



TURKNET İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.

DEĞERLEME RAPORU

KURUMSAL FİNANSMAN DEPARTMANI

23 Şubat 2022



İçindekiler

1. YÖNETİCİ ÖZETİ	3
2. DEĞERLEMEDE UYGULANAN ETİK İLKELER	4
3. DEĞERLEME ÇALIŞMASI	5
a. KAPSAM	5
b. DEĞERLEMENİN TEMELİ.....	5
c. BİLGİ KAYNAĞI	6
d. İŞ PLANI	6
4. SEKTÖRE ÖZET BAKIŞ	6
ŞİRKET HAKKINDA	11
5. DEĞERLEME	15
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA).....	15
ŞİRKET PROJEKSİYONLARI ve TEMEL TAHMİNLEMELER	16
ÇARPAN ANALİZİ YÖNTEMİ	19
SONUÇ.....	21
EK - 1 : 30.09.2021 Tarihli Finansal Tablolar	22
EK - 2 : Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı	25

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

İşbu değerleme raporu, **A1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.** ("A1 GSYO") ile Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") arasında 18.02.2022 tarihli sözleşmeye istinaden **TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.** ("TurkNet" ve/veya "Şirket") değerleme raporunun A1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin talebi üzerine hazırlanmıştır.

A1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin yatırımı amacıyla **TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.**'ye ait değerleme çalışması, A1 GSYO ile Global Menkul arasında imzalanmış olan değerleme hizmet sözleşmesi kapsamında; **TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.**'nin 2019 – 2020 yılları bağımsız denetim raporları ve 2015 – 2021 dönemi VUK'a göre hazırlanmış mali tabloları ile 2021 - 2026 yıllarına ilişkin Şirket projeksiyonları veri alınarak sunulmuştur. Şirket'in değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor sadece TurkNet'in beher pay fiyatının belirlenmesine yardımcı olmak üzere hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece Global Menkul, raporun A1 GSYO yönetimi dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra söz konusu rapor Global Menkul'ün yazılı izni olmadan düzenleyici kurum ve mevzuatın öngördüğü gerekli diğer kurumlar dışında üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz.

Kullanılan bilgiler, varsayımlar ve projeksiyonlar çalışmamızda yer almıştır. Bunun yanı sıra Şirket yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

İşbu değerleme raporu **30.09.2021** tarihli finansal tablolar esas alınarak hazırlanmıştır. Raporla yer alan 2021 yılı verileri, gerçekleşmiş veriler olmayıp, Şirket yönetimi tarafından hazırlanan 2021 – 2026 yıllarını içeren iş planı ve bütçe tahminleri kapsamındaki tahmini verilerdir. Raporun ilgili kısımlarında yer alan tablolarda bulunan "2021T" ibaresi 2021 yılı tahmini verilerini ifade etmektedir.

Diğer yandan, değerleme çalışmasında **30.09.2021** tarihli finansal tablolar esas alındığından ve Şirket'in ilgili döneme ait bağımsız denetimden geçmiş UFRS mali tabloları mevcut olmadığından, tarafımızla paylaşılan geçici VUK beyannamesi dikkate alınmıştır. 2021/9 aylık döneme ait geçici VUK beyannamesi üzerinden hesaplanan FAVÖK ile Şirket'in söz konusu mali tablolar üzerinden UFRS'ye yönelik gerçekleştirdiği düzeltmeler kapsamında hazırlanmış olduğu UFRS benzeri mali tablolar üzerinden hesaplanan FAVÖK farklılık göstermektedir. Çarpan analizine konu benzer firmaların "Firma Değeri/FAVÖK" çarpan değerleri UFRS'ye göre hazırlandığından, FAVÖK hesaplaması kapsamında tarafımızla paylaşılan UFRS'ye göre düzeltmeler yapılmış taslak gelir tablosu dikkate alınmıştır.

Rapora konu olan bu çalışma Şirket yönetiminin vermiş olduğu finansallar veri alınarak hazırlanmıştır. Söz konusu rapor **23 Şubat 2022** tarihinde tamamlanmış, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılarak **30.09.2021** finansal tabloları itibarıyla Şirket'in özsermaye değeri **1.417.781.049 TL** olarak hesaplanmıştır. Rapor bilgilerini içerir özet tablo aşağıda yer almaktadır.

Rapor Tarihi ve Sayısı	23.02.2022 – GLB KF 2022/06
Rapor Türü	Değerleme Raporu
Değerlemeyi Yapan Şirket	Global Menkul Değerler A.Ş.
Adresi	Yeşilce Mahallesi, Eski Büyükdere Caddesi, No: 65 Kat: 1 Kağıthane/İstanbul
Değerlemeden Sorumlu Personel	Yiğit Engiz
Lisans Belge No	903400
Dayanak Sözleşme tarihi	18.02.2022
Değerlemeye Konu Şirket	TürkNet İletişim Hizmetleri A.Ş.

2. DEĞERLEMEDE UYGULANAN ETİK İLKELER

Global Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Departmanı işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet, tecrübe ve teknik altyapıya sahiptir. Değerleme ekibi aşağıdaki gibidir.

Kadir Berkay Aytekin, Global Menkul Değerler A.Ş.’de Kurumsal Finansman Direktörü olarak görev yapmaktadır. Değerleme projesinde kontrolör olarak görev almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 206996) ve Türev Araçlar Lisansı’na (Belge No: 303457) sahip Kadir Berkay Aytekin, kurumsal finansman alanında Şirket halka arzları, borçlanma araçları piyasası, Şirket değerlendirme ve due diligence projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası iş ve işlemlerinde görev almıştır.

Yiğit Engiz, Global Menkul Değerler A.Ş.’de Kurumsal Finansman Müdür Yardımcısı olarak görev yapmaktadır. Değerleme çalışması Yiğit Engiz tarafından yürütülmüştür. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 903400) sahip Yiğit Engiz, kurumsal finansman alanında borçlanma araçları piyasası, Şirket halka arzları, değerlendirme projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası projelerinde görev almıştır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik ilkeler ve sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket 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.
- Global Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Global Menkul, Şirket değerlemesinde kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler Şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Global Menkul elde edilmiş olan

bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Global Menkul tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Global Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

a. KAPSAM

Değerleme çalışması kapsamında, Global Menkul, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bununla birlikte, Global Menkul, mülkiyete ilişkin Şirket'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Doğası itibarıyla değerlendirme çalışmaları tamamen bilimsel olarak nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda sübjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir. Bu nedenle, kesin, tartışmasız bir değer varlığı söz konusu olamayacağı gibi çeşitli varsayımlar dahilinde bir değer aralığı tespit edilmesi daha uygundur.

Çalışma sonucunda bulunan değer, Şirket'in muhtemel alım/satımına temel teşkil edecek kesin bir satış fiyatı olarak değerlendirilmemelidir. Yatırımcının ödemeye hazır olduğu satın alma fiyatı; yatırımcının kendi hedeflerini, içinde bulundukları şartları, ülke, ekonomi, yatırım ortamı, operasyonel ve ticari sinerjilerin etkilerini içermektedir.

Bu nedenle Global Menkul, Şirket yönetimi tarafından sağlanan varsayımların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır.

Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Global Menkul, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

b. DEĞERLEMENİN TEMELİ

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tespit edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu projede baz aldığımız değer "Makul Piyasa Değeri"dir. "Makul Piyasa Değeri" istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek pay satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir. Ayrıca, Şirket'in mevcut yönetim ile faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır.

c. BİLGİ KAYNAĞI

Global Menkul, Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgi ve planların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır.

Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket yönetimi tarafından hazırlanan 2021 – 2026 yıllarını içeren iş planı ve bütçe tahminlerine dayanmaktadır.

d. İŞ PLANI

Değerleme çalışmasında kullanılan proforma bütçe verileri Şirket yönetimi tarafından sağlanmış ve Global Menkul tarafından Şirket'in geçmiş dönem finansal performansı, sektörün ve Türkiye'nin güncel makro ekonomik koşulları göz önünde bulundurularak projekte edilmiştir. Projeksiyonlar 2021 ile 2026 yılları arasında Şirket'in satışlarını, satışların maliyetlerini, faaliyet giderlerini, yatırım harcamalarını ve diğer finansal göstergelerini içermektedir. İş planında kullanılan varsayımlardan Şirket yönetimi sorumludur.

İş planı ve iş planında yer alan temel tahminlemeler, VUK'a göre hazırlanmış mali tablolar esas alınarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışmasında kullanılan gelir ve gider kalemlerinin bulunmasında Şirket yönetimi tarafından sağlanan yönetim raporlamaları ve tahminler baz alınmıştır. Söz konusu tahminler Global Menkul tarafından incelenmiş ve sorgulanmıştır.

Bu rapor kapsamında tahmin edilen değer Şirket'in muhtemel bir alım/satım değerini gösteren bir fiyat garantisi olarak değerlendirilmemelidir. Bu çalışmada uygulanan metodoloji ile elde edilen değerlendirme sonucu kesin bir değer olarak algılanmamalı, bunun sadece A1 GSYO yönetimine TurkNet'in piyasa değeri hakkında bir veri sağlaması beklenmelidir.

4. SEKTÖRE ÖZET BAKIŞ

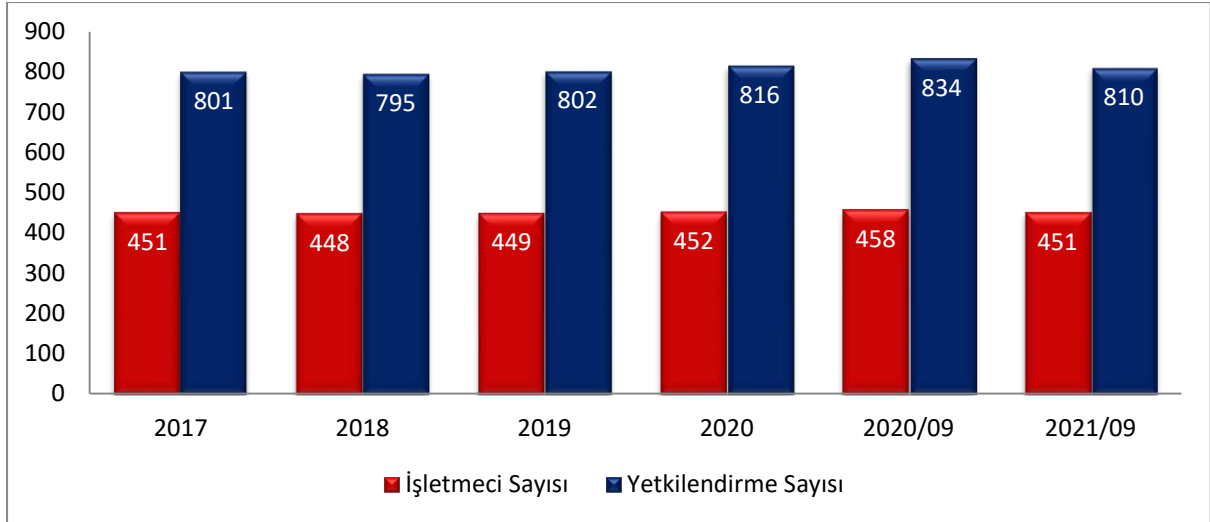
TurkNet; kurumsal telekom pazarında bireylere ve işletmelere, kendilerine özel ihtiyaçlarını karşılamak üzere tasarlanan, telefon, internet, IP MPLS¹, VPN², veri merkezi ve barındırma hizmetleri sunan bağımsız yeni nesil telekom operatörüdür.

2021 yılının üçüncü çeyreği sonu itibarıyla elektronik haberleşme sektöründe faaliyet gösteren 810 yetkilendirilmiş elektronik haberleşme sağlayıcısı bulunurken ilgili dönemde işletmecisi sayısı 451 olmuştur³.

¹ IP MPLS – Multi Protocol Label Switching – Çoklu protokol etiket anahtarlama yüksek performanslı ağlarda bir bilginin bir ağ düğümünden diğerine aktarılmasını sağlayan bir mekanizmadır.

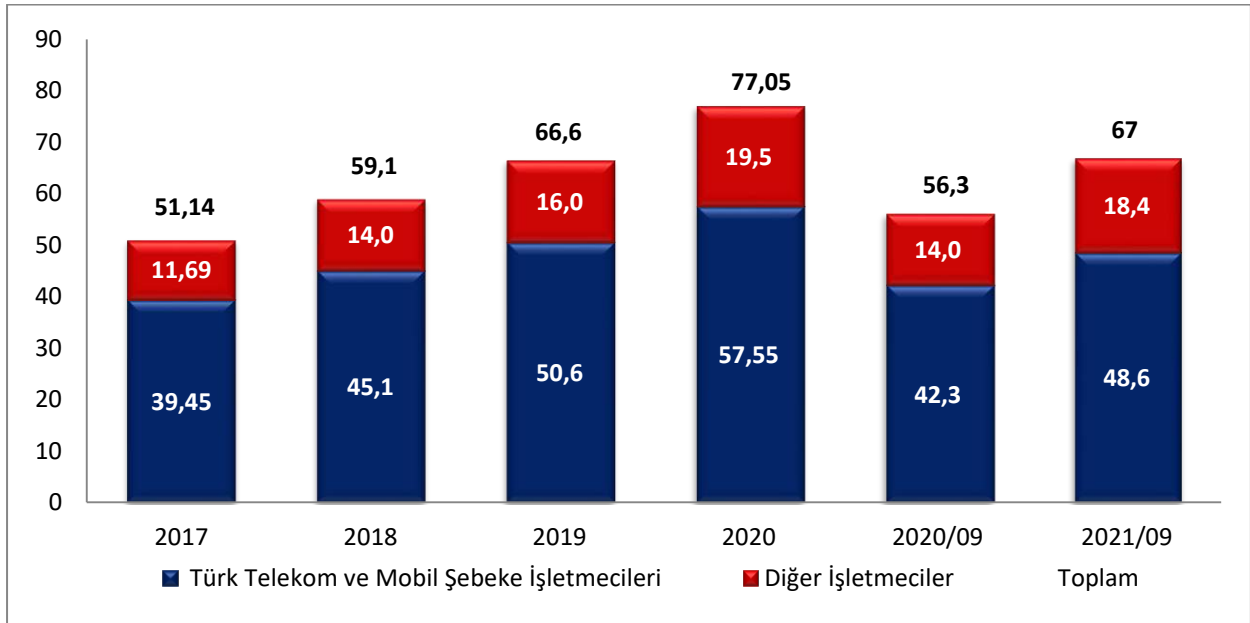
² VPN – Virtual Private Network – Sanal Özel Ağ teknolojisi genel ağlar kullanılırken korumalı bir şebeke bağlantısı oluşturmaya olanak verir.

³ Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu – Türkiye Elektronik Haberleşme Sektörü Üç Aylık Pazar Verileri Raporu (Tüm sektör verileri bu rapordan elde edilmiştir)



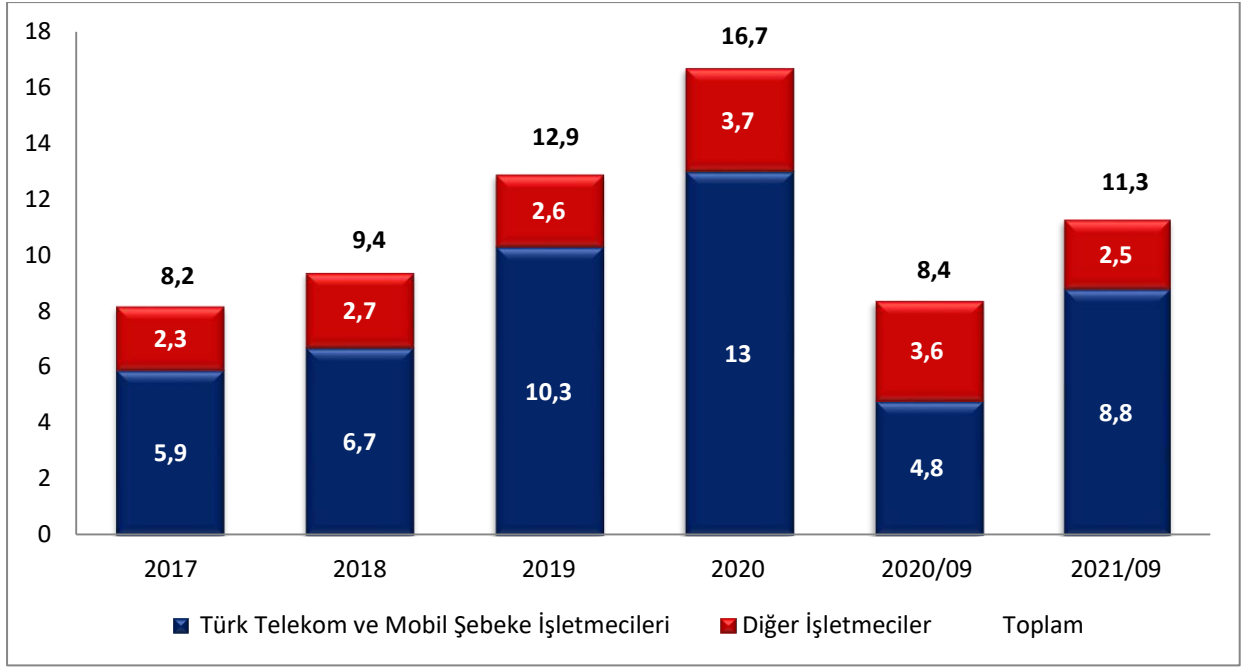
Şekil 1: Genel Pazar Verileri

2021 yılı 9 aylık verilerine göre Türk Telekom ve mobil şebeke işletmecileri ve diğer işletmeciler'in toplam net satışları geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %19 artarak 7,8 milyar TL olmuştur. Yıllara sari mobil telefon kullanımının artmasıyla mobil trafik miktarı da artmaya devam etmektedir. 2021 yılı 9 aylık dönemde toplam 12,3 milyar dakika mobil konuşma gerçekleşirken, sabit telefonlarda bu süre 2,5 milyar dakikaya kadar düşmüş bulunmaktadır. Son verilere göre trafik miktarının %98'ini mobil görüşmeler oluştururken %2'sini ise sabit telefon görüşmeleri oluşturmaktadır.



Şekil 2: Net Satış Gelirleri (Milyar TL)

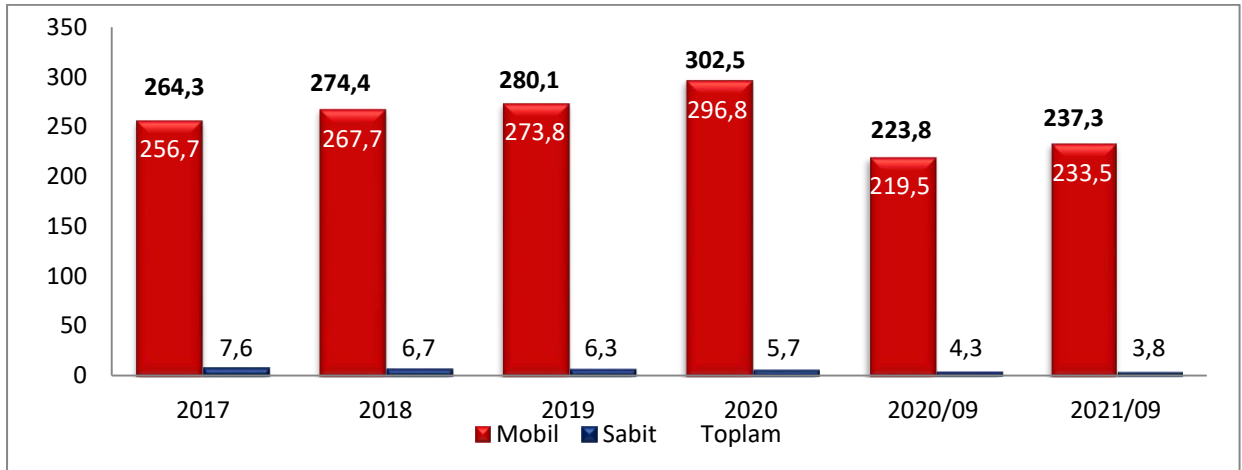
Covid-19 salgınıyla alışkanlıkların değişmesi, hayatın her alanında dijitalleşme, bilişim ve elektronik haberleşme teknolojilerine bağlılığın artmaya devam etmesinin etkisiyle 2021 yılının üçüncü çeyreğinde sektördeki net satış geliri %19 artış göstermiştir.



Şekil 3: Yatırım Tutarları (Milyar TL)

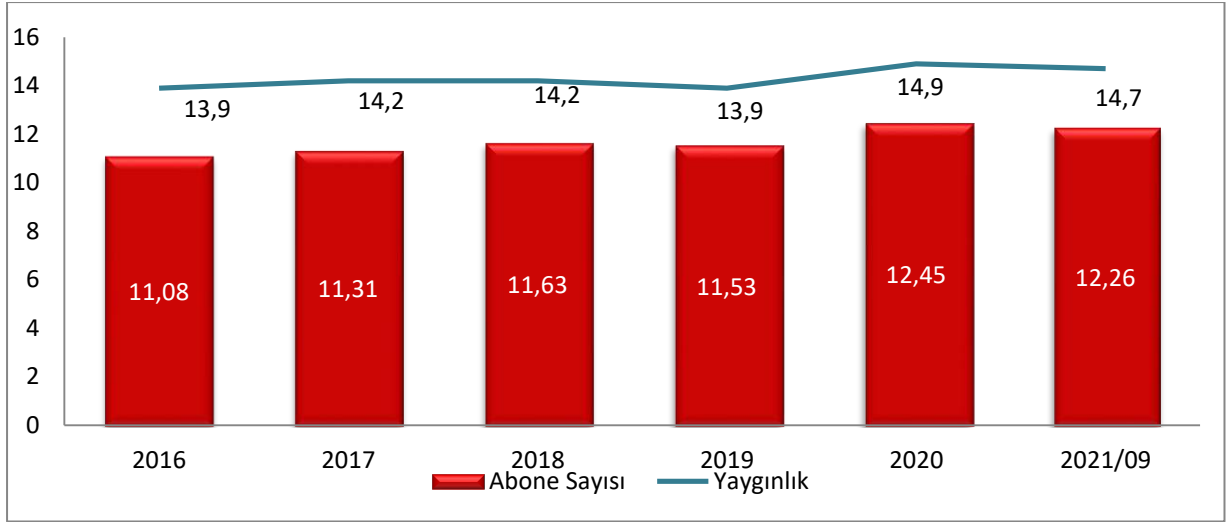
Haberleşme sektöründeki büyümenin devam etmesiyle beraber işletmelerin yıllar itibarıyla yatırımları da artmaya devam etmektedir. Yatırım tutarları 2021 yılı 9 aylık verilerine göre geçtiğimiz senenin aynı dönemine göre %34,5 büyümeye göstermiştir.

Türkiye elektronik haberleşme sektöründe sabit ve mobil işletmecilerin oluşturduğu toplam trafiğin dağılımına bakıldığında yıllar itibarıyla mobil arama trafik miktarı artarken sabit arama trafik miktarının düştüğü görülmektedir. 2020 yılında, bir önceki yıla göre toplam trafik miktarı %8,1 artarak 302,6 milyar dakikaya ulaşırken bu trafiğin yaklaşık %98,1'ini mobil trafik oluşturmuştur. 2021 yılı 9 aylık mobil verilere baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %6,38 yükselmiştir. Sabit işletmeciler de ise gerileme devam etmektedir.



Şekil 4: Yatırım Tutarları (Milyar TL)

2021 yılı üçüncü çeyrek sonu itibarıyla 12,25 milyon sabit telefon abonesi bulunurken Türkiye’de yaygınlık oranı yaklaşık %14,7 olmuştur. Türkiye’de ortalama hane halkı büyüklüğünün 3,30 olduğu göz önünde bulundurulduğunda sabit telefon hizmetlerinin Türkiye’nin önemli bir bölümüne ulaşmaktadır.



Şekil 5: Sabit Abone Sayısı ve Yaygınlık

TurkNet 2020 yılı 9 aylık verilerine göre abone sayısına göre pazar payı %5,1’de iken 2021 yılı 9 aylık verilerinde abone sayısına göre pazar payı %2,7’lere kadar gerilemiştir. Bu verilere göre ise ilk üç sırada TTNet, Türksat ve TurkNet yer almaktadır.

2021 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla net satışlarına göre işletmecilerin pazar payları Tablo 2’de gösterilmektedir. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde Sabit Telekomünikasyon Hizmeti’nde net satışlarına göre en yüksek paya sahip ilk üç işletmeci sırasıyla Vodafone Net, Superonline ve TTNet olmuştur.

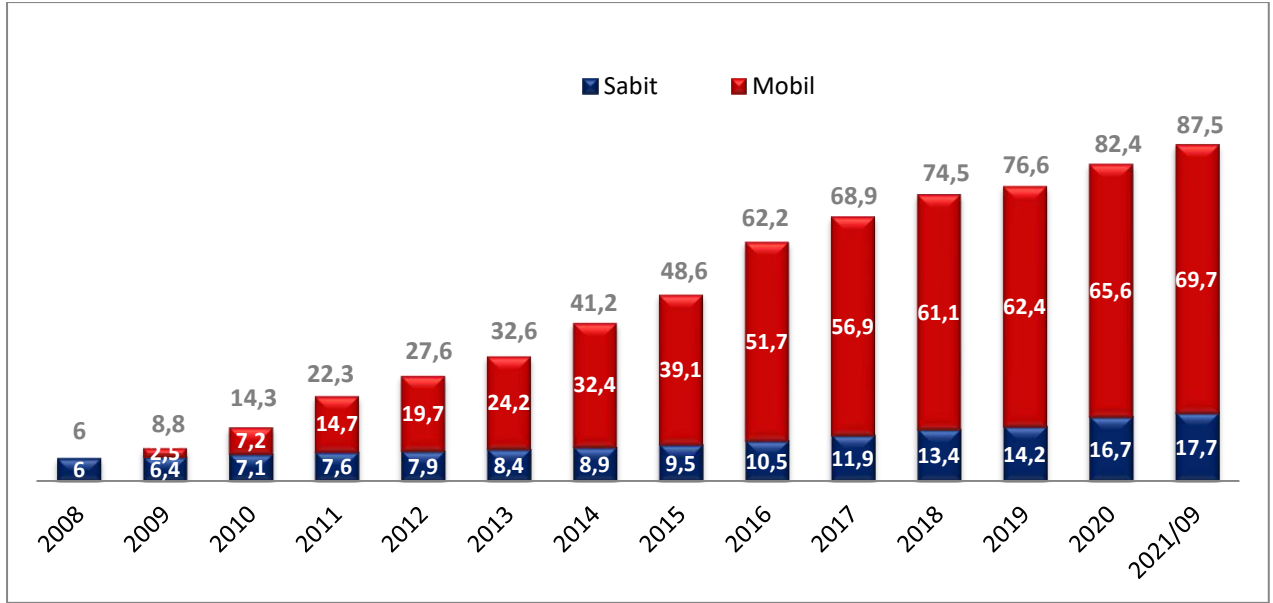
İşletmeci	Pazar Payı (%) 2021/09
TTNet	76,8
Türksat	5,4
TurkNet	2,7
Superonline	2,3
İş Net	2,2
NetGSM	2,2
Voip	1,3
Vodafone Net	1,1
Millenicom	1,0
Diğer	5,0

Tablo 1: STH İşletmecilerinin Abone Sayısına Göre Pazar Payı

İşletmeci	Pazar Payı (%) 2021/09
Vodafone Net	31,2
Superonline	29,4
TTNet	23,0
Eser Telekom	4,0
NetGSM	1,3
İş Net	0,9
Millenicom	0,9
Türksat	0,7
TTM Telekomünikasyon	0,7
Diğer	7,9

Tablo 2: STH İşletmecilerinin Net Satış Gelirlerine Göre Pazar Payı

2008 yılında 6 milyon olan genişbant internet abone sayısının 2021 yılı üçüncü çeyreğinde 87,5 milyona ulaştığı ve genişbant abone sayısının bir önceki çeyreğe göre %2,1 oranında arttığı görülmektedir. Artış oranı “Eve Kadar Fiber” abone sayısında %8,7 ve “Kablo İnternet” abone sayısında ise %1,3 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Şekil 6’da 2008 yılından itibaren Türkiye’deki toplam genişbant internet abone sayılarına, sabit ve mobil ayrımında yer verilmektedir.



Şekil 6: Sabit Abone Sayısı ve Yaygınlık

İnternet servis sağlayıcıların abone sayısı ve gelir bakımına göre pazarda en büyük paya sahip ilk üç işletmeci TTNNet, Superonline, Vodafone Net olurken TurkNet'in abone sayısına göre Pazar payı geçtiğimiz yılın aynı döneminde %2,91 iken, 2021 yılı aynı döneminde %3,89'a yükselmiştir.

İşletmeci	Abone (%) 2021-3Ç
TTNet	64,21
Superonline	14,84
Vodafone Net	7,65
TurkNet	3,89
D-Smart	3,50
Millenicom	1,65
Diğer	4,26
Toplam	100,00

Tablo 3: Abone Sayısına Göre Pazar Payı

İşletmeci	Gelir (%) 2021-3Ç
TTNet	64,50
Superonline	16,82
Vodafone Net	8,05
TurkNet	3,98
D-Smart	2,75
Millenicom	1,61
Diğer	2,28
Toplam	100,00

Tablo 4: Üçüncü Çeyrek Net Satışlara Göre Pazar Payı

2021 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla yaklaşık 130 dolayında işletmeci aktif olarak hizmet vermektedir. 2021 yılı 9 aylık İnternet Servisi Sağlayıcı gelirleri 2020 yılının 9 aylık verilerine göre yaklaşık %28'lik artış göstererek 11 milyar TL olmuştur.

Gelir	2017	2018	2019	2020	2020/09	2021/09
	6.974	7.956	9.454	12.112	8.627	11.043

Tablo 5: Yıllar İtibarıyla İSS Gelirleri (Milyon TL)

2021 yılı üçüncü çeyrekte internet servis sağlayıcılığına ilişkin toplam gelir 3,9 milyar ₺ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Gelir	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09
	3.115.407.067	3.484.589.307	3.503.733.588	3.670.852.990	3.868.547.216

Tablo 6: Çeyreklik Bazda İSS Gelirleri

ŞİRKET HAKKINDA

Şirket 1996 yılında kurulmuş olup, telekom pazarında bireylere ve çeşitli büyüklükteki kurumlara telefon, toplu internet, özel sanal ağ (IP MPLS VPN), veri merkezi ve barındırma hizmetleri sunmaktadır.

Şirket 2002 yılında NetOne Telekom unvanı ile kurumsal pazara IP MPLS VPN hizmeti sağlayan ilk operatör oldu. Şirket, 2007 yılında tasfiye halindeki Sabancı Telekom'dan Turk.net markasını satın alarak TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş. unvanını aldı.

TurkNet, bireysel müşteri segmentinde kullanıcılara internet ve ses (telefon) hizmetlerini birlikte içeren tek paket ile hizmet sağlamaktadır.

Şirket'in güncel ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ad - Soyad / Unvan	Pay Adedi	Pay Oranı
Cem Mehmet Çelebiler	7.840.000,00	29,40%
Mehmet İzzi Çelebiler	2.720.000,00	10,20%
Nedim Halet Çelebiler	3.200.000,00	12,00%
Yunus Sami Çelebiler	2.240.000,00	8,40%
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Lot Tech Girişim Ser.Yat.Fonu - B	9.355.730,00	35,08%
A1 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş - B	1.310.937,00	4,92%
TOPLAM	26.666.667,00	100,00%

Tablo 7: Şirket Ortaklık Yapısı - Kaynak : Şirket

TurkNet, bireysel kullanıcıların ev içi iletişim ihtiyaçlarını karşılayan yüksek hızlı ve kotasız internet (ADSL/ VDSL) ve telefon hizmetleri sunmaktadır. Ayrıca TurkNet'in yürütmekte olduğu fiber optik alt yapı yatırımları ile şu an için belirli bölgelerde fiber internet hizmeti de sunmaktadır.

TurkNet'in ayrıca kurumsal ve toptan satış segmentlerine sunduğu hizmetleri de bulunmakta olup ana ürün/hizmetlerine ilişkin detay bilgiler aşağıdaki gibidir:

- İnternet Erişimi: ADSL, G.SHDSL, MetroEthernet, yerel ve uluslararası Kiralık Devre
- VPN erişimi: Şubeler/ofisler arası Özel Sanal Ağ (IP MPLS VPN)
- Sabit Telefon Hizmetleri: Yerel ve uzak mesafe telefon hizmetleri, numara taşıma ve tahsisi (coğrafi ve coğrafi olmayan numaralar), toptan hat kiralama, çoklu hatlar,
- Veri Merkezi Hizmetleri: Alan kiralama (Co-location), sanal sunucu kiralama, VPS/VDS, kesintisiz internet erişimi, back up veya depolama, loglama, email /websitesi barındırma, güvenlik yönetimi hizmetleri (Sanal & Yönetilen UTM)

Şirket'in yıllar içerisinde gelirlerinin segment bazında kırılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Tablo 8'den görüleceği üzere Şirket'in gelirleri ağırlıklı olarak bireysel internet kullanıcı gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket'in 2015 yılında gelirlerinin %52'sini bireysel internet segmenti oluşturmaktadır. 2019 yılında bu oran %61 düzeyinde iken, Covid – 19 pandemisi ile birlikte internete bağlılığın artması sonucunda 2020 yılında bireysel internet segmenti gelirleri toplam gelirlerin %76'sına ve proforma 2021 yılı verilerine göre ise %84'e ulaşmıştır.

Şirket'in bireysel internet segmenti gelirlerinde en yüksek artış oranı 2020 yılında %87 ile gerçekleşmiştir.

Gelirler - Milyon TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Veri - İnternet	104,4	95,0	84,8	111,5	180,1	332,0	565,6
Kurumsal	13,6	13,8	14,5	16,7	15,2	23,4	34,8
KOBİ	0,6	0,9	1,3	2,2	3,3	6,9	11,0
Yerleşim (Bireysel)	90,2	80,3	69,0	92,5	161,5	301,6	519,8
Telefon	40,7	40,9	32,6	32,5	41,8	32,8	17,1
Kurumsal	2,0	3,2	6,2	5,8	6,9	5,8	3,5
KOBİ	27,5	22,7	12,8	7,9	8,4	6,6	7,4
Yerleşim (Bireysel)	11,2	15,0	13,6	18,7	26,5	20,4	6,2
Toptan Satışlar	24,2	19,8	19,3	30,5	41,9	29,1	31,1
Diğer	3,9	3,3	2,9	4,2	3,1	2,2	2,3
Toplam Gelirler	173,2	159,1	139,6	178,7	266,9	396,0	616,1

Tablo 8: Yıllar İtibarıyla Şirket Gelir Kırılımı - Kaynak : Şirket

Şirket'in yıllar içerisinde bireysel müşteri sayıları ve müşteri başına ortalama gelir kalemini gösterir tablo aşağı yer almaktadır.

Bireysel İnternet Segmenti	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Bireysel Gelirler - Mn TL	90,16	80,33	68,95	92,55	161,54	301,63	519,81
Müşteri Sayısı	145.000	169.895	141.105	165.049	223.748	318.284	457.435
Yeni Müşteri	60.000	30.808	87.313	115.522	165.000	259.000	372.717
Müşteri Kaybı	-35.105	-59.598	-63.369	-56.823	-70.464	-119.849	-127.599
TOPLAM	169.895	141.105	165.049	223.748	318.284	457.435	702.553
Kullanıcı Başı Aylık Gelir - TL	48	43	38	40	50	65	75
Ortalama Müşteri Adedi*	157.448	155.500	153.077	194.399	271.016	387.860	579.994
Ortalama Müşteri Yıllık Değişim		-1%	-2%	27%	39%	43%	50%

Tablo 9: Bireysel İnternet Segmenti Detay Tablo - Kaynak : Şirket

*Dönem başı müşteri ve dönem sonu müşteri adedi ortalaması alınmıştır.

Tablo 9'dan görüleceği üzere Şirket'in ortalama müşteri adedi 2015-2017 döneminde stabil seyir izlerken, 2017-2019 döneminde %33 artış göstermiştir. Covid-19 pandemisi sonrası 2019-2021T döneminde ise ortalama müşteri adedinde artış oranı %46 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket bireysel internet segmentinde taahhütlü ürün stratejisini sona erdirmiştir. Şirket'in bireysel internet kullanımı segmentinde, kullanıcı başına aylık ortalama gelirin (ARPU), 2018 yılında ortalama enflasyonun altında; 2019 ve 2020 yıllarında ise ortalama enflasyona paralel seviyede artış kaydetmiştir.

Bireysel internet hizmetlerinde olduğu gibi KOBİ internet hizmetleri alanında da Şirket KOBİ müşterisi ve paralel olarak KOBİ segmenti gelirleri 2019 yılı akabinde önemli artış göstermiştir. KOBİ İnternet segmentine ilişkin detay veriler aşağıda yer almaktadır.

KOBİ İnternet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
KOBİ Gelirler - Mn TL	0,63	0,91	1,32	2,23	3,30	6,92	10,95
KOBİ Müşteri Adedi	2.090	2.090	2.368	3.630	4.139	8.065	13.289
Yeni Müşteri	-	1.307	2.769	1.607	5.330	8.000	8.080
Müşteri Kaybı	-	-1.029	-1.507	-1.055	-1.404	-2.776	-3.713
TOPLAM	2.090	2.368	3.630	4.182	8.065	13.289	17.656
Kullanıcı Başı Aylık Gelir - TL	24,99	34,09	36,57	47,50	45,00	54,00	59,00
ARPU Değişim		36%	7%	30%	-5%	20%	9%

Tablo 10: KOBİ İnternet Segmenti Detay Tablo - Kaynak : Şirket

TurkNet, bireysel segmentinde olduğu gibi KOBİ segmentinde de internet ürünlerinde taahhütlü abone stratejisini sona erdirmiştir.

TurkNet kurumsal müşteri segmentinde büyük ve orta ölçekli işletmelere ağırlıklı olarak internet ve veri merkezi hizmeti sağlamaktadır.

Kurumsal İnternet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Kurumsal Gelirler - TL	13,61	13,80	14,53	16,73	15,22	23,41	34,83
Kurumsal Müşteri Adedi	678	678	642	607	483	532	571
Yeni Müşteri	-	100	145	107	150	150	150
Müşteri Kaybı	-	- 136	- 180	- 231	- 101	- 110	- 118
TOPLAM	678	642	607	483	532	571	604
Kullanıcı Başı Aylık Gelir - TL	1.673	1.742	1.938	2.559	2.500	3.538	4.940
ARPU Değişim		4%	11%	32%	-2%	42%	40%

Tablo 11: Kurumsal İnternet Segmenti Detay Tablo - Kaynak : Şirket

TurkNet Covid-19 pandemisi ile birlikte kurumsal segmentte gelirlerini önemli ölçüde artırmıştır.

İnternet hizmetleri kapsamında Şirket'in en önemli gelir kalemi bireysel segment olup, gelir dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

İnternet Hizmetleri - Gelir Dağılımı	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Kurumsal	13,0%	14,5%	17,1%	15,0%	8,4%	7,1%	6,2%
KOBİ	0,6%	0,9%	1,5%	2,0%	1,8%	2,1%	1,9%
Yerleşim (Bireysel)	86,4%	84,5%	81,4%	83,0%	89,7%	90,9%	91,9%
TOPLAM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tablo 12: İnternet Segmenti Gelir Dağılım Tablosu - Kaynak : Şirket

Şirket'in 2018 - 2019 - 2020 yılı UFRS'ye göre hazırlanmış mali tabloları ve 2021/09 dönemi gerekli arındırmaların yapıldığı UFRS'ye çevrilmiş mali tablolar incelenmiştir. Şirket'in 2017 - 2020 yılları arasında FAVÖK marjı %14,73 seviyesindedir. 2021 yılının bağımsız denetimden geçmemiş ve UFRS'ye çevrilmiş tahmini verilerine göre FAVÖK marjı, geçmiş yıllara paralel olarak %15,14 düzeyinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Şirket güncel tarifeler itibarıyla bireysel internet kullanımı kapsamında abonelerine verilen hizmet karşılığında aylık vergiler dahil 99,90 TL ücret almaktadır. Şirket fiber aboneleri haricinde, diğer abonelere hizmet verirken Türk Telekom altyapısını kullanmaktadır.

2021 yılı Aralık ayı maliyet verilerine göre Şirket, Türk Telekom'a abone başına ortalama 54 TL hat kullanım bedeli ödemektedir. TurkNet'in kendi fiber aboneleri dışında diğer aboneler için Türk Telekom'a ödemekte olduğu hat kullanım bedelleri Şirket FAVÖK marjını düşürmektedir.

Bu kapsamda Şirket 2020 yılında fiber altyapı projesini başlatmıştır. Şirket 2020 yılında seri üretimine İstanbul'da başladığı fiber altyapı projesi ile ana hatlarda olan fiber altyapıyı evlere kadar uzatarak müşterilerine kendi altyapısı ile hizmet vermeye başlamıştır.

Şirket'in Ocak 2022 itibarıyla 29.139 fiber abonesi bulunmaktadır. Şirket'in fiber alt yapısı oluşturmaya yönelik çalışmaları neticesinde çeyreklik dönemler itibarıyla Şirket'in fiber abone edinimini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Tarih	31.12.2020	31.03.2021	30.06.2021	30.09.2021	31.12.2021
Kümülatif Ev	67.738	107.025	172.163	268.876	371.512
Kümülatif Bina Sayısı	9.546	15.008	34.663	58.524	79.874
Aktif Fiber Müşterisi	4.005	6.075	9.144	14.157	25.609

Tablo 13: Fiber Alt Yapısı Ulaştırılan Ev - Bina Sayıları - Kaynak : Şirket

Şirket'in fizibilitesi yapılan mahalle ve sokaklarda kendi ekipleri ile abonelerin evlerine kadar fiber altyapısı döşemektedir. Binalarına fiber altyapı döşenen abonelerde, gerekli dönüşümler yapılarak TurkNet'in kendi altyapısı ile hizmet verilmektedir. Ayrıca bu bölgelerde olup başka internet servis sağlayıcı firmalardan hizmet alan abonelere de yeni satış yapılmakta ve hizmet verilmektedir.

Mevcut durum itibarıyla 2021 yılı 3.çeyrek BTK verilerine göre Türkiye'deki abonelerin %82'si 35 Mbps altı hız alırken TurkNet kendi altyapısındaki abonelere 1000 Mbps hız ile internet hizmeti vermektedir.

Şirket'in fiber altyapı projesi kapsamında fiber abone edinimine ilişkin verileri içeren tablo aşağıda yer almaktadır. Tabloda yer alan dönemler itibarıyla yeni gelen abone sayısı Türk Telekom altyapısından dönüşüm yapılan abone sayısının yaklaşık 2 katına tekabül etmektedir. Şirket'in kendi altyapısını oluşturması ile birlikte hizmet vereceği abone sayısı artışının yanı sıra Türk Telekom'a aylık olarak ödeyeceği hat kullanım bedelinin azaltılması ve Şirket FAVÖK marjının iyileştirilmesi planlanmaktadır. FAVÖK marjının projeksiyon döneminde Superonline ve Türk Telekom sabit hat FAVÖK marjına yaklaşması öngörülmektedir.

Dönem	Kurulum	Dönüşüm	İptal	Abone Değişimi	Aktif Müşteri
2022/02*	1.965	932	170	2.727	31.866
2022/01	2.336	1.379	185	3.530	29.139
2021/12	2.474	2.568	212	4.830	25.609
2021/11	2.044	2.422	152	4.314	20.779
2021/10	1.952	521	165	2.308	16.465
2021/09	1.698	509	210	1.997	14.157
2021/08	1.184	657	168	1.673	12.160
2021/07	808	637	102	1.343	10.487
2021/06	754	411	70	1.095	9.144
2021/05	644	195	38	801	8.049
2021/04	691	548	66	1.173	7.248
2021/03	733	450	51	1.132	6.075
2021/02	573	425	60	938	4.943
2021/01	523	290	45	768	4.005

Tablo 14: Fiber Abone Sayıları Gösterir Tablo - Kaynak : Şirket

*2022 Yılı Şubat ayı verileri kesinleşmemiş verilerdir.

2022 yılı ve sonrasında fiber altyapısı için yapılan yatırımlardan dolayı sermaye harcamaları artış göstermesi planlanmaktadır. Şirket'in 2015 – 2021T yılları arasında VUK'a göre hazırlanmış, yatırım harcamalarını yıllara sarı gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in yatırım harcaması/gelir oranı söz konusu dönemde yıllık ortalama %7 düzeyindedir.

Milyon TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Yatırım Harcamaları	-	9,83	6,77	12,50	20,68	32,95	78,74
Satışlar	173,19	159,05	139,62	178,68	266,89	376,99	616,12
Yatırım Harcamaları/Satışlar	0%	6%	5%	7%	8%	9%	13%

Tablo 15: 2015-2021T TurkNet Yatırım Harcamaları - Kaynak : Şirket

Şirket'in geçmiş dönem VUK mali tablolarına göre işletme sermayesi hesap kalemleri incelenmiştir. İşletme sermayesi hesaplamalarına ilişkin detay tablo aşağıdaki gibidir.

Milyon TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Ticari Alacaklar	18,40	13,57	8,42	11,32	25,23	32,02	47,26
Stoklar	0,19	0,32	0,19	0,48	7,11	3,99	10,77
Ticari Borçlar	32,10	41,75	41,80	49,05	67,20	80,43	106,58
İşletme Sermayesi	-13,51	-27,86	-33,19	-37,26	-34,86	-44,42	-48,55

Tablo 16: İşletme Sermayesi Hesaplamaları - Kaynak : Şirket

İşletme sermayesi hesaplamalarına ilişkin olarak Şirket'in alacak tahsil süreleri, stok tutma süreleri ve borç ödeme sürelerine ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Gün/Oran Analizi	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021T
Alacak Tahsil Süresi	38,78	31,14	22,01	23,12	34,50	31,00	28,00
Stok Tutma Süresi	0,62	1,19	0,82	1,49	14,50	5,90	9,50
Borç Ödeme Süresi	106,66	154,37	176,81	152,45	137,00	119,00	94,00

Tablo 17: İşletme Sermayesi Gün/Oran Analizi - Kaynak : Şirket

5. DEĞERLEME

Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2018 - 2019 - 2020 tabloları ile bağımsız denetimden geçmemiş ve Şirket yönetiminin tarafımıza sunduğu, UFRS'ye yönelik düzeltmeler kapsamında hazırlanan UFRS benzeri 2021/09 dönemini içeren mali tablolar incelenmiştir.

Diğer yandan Şirket yönetiminin, VUK'a göre hazırlanmış mali tabloları esas alarak hazırladığı 2015 – 2020 yıllarına ilişkin verileri içeren ve 2021 – 2026 dönemi projeksiyonların yer aldığı iş planı ve temel tahminleri içeren dokümanlar incelenmiştir.

Şirket yönetiminin stratejik planları ve sektörün güncel durumu göz önüne alınarak değerlendirme yapılmıştır. Değerleme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" (İNA) yönteminin Şirket'in büyüme potansiyelini daha doğru yansıtacağı varsayılarak %75 oranında ağırlıklandırılmıştır. Bunun yanında, "Çarpan Analizi" yöntemi kullanılmış ve %25 oranında ağırlıklandırılmıştır.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanarak tespit edilir.

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto

oranı olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti” (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket’in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket’in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

İNA analizinde, değerlemeye konu mali tabloların 30.09.2021 tarihli olmasından kaynaklı olarak 2021 yılı proforma gerçekleştirmelerden yola çıkılarak, 2021 yılı son çeyrek verileri nakit akışına dahil edilmiştir. Bu minvalde, 2021 yılı son çeyrek satışlar, satışların maliyeti, brüt kar, FAVÖK verileri ve diğer nakit akışını etkileyecek veriler olan amortisman ve yatırım harcamaları tahmin edilerek projeksiyona eklenmiştir.

Söz konusu 2021 yılı son çeyrek dönemi mali verileri tahminlenirken, net işletme sermayesi giderleri 2015-2020 yıllarına ilişkin net işletme sermayesi/satışlar oranı baz alınarak hesaplanmıştır. Yine 2021 yılı son çeyrek döneme ilişkin amortisman verisi geçmiş yıllardaki amortisman/satışlar oranının ortalaması baz alınarak %4 olarak hesaplanmıştır.

2021 yılı tahmini yatırım harcamalarının %25’i 2021 yılı son çeyreğini baz alarak nakit akışına eklenmiştir.

ŞİRKET PROJEKSİYONLARI ve TEMEL TAHMİNLEMELER

İNA analizinde projeksiyonlar TL cinsinden ele alınmıştır. Şirket’in 2021T - 2026 dönemi projeksiyonları incelenmiştir. Projeksiyonlarda Şirket’in ürün satış tahminleri, maliyetleri, faaliyet ve operasyonel giderleri, yatırım harcamaları ve diğer genel anahtar performans göstergeleri incelenmiştir.

Şirket’in 2021T – 2026 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde öngörülen hasılatının satış kanalı bazında kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon TL	2021T	2022	2023	2024	2025	2026
İnternet	565,59	987,46	1.575,76	2.293,19	3.121,92	4.063,57
Kurumsal	34,83	51,35	57,91	65,60	69,53	73,71
KOBİ	10,95	18,89	27,54	37,32	48,51	61,46
Bireysel	519,81	917,22	1.490,31	2.190,27	3.003,87	3.928,40
Ses-Telefon	17,07	17,23	18,32	19,03	19,91	20,97
Kurumsal	3,51	3,15	3,38	3,25	3,22	3,19
KOBİ	7,40	8,77	9,87	10,75	11,57	12,47
Bireysel	6,16	5,31	5,07	5,02	5,12	5,32
Toptan	31,12	51,76	58,12	68,10	74,69	80,88
Diğer	2,33	3,88	4,36	5,11	5,60	6,07
Toplam Gelirler	616,12	1.060,34	1.656,56	2.385,42	3.222,12	4.171,49

Tablo 18: Şirket 2021T - 2026 Gelir Projeksiyonları - Kaynak : Şirket

Tablo 18’de görüldüğü üzere Şirket’in geleceğe dönük iş planlarında en önemli gelir beklentisi bireysel internet segmentinde bulunmaktadır. Söz konusu bireysel internet hizmetleri segmentinin gelirlere oranı projeksiyon döneminde %91 düzeyindedir.

Milyon TL	2021T	2022	2023	2024	2025	2026
Satışlar	616	1.060	1.657	2.385	3.222	4.171
Satışların Maliyeti	- 414	- 719	- 952	-1.180	-1.384	-1.636
SMM/Satışlar	67%	68%	57%	49%	43%	39%
Brüt Kar	202	341	705	1.205	1.838	2.536
Brüt Kar Marjı %	33%	32%	43%	51%	57%	61%
Satış Pazarlama Gid.	-109	-182	-261	-348	-445	-520
AR-GE Gid.	-20	-39	-53	-69	- 87	-108
Genel Yönetim Gid.	-28	- 39	- 45	- 72	- 97	- 125
FAVÖK	46	82	346	717	1.209	1.783
FAVÖK Marjı %	0,07	0,08	0,21	0,30	0,38	0,43
Amortisman Giderleri	-27	- 52	- 85	- 137	- 207	- 251
Amortisman/Satışlar	4%	5%	5%	6%	6%	6%

Tablo 19: TurkNet Gelir Tablosu Projeksiyonları - Kaynak : Şirket

Şirket projeksiyon döneminde fiber altyapı projesiyle FAVÖK marjını iyileştirip, enflasyonun üzerinde büyümeyi hedeflemektedir.

Projeksiyon döneminde Şirket'in ortalama brüt kar marjı %46 düzeyindedir. Şirket'in fiber altyapı proje yatırımlarının önemli kısmının 2025 yılsonuna bitirilmesi hedeflenmektedir. Şirket brüt kar marjının fiber altyapı yatırımları ile birlikte 2024 ve 2025 yılları akabinde iyileşmesi öngörülmektedir.

Projeksiyon döneminde Şirket yatırımlarının detay kırılımlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Milyon TL	2021T	2022	2023	2024	2025	2026
Bitstream access cost	24,90	44,04	52,44	58,36	52,82	89,07
Passive network cost	33,00	114,97	165,56	209,43	281,48	58,35
O&T termination device	8,75	45,53	101,72	157,37	245,14	141,66
Arge	12,10	15,72	18,87	21,70	24,30	26,73
Yatırım Harcamaları	78,74	220,27	338,59	446,87	603,74	315,81

Tablo 20: Yatırım Harcamaları Detayı - Kaynak : Şirket

Bitstream Access Cost: Mevcut müşterilere ve olası yeni müşterilere hizmet sunmak amacıyla genel network şebekesi için ihtiyaç duyulan ve ömrü biten network cihazlarını yenilemek amacıyla alınması gereken yatırım harcaması ihtiyacını göstermektedir.

Passive Network Cost: Her bir binaya kadar giden fiber altyapı yatırımını göstermektedir. Bunun içinde işçilik maliyetleri, kablo maliyeti, belediyelere ödenen ruhsat ücretleri yer almaktadır.

O&T Termination Device Cost: Fiber hattı çekilip abone olmak isteyen müşterilere verilen cihaz maliyetini göstermektedir.

Şirket'in projesiyon döneminde işletme sermayesi hesaplamalarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Diğer yandan 2021 yılı son çeyrek dönemden kaynaklı 34,6 Milyon TL işletme sermayesi ihtiyacı doğmaktadır. Söz konusu döneme dair işletme sermayesi 2015 – 2021 dönemi işletme sermayesi/satışlar oranı olan %17 baz alınarak hesaplanmıştır. 2021 yılı tahmini işletme sermayesi verileri baz alınarak ilgili döneme ait net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmıştır.

Milyon TL	2022	2023	2024	2025	2026
Ticari Alacaklar	81,34	127,08	182,99	247,18	320,00
Stoklar	18,71	39,11	48,50	56,90	67,23
Ticari Borçlar	185,14	182,49	226,36	265,51	313,73
İşletme Sermayesi	- 85,09	- 16,31	5,14	38,56	73,50
Diğer İşletme Sermayesi Giderleri					
Diğer Alacaklar	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Diğer Cari Varlıklar	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Gelir Tahakkukları	4,24	6,63	9,54	12,89	16,69
Vergi Alacakları	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Diğer Cari Yükümlülükler	23,33	36,44	52,48	70,89	91,77
Vergi Ödemeleri	9,15	15,75	24,60	35,42	47,85
Gider Tahakkukları	2,44	3,81	5,49	7,41	9,59
Diğer İşletme Maliyetleri	- 27,28	- 45,98	- 69,63	- 97,44	- 129,13
Toplam İşletme Sermayesi	- 112,37	- 62,29	- 64,49	- 58,88	- 55,63
Yıllık Değişim	- 46,58	50,08	- 2,20	5,61	3,25

Tablo 21: TurkNet Proforma Bilanço Verileri - Kaynak : Şirket

Şirket'in projeksiyon döneminde alacak tahsil sürelerini, stok tutma sürelerini ve borç ödeme sürelerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Gün/Oran Analizi	2021T	2022	2023	2024	2025	2026
Alacak Tahsil Süresi	28,00	28,00	28,00	28,00	28,00	28,00
Stok Tutma Süresi	9,50	9,50	15,00	15,00	15,00	15,00
Borç Ödeme Süresi	94,00	94,00	70,00	70,00	70,00	70,00

Tablo 22: Projeksiyon Döneminde Gün/Oran Analizi – Kaynak : Şirket

Şirket'in geçmiş mali yıllar verilerine göre 2015 – 2021T döneminde ortalama alacak tahsil süresi 30 gün, stok tutma süresi, 5 gün ve borç ödeme süresi ise 134 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde söz konusu sürelerle ilişkin olarak alacak tahsil süreleri geçmiş yıl verileri paralelinde 28 gün alınmıştır. Şirket 2018 yılına kadar abonelerine modem satışı yapmamakta iken, politika değişikliği ile Şirket abonelerine modem satışına başlayarak, stok maliyetine katlanmaktadır. Şirket'in 2019 – 2020 yılları ve 2021/09 dönemine ilişkin finansal verilerindeki stok hesaplarında gerçekleşen artışın temel sebebi modem satışlarından kaynaklanmaktadır. Diğer yandan Şirket'in Türk Telekom ile borç ödeme vadelerini uzatan 2022 vadeli bir sözleşmesi bulunmaktadır. Genel olarak borç ödeme sürelerinin uzaması bu sözleşmeden kaynaklı olup, projeksiyon döneminde borç ödeme süreleri 70 gün olarak baz alınmıştır.

Değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı Türkiye Cumhuriyeti'nin ihraç ettiği TL cinsinden 5 yıllık TRT020926T17 ISIN kodlu devlet tahvilinin incelenmesi sonucunda tahvilin kapanış fiyatının 1 aylık ortalaması olarak %23,66 alınmıştır. Ülke risk primi hesaplamasında son dönem halka arz verileri, Türkiye Cumhuriyeti Devletinin döviz cinsinden borçlanma oranları ve New York Üniversitesi Stern School of Business'ta kurumsal finansman ve özkaynak değerlendirme dersleri veren Aswath Damodaran⁴ tahminleri göz önünde bulundurularak %6,50 olarak alınmıştır.

Projeksiyon döneminde Şirket operasyonlarının geçmiş yıl verileri ve gelecek projeksiyonları incelenerek Şirket'in önümüzdeki dönemde büyük oranda özkaynak finansmanı ile yatırımlarını finanse edeceği varsayılmıştır. Bu minvalde borç oranı %10 özkaynak oranı %90 olarak alınmıştır.

⁴ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> 8 Ocak 2021 tarihli Türkiye Risk Primi Verisi %5,33

Borçlanma maliyeti piyasa araştırmaları neticesinde %27 alınmıştır. Şirket'in halka kapalı olması nedeniyle değerlendirme çalışmasında beta verisi 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in kurumlar vergisi ödemelerine ilişkin olarak vergi oranları, 2022 yılı %23, daha sonraki yıllar için ise %20 olarak baz alınmıştır. Şirket'in yapmış olduğu Ar-Ge harcamaları ilgili mevzuatın izin verdiği ölçüde kurumlar vergisi tutarından düşülmektedir. Arge çalışmalarına yapılan harcamaların kanunen kabul edilen kısmı kurumlar vergisi matrahından indirilmektedir. Şirket'in 2021 yılında kurumlar vergisi ödemeyeceği ve 2022 yılına devreden kurumlar vergisinden indirebilecek harcama tutarı bulunduğu için 2022 yılında tahmini 1 Milyon TL civarı vergi ödeyeceği tahmin edilmektedir.

Bu veriler ışığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %29,30 olarak hesaplanmıştır. Terminal büyüme verisi Türkiye'nin uzun vade enflasyon hedefi olan %5 alınmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar ışığında hazırlanan, Şirket nakit akışlarını gösterir özet indirgenmiş nakit akımları tablosu aşağıda yer almaktadır.

Milyon TL	2021SÇ*	2022	2023	2024	2025	2026
FAVÖK	9,6	82,4	346,0	716,8	1.208,6	1.782,5
İşletme Sermayesi İhtiyacı	(34,6)	46,6	(50,1)	2,2	(5,6)	(3,2)
Yatırım Harcaması	(19,7)	(220,3)	(338,6)	(446,9)	(603,7)	(315,8)
Vergi	-	(1,0)	(24,2)	(92,8)	(180,9)	(299,1)
Serbest Nakit Akımları	(44,7)	(92,3)	(66,9)	179,3	418,3	1.164,4
Dönem	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	(42,0)	(67,0)	(37,5)	77,8	140,3	302,1

Tablo 23: İNA Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

*2021 yılı son çeyrek dönemi ifade etmektedir.

İskonto edilmiş nakit akışları ve terminal değerın toplanması ve net nakit pozisyonun değeri eklenmesiyle bulunan Şirket özkaynak değeri 1.625,36 Milyon TL'dir.

İNA Özeti	Milyon TL
İskonto Edilmiş Nakit Akımları Toplamı	373,80
Terminal Değer	5.030,70
İskonto Edilmiş Terminal Değer	1.305,25
Toplam Firma Değeri	1.679,05
Net Borç	-53,69
Özkaynak Değeri	1.625,36

Tablo 24 : İNA Özet Tablosu – Hesaplama : Global Menkul

ÇARPAN ANALİZİ YÖNTEMİ

Şirket'in sınırlı sayıda yurt içi benzer Şirket'i olmasından kaynaklı olarak ağırlıklı olarak yurt dışı benzer Şirketler çarpan analizine konu edilmiştir. Pazar yaklaşımı kapsamında uygulanan benzer şirketler analizi yönteminde, ağırlıklı olarak yurt dışı Şirket çarpanları kullanılmasından ötürü Şirket'in bağımsız denetimden geçmemiş, 2021/09 FAVÖK verisi UFRS'ye göre TurkNet yönetimi tarafından arındırılmış ve tarafımıza sunulmuştur. Değerleme Şirket'in 2021/09 dönemi son 12 aylık UFRS'ye çevrilmiş FAVÖK verisi olan 89,288 Milyon TL kullanılmıştır.

Ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, Şirket'in kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil Şirket'in faaliyetlerden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Bloomberg veri terminalinden elde edilen, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin yer aldığı 22 Şubat 2022 tarihli firma çarpan değerlerini gösterir detay tablo aşağıda yer almaktadır.

Bloomberg Kodu	Firma Unvanı	Ülke	FD/FAVÖK	Piyasa Değeri (USD)*
TTKOM TI Equity	Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi	Türkiye	3,51	2.3B
OBEL BB Equity	Orange Belgium S.A.	Belçika ve Lüksemburg	3,97	1.3B
TCELL TI Equity	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	Türkiye	4,25	3.3B
EXCL IJ Equity	PT XL Axiata Tbk	Endonezya	4,56	2.1B
OPL PW Equity	Orange Polska S.A.	Polonya	5,40	2.7B
E4C GR Equity	ecotel communication ag	Almanya	5,43	96.3M
TDS US Equity	Telephone and Data Systems, Inc.	ABD	5,72	2.1B
KPN NA Equity	Koninklijke KPN N.V.	Hollanda	5,79	14.4B
USM US Equity	United States Cellular Corporation	ABD	5,89	2.4B
ETEL EY Equity	Telecom Egypt Company	Mısır	6,06	1,91B
TECO2 AR Corp	Telecom Argentina S.A.	Arjantin	6,10	4.6B
T MK Equity	Telekom Malaysia Berhad	Malezya	6,13	4.9B
OCK MK Equity	OCK Group Berhad	Malezya	6,44	102.0M
IAM MC Equity	Itissalat Al-Maghrib (IAM) S.A.	Fas	7,34	12.6B
JAS TB Equity	Jasmine International Public Company Limited	Tayland	7,66	939.7M
CNU NZ Equity	Chorus Limited	Yeni Zelanda	8,03	2.2B
GLO PM Equity	Globe Telecom, Inc.	Filipinler	8,16	6.9B
TRUE TB Equity	True Corporation Public Company Limited	Tayland	8,34	5.3B
SHEN US Equity	Shenandoah Telecommunications Company	ABD	8,58	1.1B
1U1 GY Equity	1&1 AG	Almanya	8,83	4.4B
DU UH Equity	Emirates Integrated Telecommunications Company PJSC	BAE	9,30	8.0B
MAXIS MK Equity	Maxis Berhad	Malezya	10,48	7M7B
SAFCOM KN Equity	Safaricom PLC	Kenya	10,89	13.3B
DIGI MK Equity	Digi.Com Berhad	Malezya	11,99	7.4B
FREN IJ Equity	PT Smartfren Telecom Tbk	Endonezya	12,49	1.7B
GAMA LN Equity	Gamma Communications plc	İngiltere	13,28	2.0B
ITD IM Equity	Intred S.p.A.	İtalya	14,84	275.0M
MAQ AU Equity	Macquarie Telecom Group Limited	Avustralya	15,75	946.8M
SLC AU Equity	Superloop Limited	Avustralya	25,07	334.92M
UWL AU Equity	Uniti Group Limited	Avustralya	34,88	1.7B
Ortalama			9,51	

Tablo 25: Benzer Şirket Çarpanları Tablosu - Kaynak : Bloomberg Veri Terminali

*B : Milyar – M : Milyon değerini ifade etmektedir.

Çarpan analizini gösterir özet tablo aşağıda yer almaktadır. Çarpan analizi yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışması neticesinde 795,03 Milyon TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi	Milyon TL
FAVÖK – 2021 Son 12 Ay	89,288
FD/FAVÖK Çarpanı	9,51
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Firma Değeri	848,72
Net Borç Pozisyon	-53,69
FD/FAVÖK'e Göre Özkaynak Değeri	795,03

Tablo 26: Çarpan Analizi Özet Tablo – Hesaplama : Global Menkul

SONUÇ

Şirket'in değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve Pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizi metodu kullanılmıştır. Şirket'in büyüme potansiyeli, yatırım harcamaları, sektörün büyüme potansiyeli ve Şirket'in gelecek dönemde sektör kar marjlarına yaklaşılabileceği öngörüsü değerlendirilerek indirgenmiş nakit akımları analizine değerlemede %75 oranında ağırlık verilmiştir. Şirket'in güncel durumunu yansıtmaya açısından çarpan analizi metodu değerleme çalışmasında kullanılmış fakat %25 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Tutar - Milyon TL	Ağırlıklandırma
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.625,36	75%
Çarpan Analizi	795,03	25%
Sonuç	1.417,78	100%

Tablo 27: Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

Yapılan değerleme çalışması neticesinde TurkNet'in toplam değeri 1.417.781.049 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in USD cinsinden değeri 23 Şubat 2022 tarihli TCMB döviz alış kuruna göre (1 USD : 13,7849TL) 102.850.296 USD'dir.

EK - 1 : 30.09.2021 Tarihli Finansal Tablolar

TURKNET İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş. - AYRINTILI BİLANÇO					
A K T İ F (VARLIKLAR)					30.09.2021
I.	DÖNEN VARLIKLAR				57.589.088,35
	A.			Hazır Değerler	-5.434.698,47
		1.	100	Kasa	291,27
		2.	101	Alınan Çekler	62.272,00
		3.	102	Bankalar	11.956.512,40
		4.	103	Verilen Çek ve Ödeme Emirleri (-)	-18.068.054,19
		5.	108	Diğer Hazır Değerler	614.280,05
	B.			Menkul Kıymetler	75.000,00
		2.	111	Özel Kesim Tahvil, Senet, Bonoları	75.000,00
	C.			Ticari Alacaklar	46.972.190,00
		1.	120	Alicılar	46.972.190,00
		7.	128	Şüpheli Ticari Alacaklar	15.751.370,12
		8.	129	Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı (-)	-15.751.370,12
	D.			Diğer Alacaklar	277.626,51
		5.	136	Diğer Çeşitli Alacaklar	277.626,51
	E.			Stoklar	10.593.182,00
		4.	153	Ticari Mallar	9.710.700,47
		7.	159	Verilen Sipariş Avansları	882.481,53
	G.			Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	4.651.632,84
		1.	180	Gelecek Aylara Ait Giderler	3.317.788,84
		2.	181	Gelir Tahakkukları	1.333.844,00
	H.			Diğer Dönen Varlıklar	454.155,47
		3.	193	Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	187.209,94
		5.	195	İş Avansları	-16.527,40
		6.	196	Personel Avansları	283.472,93
II.				DURAN VARLIKLAR	181.167.841,79
	A.			Ticari Alacaklar	3.818.763,11
		5.	226	Verilen Depozito ve Teminatlar	3.818.763,11
	D.			Maddi Duran Varlıklar	66.427.096,10
		4.	253	Tesis, Makina ve Cihazlar	91.201.446,45
		5.	254	Taşıtlar	84.724,34
		6.	255	Demirbaşlar	17.250.817,34
		8.	257	Birikmiş Amortismanlar (-)	-42.109.892,03
	E.			Maddi Olmayan Duran Varlıklar	92.232.578,74
		1.	260	Haklar	8.113.432,21
		2.	261	Şerefiyeler	20.931.050,79
		3.	262	Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri	2.635,09
		4.	263	Araştırma ve Geliştirme Giderleri	35.252.251,31
		5.	264	Özel Maliyetler	8.263.950,29
		6.	265	Finansal Kiralamadan Doğan Haklar	52.449.326,93
		7.	268	Birikmiş Amortismanlar (-)	-32.780.067,88
	G.			Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	18.689.403,84
		1.	280	Gelecek Yıllara Ait Giderler	18.689.403,84
				AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI	238.756.930,14

TURKNET İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.				
AYRINTILI BİLANÇO				
PASİF				30.09.2021
I.			KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	138.491.964,77
	A.		Mali Borçlar	12.217.827,31
		1.	300 Banka Kredileri	3.000.000,00
		2.	301 Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5.694.657,04
		3.	302 Ertelenmiş Finansal Kiralama Borçlanma Maliyetleri (-)	-1.857.367,67
		4.	303 Uzun Vadeli Kredilerin Ana Para,Taksitleri ve Faizleri	5.217.322,54
		9.	309 Diğer Mali Borçlar	163.215,40
	B.		Ticari Borçlar	105.263.462,75
		1.	320 Satıcılar	104.927.168,30
		4.	326 Alınan Depozito ve Teminatlar	26.240,56
		5.	329 Diğer Ticari Borçlar	310.053,89
	C.		Diğer Borçlar	18.786,65
		4.	335 Personele Borçlar	18.786,65
	F.		Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	7.444.124,39
		1.	360 Ödenecek Vergi ve Fonlar	5.683.863,82
		2.	361 Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	1.760.260,57
	H.		Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	13.547.763,67
		1.	380 Gelecek Aylara Ait Gelirler	12.476.171,57
		2.	381 Gider Tahakkukları	1.071.592,10
II.			UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	64.682.120,49
	A.		Mali Borçlar	53.425.492,49
		2.	401 Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	40.158.352,58
		3.	402 Ertelenmiş Finansal Kiralama Borçlanma Maliyetleri (-)	-8.518.379,93
		3.	403 Uzun Vadeli Kredilerin Ana Para,Taksitleri ve Faizleri	21.785.519,84
	B.		Ticari Borçlar	2.232.450,23
		1.	420 Satıcılar	2.232.450,23
	F.		Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	9.024.177,77
		1.	480 Gelecek Yıllara Ait Gelirler	348.724,29
		2.	481 Gider Tahakkukları	8.675.453,48
III.			ÖZ KAYNAKLAR	35.582.844,87
	A.		Ödenmiş Sermaye	26.666.667,00
		1.	500 Sermaye	26.666.667,00
	B.		Sermaye Yedekleri	13.147.527,35
		1.	520 Hisse Senedi İhraç Primleri	13.147.527,35
	C.		Kar Yedekleri	1.124.871,00
		5.	549 Özel Fonlar	1.124.871,00
	D.		Geçmiş Yıllar Karları	12.423.201,54
	E.		Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-16.223.939,24
	F.		Dönem Net Karı (Zararı)	-1.555.482,78
			PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI	238.756.930,14

TURKNET İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş. – GELİR TABLOSU			
		01.01-30.09.2021	
A -	BRÜT SATIŞLAR		451.308.745,56
600 600	Yurtiçi Satışlar	431.561.627,73	
601 601	Yurtdışı Satışlar	18.568.560,16	
602 602	Diğer Gelirler	1.178.557,67	
B -	SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)		(31.548.241,15)
610 610	Satış İadeleri (-)	(7.025.833,35)	
611 611	Satış İskontoları (-)	(24.522.407,80)	
612 612	Diğer İndirimler (-)		
C -	NET SATIŞLAR		419.760.504,41
D -	SATIŞLARIN MALİYETİ (-)		(278.575.517,34)
620 620	Satılan Mamuller Maliyeti (-)		
621 621	Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)	(10.645.147,24)	
622 740	Satılan Hizmet Maliyeti (-)	(267.930.370,10)	
623 623	Diğer Satışların Maliyeti (-)		
	BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI		141.184.987,07
E -	FAALİYET GİDERLERİ (-)		(135.202.069,03)
630 750	Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(14.545.269,23)	
631 760	Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(85.300.648,05)	
632 770	Genel Yönetim Giderleri (-)	(35.356.151,75)	
	FAALİYET KARI VEYA ZARARI		5.982.918,04
F -	DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GELİR VE KARLAR		5.840.645,33
640 640	İştiraklerden Temettü Gelirleri		
641 641	Bağlı Ortaklıklardan Temettü Geliri		
642 642	Faiz Geliri	1.844.341,69	
643 643	Komisyon Gelirleri		
644 644	Konusu Kalmayan Karşılıklar	158.138,73	
645 645	Menkul Kıymetler Satış Karları		
646 646	Kambiyo Karları	1.009.609,49	
647 647	Reeskont Faiz Gelirleri		
648 648	Enflasyon Düzeltmesi Karları		
649 649	Faaliyetle İlgili Diğer Olağan Gelirler ve Karlar	2.828.555,42	
G -	DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GİDER VE ZARARLARI (-)		(4.662.915,07)
653 653	Komisyon Giderleri (-)		
654 654	Karşılık Giderleri (-)	(368.346,69)	
655 655	Menkul Kıymet Satış Zararları (-)		
656 656	Kambiyo Zararları (-)	(4.294.568,38)	
657 657	Reeskont Faiz Giderleri (-)		
658 658	Enflasyon Düzeltmesi Zararları (-)		
659 659	Faaliyetle İlgili Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)		
H -	FİNANSMAN GİDERLERİ (-)		(10.898.890,81)
660 780	Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(10.898.890,81)	
661	Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)		
	OLAĞAN KAR VEYA ZARAR		(3.738.242,51)
I -	OLAĞANDIŞI GELİR VE KARLAR		3.572.263,55
671 671	Önceki Dönem Gelir ve Karları	868.242,98	
679 679	Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	2.704.020,57	
J -	OLAĞAN DIŞI GİDER VE ZARARLAR (-)		(1.389.503,82)
680 680	Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları (-)		
681 681	Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(678.249,47)	
689 689	Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	(711.254,35)	
	DÖNEM KARI VEYA ZARARI		(1.555.482,78)
K -	DÖNEM KARI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KRŞ. (-)		-
	DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI		(1.555.482,78)

EK - 2 : Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, TurkNet İletişim Hizmetleri A.Ş. değerleme raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu ve değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği' gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

SORUMLU DEĞERLEME UZMANI

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**KURUMSAL FİNANSMAN
MÜDÜR YARDIMCISI**

YİĞİT ENGİZ

**KURUMSAL FİNANSMAN
DİREKTÖR**

KADİR BERKAY AYTEKİN

GENEL MÜDÜR

GÜLŞEYMA DOĞANÇAY