



'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

19/10/2016

Global Tower

'Global Tower Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı ilke kararına dayanılarak Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Kule Hizmet ve İşletmecilik Anonim Şirketi (Global Tower) için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Raporda Global Tower'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif bulunmamaktadır. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

1. Faaliyet Konusu

Grafik 1 – Global Tower İş Modeli

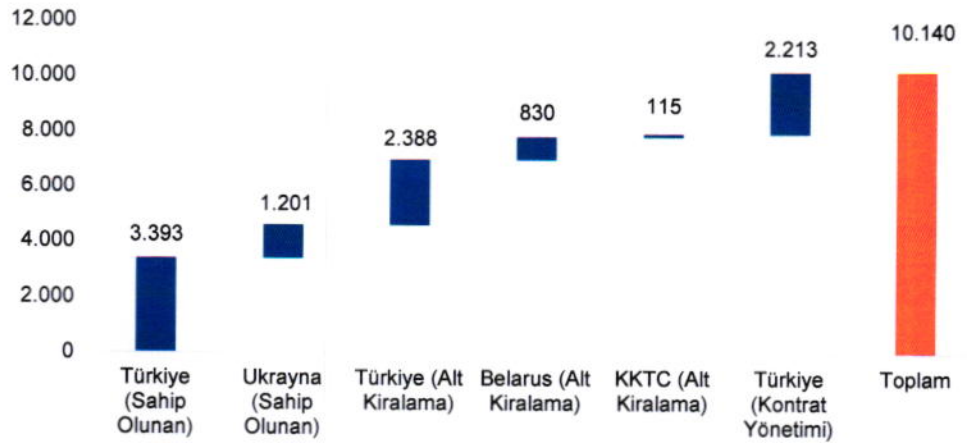
Gelir Kaynağı	Tanım	Mevcut		1Y16 Gelir	Payı (%)
		Türkiye	Ukrayna		
Kira Gelirleri	Temel Müşteriler: Turkcell, Lifecell ve diğer operatörler, ISS ve yayıncı kuruluşlar Kule kiralama hizmetlerinde doğrudan rekabet ettiği bir rakibi bulunmayan, Türkiye ve Ukrayna'da lisanslı tek bağımsız kule operatörüdür. Şirket gelirlerinde en büyük paya sahiptir	√	√	135.7	84%
	Kira dışı Gelirler	Yap-Sat Temel Müşteriler: mobil operatörler, hizmet entegratörleri ve teknoloji hizmet sağlayıcıları Yeni sahaların anahtar teslim bazında kurulması için gerekli olan tüm teknik ve idari hizmetler içermektedir	√	x	26.6
Kontrat Yönetimi Turkcell'in sahip olduğu kulelere kira kontrat yönetimi hizmetleri sunulmaktadır Grup dışı şirketlere bu hizmet sağlanmamaktadır		√	x	5%	
Bakım Hizmetleri Turkcell ve yayıncı kuruluşlara periyodik olarak kurulu ekipman ve altyapıları için bakım hizmeti sunulmaktadır		√	x	1%	
Diğer Portföydeki Turkcell'e ait kuleler için kule söküm hizmeti Radyo ve televizyon yayıncıları için aktif ekipman tedariki		√	x	1%	

Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- Global Tower 2006 yılında Turkcell'in %100 iştiraki olarak kuruldu ve faaliyetlerine 2007 yılı itibariyle başladı. Şu anda GSM ve sabit hat operatörleri, TV ve radyo kanalları, servis sağlayıcılar gibi müşterilerin saha ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Global Tower'ın hizmet portföyünde kiralama, bakım, izin alımları, arıza giderme, hukuksal süreçler, kurulum, yönetim, montaj gibi hizmetler yer almaktadır.
- Şirket sadece mobil operatörlere değil, aynı zamanda medya, internet servis sağlayıcı, enerji, kamu kurumları ve diğer ilgili sektörlerle hizmet vermektedir.
- Global Tower şu anda Türkiye, Ukrayna, Belarus ve KKTC olmak üzere dört ayrı ülkede faaliyette bulunmaktadır. Şirketin toplam sahip olduğu kule sayısı 10.140 adettir. Bunların %79'u Türkiye'de, %12'si Ukrayna'da, %8'i Belarus'da, geri kalanı da KKTC'de bulunmaktadır. Ukrayna'da bulunan bağlı ortaklığı LLC UkrTower, Ukrayna'nın tek bağımsız kule şirketi konumundadır.

Grafik 2 – Global Tower Saha Portföyü

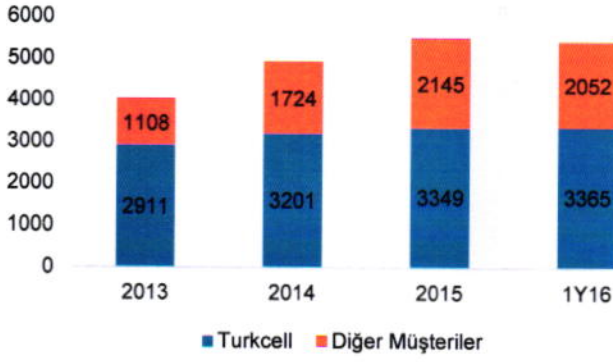


Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

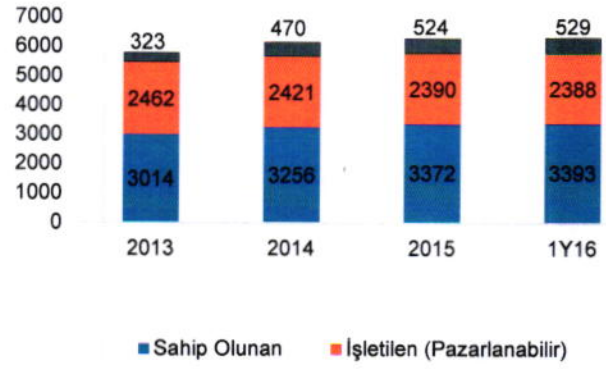
- Şirket şu anda kule sayısı bakımından dünyanın en büyük 15nci ve Avrupa'nın en büyük beşinci kule operatörü konumunda bulunuyor. Türkiye'de ise tek ve en büyük bağımsız kule operatörü konumundadır.
- 1Y16 itibariyle şirket kulelerinin %45'ine sahipken, geri kalanını işletmektedir. Bu dönemde toplam sözleşme sayısı Türkiye'de 5.417'e ulaşmış, Ukrayna'da ise toplam sözleşme sayısı 1.178 seviyesine gelmiştir. Şirket yakın zamanda Belarus'taki 830 adet kulenin satın alınmasını değerlendirmektedir.
- 1Y16 itibariyle şirket gelirlerinin %94'ünü Türkiye, geri kalanını Ukrayna'dan elde etmektedir. Şirketin Türkiye'deki kule sayısı 6.310 adettir. Bunların %54'ü sahip olunan kuleler, %38'i ise işletilen kulelerdir. Geri kalanı ise alt kiraya verilen sahalardan oluşmaktadır. Ukrayna'da sahip olunan kule sayısı ise 1Y16 itibariyle 1.201 adettir.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

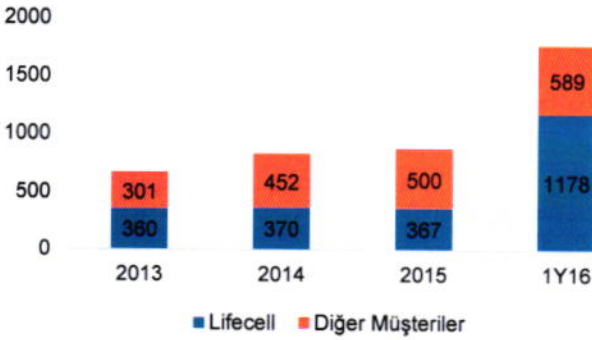
Grafik 3 – Türkiye'deki sözleşme sayısı



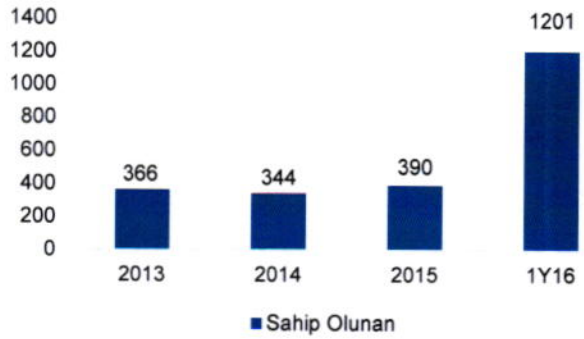
Grafik 4 – Türkiye'deki Kule Sayısı



Grafik 5 – Ukrayna'daki sözleşme sayısı



Grafik 6 – Ukrayna'daki Kule Sayısı



Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

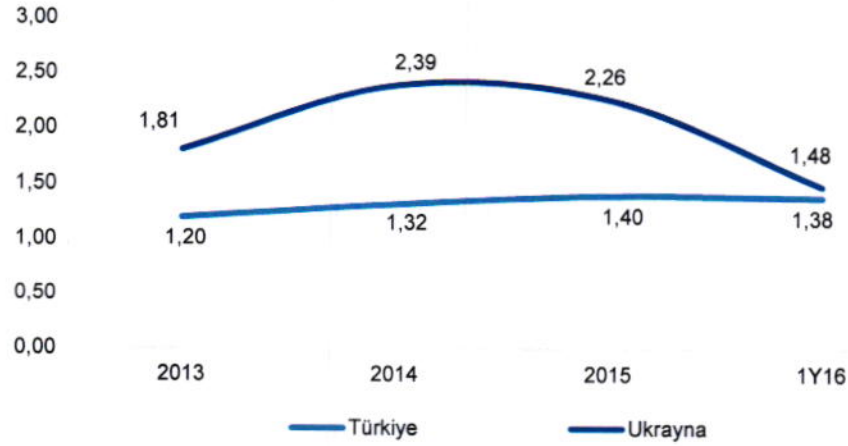
- Kira gelirleri şirketin en büyük gelir kaynağıdır. 1Y16 itibariyle yaklaşık gelirlerinin %84'lik dilimini kira gelirleri oluşturmaktadır. Yap-Sat'dan gelen gelirler ise toplam cironun %9'una denk gelmektedir. Bunun dışında şirketin sadece Türkiye'den elde ettiği kontrat yönetimi gelirleri şirketin cirosunun %5'ine denk gelmektedir.
- Şirketin kulelerinin %70'inde tek kiracı, %23'ünde iki kiracı, geri kalanında üç ve üzeri sayıda kiracı bulunmaktadır.
- 1Y16'da şirketin kira gelirlerinin yaklaşık %79'u Turkcell'den, %15'i diğer telekom operatörleri ve geri kalan kısmı da telekom harici şirketlerden elde edilmektedir.

2. Operasyonel Performans

- Şirketin gelirleri kiracı sayısındaki artış, sahip olunan portföyünün büyümesi ve sözleşmelere dayanan fiyat artışları sayesinde 2013 – 2015 yılları arasında %16,2'lik YBBO ile artış gösterdi. Bu büyümede Türkiye'deki kiralama oranının 1,20'den 1,41'e yükselmesi etkili olmuştur. Ukrayna'da da kiralama oranı aynı dönemde 1,81'den 2,26'a yükselmiştir, ancak TL'nin Ukrayna grivnasına karşı %50 oranında değer kazanması gelirlerdeki büyümeyi düşürmüştür. Ukrayna'da kiracılık oranı 1Y16'da Lifecell'den alınan 811 kule nedeniyle düşmüş gözüküyor fakat bu kule alımlarını ayrı tutarsak oran 2.5'e yükseliyor.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

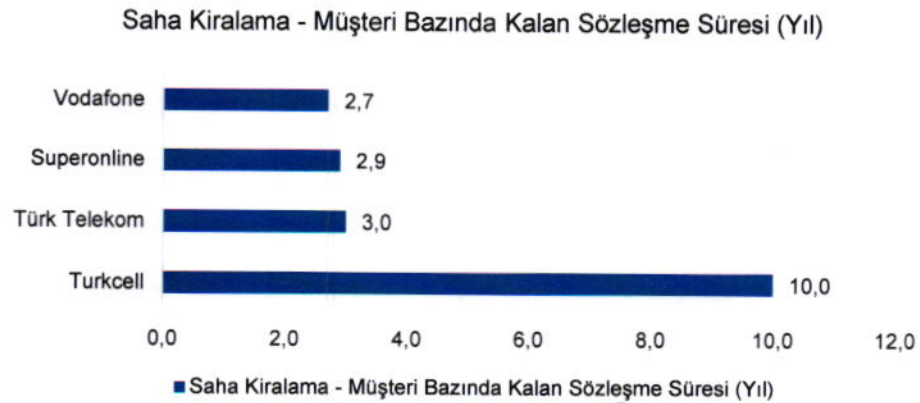
Grafik 8 – Kiracılık Oranları



Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

- Kira gelirleri, büyüyen kule portföyü ve kira oranlarına enflasyonun yansıtılması sebebiyle 2013-2015 arasında %11,7'lik YBBO ile artış gösterdi, buna karşılık kira dışı gelirler %11,3'lük yıllık bileşik daralma oranı ile gerilemiştir. Bu dönemde kiralama sözleşmeleri sayısı üç katına çıkmıştır.
- 1Y16'da çoklu kiracı sayısındaki artış ve net kira gelirlerindeki yükseliş neticesinde Global Tower'ın net gelirleri %27 oranında artış gösterdi. Ayrıca bu dönemde ana ortak olan Turkcell'e uygulanan bütün indirimler sonlandırılmıştır. Yine bu dönemde saha kiralama operasyonlarındaki yüksek performans ve Lifecell'den 151,6 mn TL karşılığında 811 kulenin satın alınması ile Ukrayna'dan sağlanan %51 oranındaki büyüme, gelirlerdeki büyümeyi desteklemiştir.
- Şirketin kira artışları sözleşme ile güvence altına alındığı ve saha sözleşmelerinin ortalama vadesi yaklaşık 9 yıl olduğundan geleceğe yönelik gelir ve nakit akışı öngörülebilir durumdadır. 2016 yılında ana müşteri ile Türkiye'deki kuleler için kira sözleşmeleri 13 yıllığına yenilenmiştir.

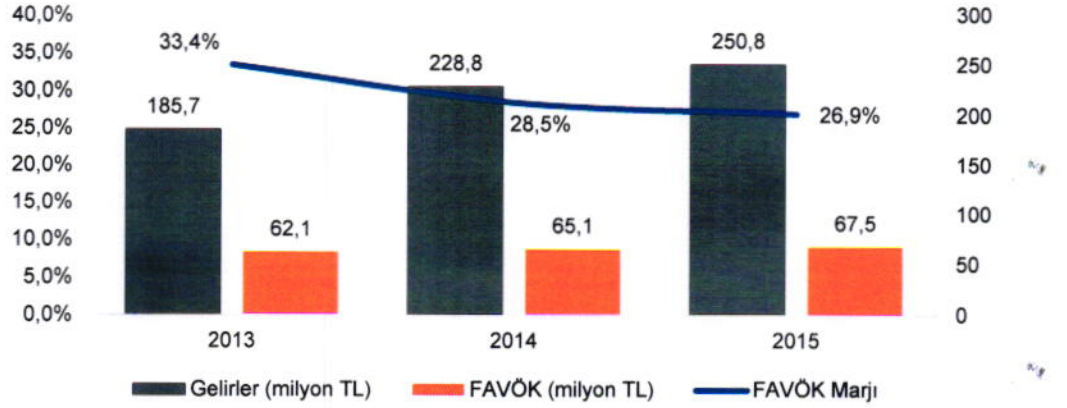
Grafik 9 – Saha Kiralama – Müşteri Bazında Kalan Sözleşme Süresi



Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

- FAVÖK ise 2013-2015 yılları arasında %4,3 YBBO ile artış kaydetmiştir. Bu yıllarda Turkcell'den alt kiralama yöntemiyle alınan saha portföyü "yansıtılan gelirlerin" hızlı artmasına neden olmuştur. Yansıtılan gelirler hem ciroya hem giderlere eklendiği için FAVÖK marjını düşürücü etkiye sahiptir. Yansıtılan gelir ve giderlerin çıkarıldığı düzeltilmiş FAVÖK marjlarına baktığımızda daha yatay bir seyir gözlenmektedir. 1Y16 itibariyle de düzeltilmiş FAVÖK marjının geçtiğimiz senelerin bir hayli üstünde %53,8^{1Y16} (1Y15: 45,5%) olduğu görülüyor. FAVÖK marjındaki büyümenin sebebi olarak Türkiye'deki fiyatlama modelindeki iyileşme gösterilmektedir.

Grafik 10 – Satış Gelirleri & FAVÖK



Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

- Şirketin yüksek nakit yaratma kapasitesi ve düşük borçluluğu sayesinde son üç yıldır bilançosunda net nakit olduğu görülüyor. Şirketin net nakit pozisyonu 2015 yılsonu itibariyle 40 milyon TL olarak gerçekleşti.
- 2015 yılında %77,4 olarak gerçekleşen DSNA dönüşümü*, 1Y16'da iyileşme göstererek %91,7 seviyesine yükselmiştir. (*Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışı'nın FAVÖK'e oranı)

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

B) HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Global Tower halka arzında, halka arz edilecek pay adedi 75.074.662 olarak belirlenmiş olup, arzın tamamlanması durumunda halka açıklık oranı %21,7 olacaktır. Talebin arzdan fazla olması durumunda 11.261.199 adete kadar pay ek satışa konu olabilecektir. Ek satışın tamamen kullanılması durumunda halka açıklık oranı %25 olacaktır.

Halka arz büyüklüğü, fiyat aralığı ve ek satış göz önünde bulundurulduğunda 287mn TL ile 385mn TL arasında gerçekleşecektir. Şirket'in halka arz sonrası değeri 1,32mr TL ile 1,54mr TL aralığında hesaplanmaktadır.

Halka Arz Verileri & Arz Yapısı

Şirket	Kule Hizmet ve İşletmecilik A.Ş. (Global Tower)
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	"Fiyat Aralığı ile Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Aracılığı"
Halka Arz Edilecek Hisseler	75.074.662 TL nominal pay (Ek satışla 86.335.861 TL)
Sermaye	345.343.444 TL
Halka Açıklık Oranı	21,7% (Ek satış dahil %25)
Halka Arz Fiyat Aralığı	3,82 TL – 4,46 TL
Halka Arz Büyüklüğü	286.785.209 TL – 334.832.993 TL (Ek satış dahil 329.802.989 TL – 385.057.940 TL)
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.319.211.956 TL – 1.540.231.760 TL
İşlem Görme Yeri	Borsa İstanbul A.Ş.
Satmama Taahhütü	1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapılmayacak. Şirket ortakları 6 ay boyunca mevcut paylarını satmayacak
Tahsisat Grupları	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (%70) Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%10) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%20)
Halka Arz Zamanlaması	20-21 Ekim 2016
Fiyat İstikrarı	Halka arz hasılatının %15'ine kadar fiyat istikrarı fonu 30 gün süreyle kullanılacak. (Fon tutarı 43 milyon TL - 50 milyon TL)

Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

Konsorsiyum lider ve üyeleri tarafından fiyat aralığı ile talep toplama ve en iyi gayret aracılığı yöntemiyle halka arz gerçekleştirilecektir. Halka arz ile Turkcell varlıklarındaki saklı değerlerin ortaya çıkarılması, ayrıca Global Tower'ın sermaye piyasalarına erişimini sağlayarak bu şirketin yeni pazarlarda büyüme fırsatlarını değerlendirmesi planlanmaktadır. 20-21 Ekim 2016 tarihlerinde talep toplanması ve 27 Ekim 2016 itibarıyla halka açık şirket statüsü kazanılması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ticaret Ünvanı / İsmi	Arz Öncesi		Arz Sonrası (ek satış hariç)		Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Turktell Bilişim Servisleri A.Ş.	345.343.440	100	270.268.778	78,3	259.007.579	75,0
Turkcell Satış ve Dağıtım Hizm. A.Ş.	1	0	1	0	1	0
Global Bilgi Paz. Dan. Ve Çağrı Serv. Hizm. A.Ş.	1	0	1	0	1	0
Turkcell Ödeme Hizmetleri A.Ş.	1	0	1	0	1	0
Turkcell İnteraktif Dijital Plat. ve İçerik Hizm. A.Ş.	1	0	1	0	1	0
Halka Açık	-	-	75.074.662	21,7	86.335.861	25,0
Toplam	345.343.444	100	345.343.444	100	345.343.444	100%

Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Global Tower için uygulanan değerlendirme yöntemleri açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir. Değerleme için defter değeri ve çarpan analizi yöntemleri uygun bulunmuştur, böylece değerlendirme aşamasında bu yöntemler kullanılmıştır. Ancak, defter değeri yöntemi ile bulunan değer şirketin değer yaratma potansiyelini kapsamadığından dolayı göz ardı edilmiştir.

Değerleme Özeti

Halka Arz İskontosu	Alt Seviye	Orta Seviye	Üst Seviye
Fiyat Seviyesi	3.82	4.14	4.46
İskonto Oranı (29.79 TL'ye Göre)	26%	20%	14%

Global Tower Değerleme	Kullanılan Rasyo	Öz Sermaye Değeri – mn TL	Hisse Başına Değer - TL
FD/FAVÖK Çarpan Değerleme	14.7x	1,779	5.15
F/K Çarpan Değerleme	25.2x	1,806	5.23
FD/Satışlar Çarpan Değerleme	8.0x	1,760	5.09
Ortalama Fiyat			5.16

Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

Şirket'in halka arz sonrası değeri 1,318mn TL ile 1,539mn TL aralığında hesaplanmaktadır. Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi neticesinde hesaplanan ortalama fiyata sırasıyla %14 ve %26 oranlarında iskonto uygulanmıştır ve böylece halka arz fiyat aralığı hesaplanmıştır. **İskonto sonrasında halka arz fiyat aralığı 3.82 TL ve 4.46 TL olarak belirlenmiştir.**

Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde FD/FAVÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanları kullanılmış ve Borsa İstanbul'da şirkete benzer faaliyetleri olan herhangi başka bir şirket bulunmadığından dolayı benzer şirket örneklemleri uluslararası benzer şirketler arasından seçilmiştir. Fiyat hesaplanmasında çarpanların üçüne de aynı oranda ağırlık verilmiştir. Şirketin gelirlerinin kule kiralama faaliyetlerinden gerçekleşmesi sebebiyle uluslararası benzer kule kiralama şirketlerinin çarpanları kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları Analizi proforma 2016 finansal sonuç tahminleri baz alınarak yapılmıştır. Proforma konsolide finansal bilgiler Şirket'in bağlı ortaklığı olan LLC UkrTower'ın 30 Nisan 2016'da yapmış olduğu 811 kule satın alımının 1 Ocak 2016'da yapılmış varsayılarak yeniden düzenlenmesiyle elde edilmiştir.

1. FD/FAVÖK Çarpan Analizi

FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda şirketin halka arz öncesi hesaplanan piyasa değeri 1.179mn TL'dir ve bu rakamda hisse başına 5,15 TL'ye denk gelmektedir. Uluslararası benzer şirketlerin 2016 yılı FD/FAVÖK çarpanlarının medyan ortalaması 14.7x seviyesindedir ve bu dönem için Global Tower'ın proforma rakamlara göre FAVÖK'ünün 118.2mn TL olması öngörülmektedir. Yine, şirketin piyasa değerine erişmek için 1Y16 bilançosundaki net borç rakamı olan 39,9mn TL kullanılmıştır. Uluslararası benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması alınırken farklı Pazar dinamikleri sebebiyle ABD'li şirketler hesaplama dahil edilmemiştir.

Değerleme Özeti		
Global Tower Benzer Şirketler	Ülke	2016 FD/FAVÖK
Bharti Infratel	Hindistan	12.0x
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	14.7x
Telesites SAB de CV	Meksika	18.8x
Sarana Menara Nusentara Tbk	Endonezya	11.5x
Solusi Tunsia Pratama Tbk	Endonezya	9.4x
Crown Castle International	ABD	19.6x
Infrastructure Wireless Italiane	İtalya	16.5x
American Tower	ABD	19.1x
Cellnex Telecom	İspanya	16.6x
SBA Communications	ABD	19.7x
Ortalama		14.7x
Global Tower FAVÖK - 2016		118.2
Benzer Şirket 2016 FD/FAVÖK Çarpanı		14.7x
Global Tower Firma Değeri - TLmn		1,739
Net Borç 1Y16		39.9
Öz Sermaye Değeri		1,779

Kaynak: Şirket, Bloomberg, Lider Aracı Kurum

2. F/K Çarpan Analizi

F/K Çarpan Analizi ile şirketin halka arz öncesi hesaplanan piyasa değeri 1.806mn TL'dir ve hisse başına 5,23 TL'ye denk gelmektedir. Uluslararası benzer şirketlerin 2016 yılı F/K çarpanı medyan ortalaması 25,2x olup aynı dönemde Global Tower proforma rakamlara göre 71,7mn TL net kar elde etmiştir. 12 aylık net kar tahmini yapılırken şirketin faaliyetlerinde herhangi bir dönemsellik olmadığı için 6 aylık net kar rakamı ikiyle çarpılmıştır. Uluslararası benzer şirketlerin F/K çarpanları ortalaması alınırken farklı Pazar dinamikleri sebebiyle ABD'li şirketler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Değerleme Özeti		
Global Tower Benzer Şirketler	Ülke	2016 F/K
Bharti Infratel	Hindistan	30.5x
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	23.3x
Telesites SAB de CV	Meksika	a.d.
Sarana Menara Nusentara Tbk	Endonezya	17.9x
Solusi Tunsia Pratama Tbk	Endonezya	24.0x
Crown Castle International	ABD	93.0x
Infrastructure Wireless Italiane	İtalya	26.4x
American Tower	ABD	49.0x
Cellnex Telecom	İspanya	58.2x
SBA Communications	ABD	117.3x
Ortalama		25.2x
Global Tower Net Kar - 2016		71.7
Benzer Şirket 2016 F/K Çarpanı		25.2x
Öz Sermaye Değeri		1,806

Kaynak: Şirket, Bloomberg, Lider Aracı Kurum

3. F/D Satışlar Çarpan Analizi

FD/Satışlar Çarpan Analizi ile şirketin halka arz öncesi hesaplanan piyasa değeri 1.760mn TL'dir ve bu rakam hisse başına 5,09 TL'ye denk gelmektedir. Uluslararası benzerlerin FD/Satışlar çarpanlarının ortalaması 8.0x olup Global Tower'ın 2016 yılında 214.3mn TL net hasılat elde etmiştir. 12 aylık hasılat tahmin edilirken hesaplamasından yansıtılan gelirler rakamı düşülerek 6 aylık tutar yıllıklandırılmıştır. Uluslararası benzerler şirketlerin FD/Satışlar çarpanları ortalaması alınırken farklı Pazar dinamikleri sebebiyle ABD'li şirketler hesaplama dahil edilmemiştir.

Değerleme Özeti		
Global Tower Benzer Şirketler	Ülke	2016 FD/Satışlar
Bharti Infratel	Hindistan	5.2x
Tower Bersama Infrastructure Tbk	Endonezya	12.6x
Telesites SAB de CV	Meksika	11.0x
Sarana Menara Nusentara Tbk	Endonezya	9.7x
Solusi Tinsa Pratama Tbk	Endonezya	8.0x
Crown Castle International	ABD	11.3x
Infrastructure Wireless Italiane	İtalya	8.0x
American Tower	ABD	11.6x
Cellnex Telecom	İspanya	6.6x
SBA Communications	ABD	13.4x
Ortalama		8.0x
Global Tower Net Hasılat - 2016		214.3
Benzer Şirket 2016 FD/Satışlar Çarpanı		8.0x
Global Tower Firma Değeri - TLmn		1,720
Net Borç 2016 Yıl Sonu		40
Öz Sermaye Değeri		1,760

Kaynak: Şirket, Bloomberg, Lider Aracı Kurum

4. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri yöntemi kullanılarak şirketin 1Y16 bilançosundaki özkaynak değeri olan 394,2 mn TL, hisse adedi sayısına bölünmüş ve buradan birim fiyat olarak 1,14 TL hesaplanmıştır. Fakat, bu yöntem tarihi maliyetler olarak tanımlanan varlıkların yıllar itibarıyla yıpranması ve ekonomik ömürlerinin sona ermesi ve varlığın sahip olduğu borç/alacakların güncel değerlerini dikkate almayan bir değerlendirme yöntemi olması nedeniyle geleceğe yönelik değer yaratma potansiyelini kapsamadığından, Global Tower'ın değerlemesinde göz ardı edilmiştir.

C) NİHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Halka arz fiyat tespitinde arza aracılık yapan kurum değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Çarpanları Analizi yöntemini kullanmış ve çarpan olarak 2016 yılı tahminleri ile hesaplanmış FD/FAVÖK, F/K ve FD/Satışlar oranları aynı ağırlıklar verilerek kullanılmıştır. **Bu hesaplamalara göre halka arz öncesi hesaplanan ortalama piyasa değeri 1.319mn TL ve 1.540mn TL aralığında yer almıştır.**

Farklı halka arz iskonto oranlarının uygulanması sonucunda halka arz öncesi fiyat aralığı alt bant için 3.82 TL/pay ve üst bant için 4.46 TL/pay olarak tespit edilmiştir. **Bu rakamları halka arz fiyat aralıkları ile oluşacak piyasa değerine kıyasladığımızda iskonto oranları sırasıyla %26 ve %14 olarak gerçekleşmektedir.**

Değerleme aşamasında gerçekleştirilen analizlerde 2016 proforma tahminlerinin kullanılması makul gözükmemektedir. **12 aylık net hasılat, FAVÖK ve net kar tahminlerinin hesaplarında kullanılan yıllıklandırma yöntemleri, şirketin faaliyetlerinde herhangi bir dönemsellik olmaması ve sabit kira gelirlerinin olması nedeniyle uygun görünmektedir.**

Piyasa Çarpanları Analiz yöntemi ile hesaplanan şirket değerlemesinde kullanılan benzer şirketler kule kiralama faaliyetleri gösteren şirketler arasından seçilmiştir. Burada kullanılan benzer şirketler örneklem seçimi ana faaliyetleri göz önünde bulundurulduğunda makul gözükmemektedir. **Öte taraftan, genel sanayi şirketlerinin faaliyetlerinin Global Tower'dan ciddi ölçüde farklı olması nedeniyle Borsa İstanbul çarpanlarının değerlendirilmesinde kullanılmaması makul olmuştur.**

**YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

FİNANSAL TABLOLAR – Global Tower

BİLANÇO (milyon TL)	2014	2015	1Y16
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	182	205	242
Nakit ve nakit benzeri	65	46	40
Ticari Alacaklar	13	12	15
İlişkili Taraflardan Alacaklar	30	44	39
İnşaat Sözleşmelerinden Alınacaklar	1	5	11
Stoklar	2	5	2
Peşin Ödenmiş Giderler	68	92	100
Diğer	3	1	34
Duran Varlıklar	242	262	425
Ticari Alacaklar	1	3	2
Ertelenmiş Vergi Varığı	3	2	2
Maddi Duran Varlıklar	183	170	328
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	3	2
Peşin Ödenmiş Giderler	52	82	77
Diğer Duran Varlıklar	2	2	15
TOPLAM VARLIKLAR	425	467	667
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	139	178	178
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	0	0
Ticari Borçlar	30	30	19
Diğer Borçlar	6	20	8
Ertelenmiş Gelirler	92	119	141
Cari Dönem Vergi Yükümlülükleri	1	1	4
Kısa Vadeli Karşılıklar	4	3	2
Diğer	6	5	5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	69	93	95
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	1	2
Ertelenmiş Gelirler	43	73	68
Karşılıklar	25	18	24
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1	1	1
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	217	196	394
Ödenmiş Sermaye	189	189	345
Yasal Karşılıklar	2	12	12
Kar veya zarara sınıflandırılması mümkün olmayan kalemler	0	-1	-1
Kar veya zarara sınıflandırılabilir kalemler	-19	-26	-18
Geçmiş Yıllar Karları	14	-23	21
Net Dönem Karı	31	44	34
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	425	467	667


YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.

GELİR TABLOSU (milyon TL)	2013	2014	2015	YBBO 2013-2015
Satış Gelirleri	186	229	251	16%
Satışların Maliyeti (-)	137	180	195	19%
Brüt Kar	48	49	56	7%
Pazarlama Giderleri (-)	3.3	4.3	4.0	10%
Genel Yönetim Giderleri (-)	7.3	8.0	7.7	3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.8	0.5	0.3	
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	0.1	0.2	0.2	
Esas Faaliyet Karı	40	37	44	5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	0	
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	40	37	44	6%
Finansman Gelirleri	2	6	11	
Finansman Giderleri (-)	13	4	0	
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	29	39	55	37%
Dönem Vergi Gideri (-)	6	8	9	
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri (-)	1	1	2	
Net Dönem Karı	23	31	44	38%
Amortisman ve İfta Payı	24	26	24	
VAFÖK	62	65	68	4%
Yansıtılan Gelirler	27	60	82	
Düzeltilmiş VAFÖK	73	89	101	18%
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>26.1%</i>	<i>21.4%</i>	<i>22.1%</i>	
<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	<i>33.4%</i>	<i>28.5%</i>	<i>26.9%</i>	
<i>Düzeltilmiş VAFÖK Marjı</i>	<i>39.2%</i>	<i>38.7%</i>	<i>40.1%</i>	
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>12.5%</i>	<i>13.5%</i>	<i>17.7%</i>	

**YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**