOBAL TOWER Ortaklık Yapısı						
	Mevcut Durum		Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran
Turktell Bilişim Servisleri A.Ş.	345.343.440	100,0%	270.268.778	78,3%	259.007.579	75,0%
Turkcell Satış ve Dağıtım Hizm. A.Ş.	1	0,00%	1	0,0%	1	0,0%
Global Bilgi Paz. Dan. ve Çağrı Servisi Hizm. A.Ş.	1	0,00%	1	0,0%	1	0,0%
Turkcell Ödeme Hizmetleri A.Ş.	1	0,00%	1	0,0%	1	0,0%
Turkcell İnteraktif Dijital Platform ve İçerik Hizm. A.Ş.	1	0,00%	1	0,0%	1	0,0%
Halka Arz	-	-	75.074.662	21,7%	86.335.861	25,0%
<b>TOPLAM</b>	<b>345.343.444</b>	<b>100,0%</b>	<b>345.343.444</b>	<b>100,0%</b>	<b>345.343.444</b>	<b>100,0%</b>

- ✓ 5 Ekim 2016 itibarı ile Şirket’in Türkiye çalışan sayısı 150 seviyesindedir. İdari personel sayısı 17, teknik personel ve operasyonlarla ilgili personel sayısı ise 131 düzeyindedir.
- ✓ Şirket telekomünikasyon altyapı işletmeciliği sektöründe dört ana alanda faaliyet göstermektedir:
  - Anten ve diğer ekipman için, çoğunlukla telekomünikasyon şirketi olan müşterilerine sahalarında alan kiralanması;
  - 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).

Şirket 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.

Türkiye’de Şirket ayrıca Turkcell’e 30 Haziran 2016 itibarıyla toplam 19.833 adet arsa ve bina kira sözleşmesi için kontrat yönetimi hizmetleri sunmaktadır.

- 
- ✓ Şirket, sahalarındaki kapasiteleri, öncelikle Türkiye ve Ukrayna'daki Grup şirketlerine, mobil operatörler, ISS'ler, radyo ve televizyon yayıncıları, yerel ve idari kuruluşlar ve şebeke hizmetleri sunucuları da dahil Turkcell Grubu dışındaki müşterilere, bu tarafların iletim ve telekomünikasyon ekipmanını barındırmak için kiralamaktadır.
  - ✓ Şirket, gelirlerini esas olarak müşterilerine sunduğu kiralama hizmetlerinden elde etmektedir. Şirket, süresi genelde ortalama beş yıl olan ve taraflarca feshedilmediği takdirde otomatik yenilenen uzun süreli Çerçeve Kira Sözleşmeleri ("Çerçeve Sözleşme") veya Site Bazlı Kiralama Sözleşmeleri ("SBS") çerçevesinde sahalarındaki müşterilere, kule alanlarını kiraya vermektedir.
  - ✓ Mevcut kulelere yeni müşterilerin eklenmesi, nispeten düşük miktarda yatırım harcamasıyla kapasite kullanımının iyileştirilmesini sağlamaktadır ve bu durum Şirket'in kar marjını iyileştirirken gelirlerinin büyümesine de imkân tanımaktadır. Bu nedenle, Şirket, tüm sahalarındaki ortak yerleşimi azami seviyeye çıkartmayı hedeflemektedir.
  - ✓ Şirket'in faaliyet modeli, müşterilerinin kule kiralama faaliyetlerinin artmasına dayanmaktadır. Haziran 2016 itibariyle Şirket'in kiracılık oranı, Şirket'e ait sahalarda %138 olarak gerçekleşmiştir.
  - ✓ Şirket, kulelerini ana tedarikçilerinden kuruluma hazır bir şekilde satın almaktadır. Şirket, sahada kurulum, söküm ve altyapı şebekesinin önleyici bakımı gibi çeşitli hizmetlerde de ana tedarikçilerine bağlıdır.
  - ✓ Global Tower, sahip olduğu telekomünikasyon altyapısındaki kapasiteyi hem Turkcell Grubu içinde hem de Turkcell Grubu haricinde yer alan mobil operatörleri, internet servis sağlayıcıları ("ISS"), radyo ve televizyon yayıncıları, yerel ve idari kuruluşlar ve şebeke hizmetleri sağlayıcılarına kiralamaktadır.
  - ✓ Şirket, gelirlerinin önemli bir kısmını en büyük müşterisi ve aynı zamanda dolaylı olarak payların tümünü elinde bulunduran Turkcell'den elde etmektedir. Haziran 2016 itibariyle Turkcell Grubuna verilen hizmetlerden elde edilen gelirler, Şirket'in toplam gelirlerinin %86,3'ünü oluşturmaktadır.
  - ✓ Şirket'in Turkcell Grubu haricindeki müşterilerinden elde ettiği gelirlerin kaynağı da esas olarak Türkiye'de bulunan Turkcell harici iki mobil operatör olan Vodafone ve Türk Telekom'dur. Turkcell Grubu haricindeki müşterilere verilen hizmetlerden elde edilen gelirler ise, Şirket'in toplam gelirlerinin %13,7'sini oluşturmaktadır. Şirket, Vodafone ile 2007 yılında, şu anda Türk Telekom markası altında faaliyet gösteren Avea ile de ilk kiralama hizmetleri sözleşmesini 2011'de yapmıştır.
  - ✓ Şirket, kuleleri tedarikçilerinden kuruluma hazır bitmiş ürünler olarak teslim almaktadır. Kulelerin inşası ve kurulumu için bilhassa çelik, demir ve beton gibi bir takım girdiler gerekmektedir. Bu nedenle, Şirket, dolaylı olarak, küresel mal fiyatlarının dalgalanmasından kaynaklanan risklere maruz kalmaktadır.
  - ✓ Türkiye'de faaliyet gösteren başka bir bağımsız kule şirketi bulunmaması sebebiyle, Şirket'in doğrudan rakibi bulunmamakla birlikte Şirket Türkiye'de faaliyet gösteren mobil operatörlerle dolaylı olarak rekabet içerisinde. 30 Haziran 2016 tarihi itibariyle, Türkiye'de Türk Telekom'un 5.500, Vodafone'un ise yaklaşık 6.000 adet kulesi bulunmaktadır.
  - ✓ Turkcell Grubu dışındaki müşterilere olan satışları artırma stratejisine uygun olarak, Şirket 2011'de ilk büyük yap-sat projesinde yer almıştır. Şirket, T.C. Ulaştırma Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı tarafından Wi-max şebekesi kurulması ile ilgili görevlendirilen Türk Telekom'un proje yüklenicisi olan Huawei'in alt yüklenicisi olarak 130 kule inşa etmiştir.
  - ✓ Şirket, 2013-2015 yıllarında Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı ve İstanbul Teknik Üniversitesi'nin TARBİL Projesinde anahtar teslim 150 adet saha kurulumu gerçekleştirmiştir. Ayrıca 2015 yılında başlayıp 2017 yılında bitmesi planlanan, 227 kule sahasından oluşan JEMUS Projesi'nde saha kurulumları devam etmektedir.



- ✓ Şirket Ukrayna'daki faaliyetlerine, tamamına sahip olduğu iştiraki olan UkrTower yoluyla Kasım 2008'de başlamıştır. 2015 ve 2016 yıllarında Ukrayna'da toplam 846 adet kule devralan Şirket ilk başta, ana kiracısı olan ve Turkcell'in bir iştiraki olan Lifecell'in siparişlerine bağlı olarak kiralama hizmetleri için yeni kuleler inşa etmiştir. 2015 sonu itibarıyla Şirket'in Ukrayna'daki kule portföyünde 376 adet kulesi bulunmaktaydı. Bu kulelerin hepsinin ana kiracısı Lifecell'dir. Şirket Nisan 2016'da Lifecell'den 811 kule devralarak, kule portföyünü 1.187 kuleye (Kırım bölgesindeki faal olmayan 36 kule hariç) ve alışveriş merkezi veya havaalanları gibi sık ziyaret edilen yerlerde mobil operatör hücresel sinyalini genişletmek ve dağıtmak için telekomünikasyon çözümü olarak kullanılan 14 bina içi sisteme yükseltmiştir.
- ✓ Şirket, stratejisi doğrultusunda uluslararası mevcudiyetini Belarus ve Kuzey Kıbrıs'ı da dahil edecek şekilde büyütme sürecindedir. Şirket, Belarus'ta Turkcell Grubuna dahil olarak faaliyet gösteren bir mobil operatör olan BeST'in 30 Haziran 2016 itibarıyla mevcut 830 kulesinin tamamını devralmak istemekte olup, halihazırda 767 kulenin kullanım hakkını devralmak amacıyla, 3 Ekim 2016 tarihinde bir sözleşme imzalamıştır. Kalan kuleler için de görüşmeler devam etmektedir. Devralmayı takiben, Şirket BeST'e ve Turkcell Grubu dışında mobil operatörlere, ISSlere, radyo ve televizyon yayıncılarına, yerel ve idari kuruluşlara ve şebeke hizmeti sunucularına kulelere ilişkin kiralama hizmeti sunmaya niyetlidir.
- ✓ Şirket düzenleyici kısıtlamalar nedeniyle Kuzey Kıbrıs'ta bağımsız bir kule şirketi olarak kendi kulelerinin sahibi olamadığından Kuzey Kıbrıs'ta Turkcell Grubunun bir parçası olarak faaliyet gösteren mobil operatör Kıbrıs Telekom ile bir sözleşme akdetme sürecindedir. 30 Haziran 2016 itibarıyla, Kıbrıs Telekom toplam 115 kuleye sahiptir. Bu sözleşme Şirket'e Kıbrıs Telekom'un işgal etmediği tüm kule alanlarını kiralama hakkı verecektir. Şirket, kullanım hakkı düzenlemesinin tamamlanmasını takiben, Turkcell Grubu dışında mobil operatöre, SBS'lere, radyo ve televizyon yayıncılarına, yerel ve idari kuruluşlara ve şebeke servisi sağlayıcılarına bu kulelere ilişkin kiralama hizmeti sunmaya niyetlidir. Kullanım hakkı düzenlemesi, düzenleyici onayların alınması ve gerekli sözleşmesel düzenlemelerin tamamlanmasına kadar beklemede olup, 2016 yılında tamamlanması beklenmektedir.
- ✓ Geçmişte Şirket'in kulelerinin bulunduğu arsalardan hiçbirinin mülkiyeti Şirket'e ait olmamıştır. 30 Haziran 2016 itibarı ile Şirket Turkcell Gayrimenkul Hizmetleri A.Ş.'den ("Turkcell Gayrimenkul") toplam 14.281 bin TL tutarında 101 adet arsa devralmıştır. Yeni devralınan bu arsaların 76 adedinde Şirket'in sahip olduğu kuleler geri kalan arsalarda ise Turkcell'in sahip olduğu kuleler bulunmaktadır. Şirket 2016 yılının sonuna kadar Turkcell Gayrimenkul'ün sahip olduğu 229 sahayı daha devralmayı planlamaktadır. Turkcell Gayrimenkul'den devralınan veya devralınacak sahalarda, İstanbul, Ankara ve İzmir gibi ana ekonomik merkezler de dahil Türkiye genelinde bulunmaktadır. Fırsatların oluşması ve mevzuatın izin vermesi kaydıyla, Şirket stratejisi, işletme masraflarını düşürmek ve kulelerin bulunduğu sahaların uzun vadeli mülkiyetini temin etmek için saha alımlarına devam etmektedir.

- ✓ Satış gelirlerinin coğrafi ve iş kolu bakımından kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	31 Aralık'ta sona eren yıl			30 Haziran'da sona eren altı ay	
	2013	2014	2015	2015	2016
	(bin TL)				
<i>Türkiye faaliyetleri</i>					
Kiralama hizmetleri <sup>(1)</sup> .....	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
<b>Türkiye faaliyetleri hasılatı<sup>(1)</sup> .....</b>	<b>157.731</b>	<b>209.102</b>	<b>238.031</b>	<b>108.464</b>	<b>153.333</b>
<i>Ukrayna faaliyetleri</i>					
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	-	-	-
<b>Ukrayna faaliyetleri hasılatı .....</b>	<b>27.957</b>	<b>19.689</b>	<b>12.818</b>	<b>5.926</b>	<b>8.951</b>
<b>Hasılat<sup>(1)</sup> .....</b>	<b>185.688</b>	<b>228.791</b>	<b>250.849</b>	<b>114.390</b>	<b>162.284</b>

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



### III. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Global Tower Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

#### Bilanço-Gelir Tablosu

	31 Aralık			30 Haziran
	2013	2014	2015	2016
		(bin TL)		
Nakit ve nakit benzerleri.....	12.687	64.906	45.818	39.981
Ticari alacaklar.....	57.819	42.974	56.042	54.452
Diğer alacaklar.....	11	402	6	105
Devam eden inşaat sözleşmelerinden alacaklar.....	-	764	5.161	11.011
Stoklar.....	950	2.028	5.191	2.117
Peşin ödenmiş giderler.....	47.345	68.399	91.471	100.057
Diğer dönen varlıklar.....	1.438	2.784	1.043	33.903
<b>Dönen varlıklar.....</b>	<b>120.250</b>	<b>182.257</b>	<b>204.732</b>	<b>241.626</b>
Ticari alacaklar.....	-	1.423	2.646	1.807
Diğer alacaklar.....	425	426	426	432
Maddi duran varlıklar.....	207.995	183.204	170.407	328.416
Maddi olmayan duran varlıklar.....	927	998	2.819	1.991
Peşin ödenmiş giderler.....	28.556	51.947	81.993	91.220
Ertelenmiş vergi varlıkları.....	4.417	3.018	1.706	1.533
Diğer duran varlıklar.....	4.659	1.349	1.880	-
<b>Duran varlıklar.....</b>	<b>246.979</b>	<b>242.365</b>	<b>261.877</b>	<b>425.399</b>
<b>Toplam varlıklar.....</b>	<b>367.229</b>	<b>424.622</b>	<b>466.609</b>	<b>667.025</b>
Kısa vadeli borçlanmalar.....	131	50	65	58
Ticari borçlar.....	27.415	36.239	50.119	27.268
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar.....	308	342	83	188
Diğer borçlar.....	7.442	5.253	5.093	4.265
Ertelenmiş gelirler.....	63.001	92.088	119.417	140.817
Dönem karı vergi yükümlülüğü.....	2.520	714	896	3.734
Kısa vadeli karşılıklar.....	3.281	3.886	2.643	1.539
Diğer kısa vadeli yükümlülükler.....	6	33	7	43
<b>Kısa vadeli yükümlülükler.....</b>	<b>104.104</b>	<b>138.605</b>	<b>178.323</b>	<b>177.912</b>
Uzun vadeli borçlanmalar.....	229	105	22	20
Ertelenmiş gelirler.....	23.185	43.303	73.228	68.174
Uzun vadeli karşılıklar.....	23.097	25.920	18.847	24.322
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü.....	-	-	538	2.392
<b>Uzun vadeli yükümlülükler.....</b>	<b>46.511</b>	<b>69.328</b>	<b>92.635</b>	<b>94.908</b>
Ödenmiş Sermaye.....	189.343	189.343	189.343	345.343
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler.....	2.242	2.242	12.134	12.134
Kar ve zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı giderler.....	(300)	(430)	(600)	(565)
Kar ve zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı (giderler)/gelirler.....	11.306	(19.308)	(26.393)	(18.158)
Geçmiş yıllar (zararları)/karları.....	(9.174)	14.023	(23.139)	21.167
Net dönem karı.....	23.197	30.819	44.306	34.284
Ana ortaklığa ait özkaynaklar.....	216.614	216.689	195.651	394.205
<b>Toplam özkaynaklar.....</b>	<b>216.614</b>	<b>216.689</b>	<b>195.651</b>	<b>394.205</b>
<b>Toplam kaynaklar.....</b>	<b>367.229</b>	<b>424.622</b>	<b>466.609</b>	<b>667.025</b>

	31 Aralık'ta sona eren yıllık dönem			30 Haziran'da sona eren altı aylık dönem	
	2013	2014	2015	2015	2016
			(bin TL)		
Hasılat <sup>(1)</sup> .....	185.688	228.791	250.849	114.390	162.284
Satışların maliyeti <sup>(1) (2)</sup> .....	(137.239)	(179.815)	(195.294)	(87.357)	(111.125)
<b>Brüt kar.....</b>	<b>48.449</b>	<b>48.976</b>	<b>55.555</b>	<b>27.033</b>	<b>51.159</b>
Genel yönetim giderleri.....	(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)
<b>Esas faaliyet karı.....</b>	<b>39.535</b>	<b>36.987</b>	<b>43.919</b>	<b>21.694</b>	<b>42.166</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler.....	14	125	256	254	-
<b>Finansman geliri öncesi faaliyet karı.....</b>	<b>39.549</b>	<b>37.112</b>	<b>44.175</b>	<b>21.948</b>	<b>42.166</b>
Finansman gelirleri.....	2.438	6.202	11.334	6.517	3.545
Finansman giderleri.....	(12.701)	(4.223)	(191)	(1.818)	(2.739)
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı.....</b>	<b>29.286</b>	<b>39.091</b>	<b>55.318</b>	<b>26.647</b>	<b>42.972</b>
Cari dönem vergi gideri.....	(5.586)	(7.649)	(9.363)	(7.384)	(6.739)
Ertelenmiş vergi gideri.....	(503)	(623)	(1.649)	2.084	(1.949)
<b>Net dönem karı.....</b>	<b>23.197</b>	<b>30.819</b>	<b>44.306</b>	<b>21.347</b>	<b>34.284</b>

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

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

## IV. Değerleme

Turkish Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Global Tower Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") Çarpan Analizi ve Defter Değeri yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş bir değerleme yöntemidir.

Raporda, Şirket'in sahip olduğu varlıkların yıllar itibariyle gerçek yıpranmalarını ve teknolojik/ekonomik ömürlerini, varlığın sahip olduğu borç/alacakların güncel değerlerini dikkate almadığı ve dolayısıyla Şirket'in geleceğe yönelik potansiyel değer yaratma unsurunu kapsamadığı için Defter Değeri yönteminin nihai değer hesabında göz ardı edildiği ifade edilmiştir.

Şirket'in Ukrayna kanunlarına tabi ve tamamına sahip olduğu bağlı ortaklığı LLC UkrTower ("UkrTower"), 16 Mart 2016 tarihinde, Turkcell'in iştiraki olan 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 bin TL) tamamının 30 Nisan 2016 tarihinde ödenmesiyle tamamlanmıştır. Bu nedenle Proforma Mali Tablo hazırlayan Global Tower'ın özet proforma gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

(bin TL)	31.12.2015		30.06.2016	
	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş PROFORMA	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmemiş PROFORMA
Hasılat	250.849	268.930	162.284	168.699
Satışların maliyeti	(195.294)	(208.086)	(111.125)	(115.516)
<b>Brüt kar</b>	<b>55.555</b>	<b>60.844</b>	<b>51.159</b>	<b>53.183</b>
Genel yönetim giderleri	(7.698)	(7.698)	(4.153)	(4.153)
Pazarlama giderleri	(4.040)	(4.040)	(1.964)	(1.964)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	337	337	7	7
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(235)	-235	(2.883)	(2.883)
<b>Esas faaliyet karı</b>	<b>43.919</b>	<b>49.208</b>	<b>42.166</b>	<b>44.190</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	256	256	-	-
<b>Finansman geliri öncesi faaliyet karı</b>	<b>44.175</b>	<b>49.464</b>	<b>42.166</b>	<b>44.190</b>
Finansman gelirleri	11.334	11.334	3.545	3.545
Finansman giderleri	(191)	(780)	(2.739)	(2.863)
<b>Sürdürülen faaliyetler V.Ö. karı</b>	<b>55.318</b>	<b>60.018</b>	<b>42.972</b>	<b>44.872</b>
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	(11.012)	(11.858)	(8.688)	(9.030)
<b>Net dönem karı</b>	<b>44.306</b>	<b>48.160</b>	<b>34.284</b>	<b>35.842</b>

Şirket'in 30.06.2016 dönemine ilişkin proforma mali tablolarına göre net dönem karı 35.842 bin TL olarak hesaplanmıştır. Rapor'da çarpan analizinde proforma mali tablolar baz alınarak hesaplanmış 2016 yılına ilişkin yıllık tahmini FAVÖK ve net kar verileri kullanılmıştır.

Rapor'da Şirket'in net borç pozisyonu aşağıdaki şekilde hesaplanmış olup, 30.06.2016 itibarıyla 39,9 milyon TL net nakdi bulunmaktadır.

(bin TL)	31.12.2015	30.06.2016
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	65,0	58,0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	22,0	20,0
<b>Toplam Finansal Borçlar (A)</b>	<b>87,0</b>	<b>78,0</b>
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri (B)</b>	<b>45.818,0</b>	<b>39.981,0</b>
<b>Net Borç Pozisyonu (A-B)</b>	<b>-45.731,0</b>	<b>-39.903,0</b>

## Çarpan Analizi

Rapor'un çarpan analizi kısmında, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler içerisinde Global Tower ile benzer faaliyet içerisinde bir şirket bulunmadığından dolayı, yurtdışı şirket çarpanlarının kullanılmadığı, sadece yurtdışı benzer şirket çarpanlarının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Ek olarak Rapor'da, BIST-100 ve BIST-Sanayi endekslerinin F/K ve FD/FAVÖK çarpanları ile yapılan hesaplama sonucunda ulaşılan şirket değerleri arasında iki katına yakın farklar görüldüğünden ötürü yurtdışı çarpanların değerlendirilmede göz ardı edildiği belirtilmiştir.

Şirket	Ülke	FD (mn USD)*	PD (mn USD)*	FD/FAVÖK **	F/K **	FD/Satışlar **
Bharti Infratel	Hindistan	9.702,7	10.631,0	12,0	30,5	5,2
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	3.579,5	2.252,1	14,7	23,3	12,6
Telesites SAB de CV	Meksika	3.083,2	1.931,6	18,8	a.d.	11
Sarana Menara Nusantara Tbk	Endonezya	3.663,4	2.984,2	11,5	17,9	9,7
Solusi Tunas Pratama Tbk	Endonezya	1.174,1	630,4	9,4	24	8
InfrastructTure Wireless Italiane	İtalya	2.986,1	2.895,0	16,5	26,4	8
Celinex Telecom	İspanya	5.242,7	4.175,8	16,6	58,2	6,6
<b>Medyan Ortalama</b>				<b>14,7</b>	<b>25,2</b>	<b>8,0</b>
				14,2	30,1	8,7

\*Veriler 06.10.2016 tarihine aittir.

\*\*2016 yılı 12 aylık tahmini verilerdir.

Rapor'da 2016 yıllık tahmini FAVÖK ve net kar hesaplamasında 2016 yılı proforma FAVÖK ve net kar değerinin iki katı değer olan 118.214 bin TL ve 71.684 bin TL kullanılmıştır. 2016 yılı 12 aylık tahmini net satışlar hesaplamasında ise yansıtılan gelirler düşülerek 6 aylık tutar yıllıklandırılmıştır.

(bin TL)	2016/06 Bağımsız Denetimden Geçmemiş PROFORMA
Brüt kar	53.183
Genel yönetim giderleri	-4.153
Pazarlama giderleri	-1.964
Amortisman	12.041
<b>FAVÖK (2016/06)</b>	<b>59.107</b>
<b>FAVÖK (2016 yıllık tahmini)</b>	<b>118.214</b>
<hr/>	
<b>Net dönem karı (2016/06)</b>	<b>35.842</b>
<b>Net dönem karı (2016 yıllık tahmini)</b>	<b>71.684</b>
<hr/>	
<b>Net satışlar (2016/06)</b>	<b>168.699</b>
<b>Net satışlar (2016 yıllık tahmini)</b>	<b>214.336</b>

Rapor'da bu proforma yıllık veriler kullanılarak benzer şirket çarpanları yöntemine göre aşağıdaki değerler elde edilmiştir.

(bin TL)	Ödenmiş Sermaye	Net dönem karı (2016 yıllık tahmini)	FAVÖK (2016 yıllık tahmini)	Net Satışlar (2016 yıllık tahmini)
<b>Global Tower</b>	345.343	71.684	118.214	214.336

	F/K	FD/FAVÖK	FD/Net satış
Yurtdışı Benzer Şirket	25,2	14,7	8,0

(bin TL)	F/K	FD/FAVÖK	FD/Net satış
Firma Değeri	1.806.339	1.739.159	1.719.613
Net Borç (-)		-39.903	-39.903
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>1.806.339</b>	<b>1.779.062</b>	<b>1.759.516</b>

Buna göre üç ayrı çarpana göre Global Tower'ın ortalama özsermaye değeri 1.871.639 bin TL olarak belirlenmiştir.

	Özsermaye Değeri (bin TL)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
F/K	1.806.339	33,3%	5,23
FD/FAVÖK	1.779.062	33,3%	5,15
FD/Net satış	1.759.516	33,3%	5,09
<b>Global Tower Ortalama Hisse Fiyatı (TL)</b>			<b>5,16</b>
	İskonto	26%	3,82
		14%	4,46

**Global Tower Ortalama Halka Arz Fiyat Aralığı (TL)**

**3,82-4,46**

Bulunan özsermaye değerlerinden hesaplanan pay başına değerlere eşit ağırlık verilmek suretiyle Global Tower'ın iskontosuz ortalama pay başına fiyatı 5,16 TL olarak hesaplanmıştır. Bu ortalama değere %14 ve %26 iskonto uygulanmak suretiyle de halka arz fiyat aralığı 3,82-4,46 TL olarak belirlenmiştir.

## V. Görüş ve Sonuç

Turkish Yatırım tarafından Global Tower için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz. Çarpan analizi için belirlenen yurt dışı benzer şirketleri uygun buluyoruz. İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin kullanılmamasını ve dolayısıyla Şirket'in ileriye dönük beklentilerinin yatırımcılarla paylaşılmamasını bir eksiklik olarak görüyoruz. Şirket paylarının işlem göreceği Yıldız Pazar'a ilişkin piyasa çarpanlarının da değerlemeye dahil edilmesinin daha makul olacağını düşünüyoruz.

Global Tower'ın piyasa değerinin tespitine yönelik olarak Şirket'e ilişkin tahmini finansal bilgiler doğrultusunda yurt dışı benzer şirketlere ait F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar arpanları üzerinden yaptığımız hesaplamada, söz konusu çarpanların her birine %33,3 oranında eşit ağırlık vermek suretiyle 1,68 milyon TL'ye ulaŐmaktayız. Bu değere %20 halka arz iskontosu uygulayarak hedef piyasa değerini 1,34 milyon TL ve buna bağlı olarak da pay başına fiyatı 3,89 TL Őeklinde hesaplamaktayız.

Değerlememiz sonucunda ulaŐtığımız pay başına 3,89 TL'lik fiyat Turkish Yatırım tarafından Global Tower için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda açıklanan 3,82-4,46 TL fiyat aralığı içerisinde bulunmaktadır.

(bin TL)	F/K	FD/FAVÖK	FD/Net satış
Firma Değeri	1.395.329	1.364.190	2.194.801
Net Borç (-)		-39.903	-39.903
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>1.395.329</b>	<b>1.404.093</b>	<b>2.234.704</b>

	Özsermaye Değeri (bin TL)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
F/K	1.395.329	33,3%	4,04
FD/FAVÖK	1.404.093	33,3%	4,07
FD/Net satış	2.234.704	33,3%	6,47
<b>Global Tower Ortalama Hisse Fiyatı (TL)</b>			<b>4,86</b>
	<b>İskonto</b>	<b>20%</b>	<b>3,89</b>

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danıŐmanlıęı kapsamında değildir. Yatırım danıŐmanlıęı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müŐteri arasında imzalanacak yatırım danıŐmanlıęı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kiŐisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmaz. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ő. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.*