



Fiyat Analiz Raporu

Global Liman İşletmeleri A.Ş.

07 Mayıs 2015

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrasına istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Global Liman İşletmeleri A.Ş. ("GPHOL") halka arzı için hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgiler doğru kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir inceleme yapılmamıştır. İşbu rapor; Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

1. Global Liman İşletmeleri A.Ş.

Global Liman İşletmeleri A.Ş. ("Global Liman", "Grup" ve/veya "Şirket"), beş ülkede yer alan sekiz limanda pay sahibi olup, liman sayısı ve yolcu bakımından dünyanın en büyük kruvaziyer limanı işletmecisidir. Şirket'in faaliyet konusu, yolcu (yolcu gemilerine, feribotlara, yatlara ve mega-yatlara hizmet vererek) limanı ve ticari (konteyner, dökme yük ve genel yük elleçlemede uzmanlaşarak) liman işletmeciliğidir. Şirket; Kuşadası, Bodrum, Barselona, Malaga, Lizbon ve Singapur'da yolcu limanları, Antalya'da yük ve yolcu karma kullanımına sahip bir liman ve Karadağ'da bir yük limanı işletmektedir.

Grup'un yolcu limanı faaliyetlerinin yıllık toplam kapasitesi, 31 Aralık 2014 itibariyle 9.420 gemidir. Grup, 2014 yılında, 825 yolcu gemisine, 1.055 feribota, 1.274.835 deniz yolcusuna ve 334.369 feribot yolcusuna hizmet vermiştir. Grup'un 2014 yılında hizmet verdiği 825 yolcu gemisinin ve 1.055 feribotun toplam kapasitesi 34,6 milyon GRT'ye ulaşmıştır. Grup, 2013 yılında, 657 yolcu gemisine, 979 feribota, 780.804 deniz yolcusuna ve 150.662 feribot yolcusuna ev sahipliği yapmıştır. Grup'un 2013 yılında hizmet verdiği 657 yolcu gemisinin ve 979 feribotun toplam kapasitesi 27,2 milyon GRT'ye ulaşmıştır. Grup, 2012 yılında 687 yolcu gemisine, 1.168 feribota, 778.818 deniz yolcusuna ve 145.954 feribot yolcusuna hizmet vermiştir. Grup'un 2012 yılında hizmet verdiği 687 yolcu gemisinin ve 1.168 feribotun toplam kapasitesi 27,8 milyon GRT'ye ulaşmıştır. Grup'un toplam yolcu sayısı 2012 yılında 924.587, 2013 yılında 931.466 ve 2014 yılında 1.609.204 olarak gerçekleşmiştir. Yolcu sayısı 2014 yılında proforma bilgilere göre Singapur ve Lizbon yolcu limanları da dâhil 3.763.302'ye yükselmiştir. Grup'un 2014 yılındaki toplam gelirlerinin %30'u yolcu limanı faaliyetlerinden elde edilmiştir.

Grup'un ticari liman faaliyetlerinin yıllık toplam kapasitesi yaklaşık 1.500.000 TEU ve 7,5 milyon ton genel ve dökme yüküdür. Grup, 2014 yılında, 228.382 TEU ve 1.873.969 tonluk genel ve dökme yüklük verim elde etmiştir. Grup, 2013 yılında, 217.384 TEU ve 1.728.441 tonluk genel ve dökme yüklük verim elde etmiştir. Grup'un 2014 yılındaki toplam gelirinin %70'i ticari liman faaliyetlerinden elde edilmiştir.

Fiyat Analiz Raporu

Global Liman'ın limanlardaki payı aşağıdaki gibidir:

Liman	İşletme	Global Liman Payı
Ege Ports - Kuşadası Yolcu Limanı	Ege Liman İşletmeleri A.Ş.	72.5%
Bodrum Yolcu Limanı	Bodrum Liman İşletmeleri A.Ş.	60.0%
Barselona Kruvaziyer Limanı	Creuers del Port de Barcelona S.A.	62.0%
Malaga Kruvaziyer Limanı	Cruceros Malaga S.A.	49.6%
Lizbon Kruvaziyer Limanı	Lisbon Cruise Terminals LDA	46.2%
Singapur Kruvaziyer Limanı	SATS-Creuers Cruise Services Pte. Ltd.	24.8%
Port Akdeniz - Antalya Limanı	Ortadoğu Antalya Liman İşletmeleri	99.9%
Adria-Bar Limanı	JSC-Bar Kon. ve Gen Kargo Ter.	64.5%

1.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası, ek satış halinde ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Halinde	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Global Yatırım Holding	66,253,100	100%	57,253,100	64%	52,341,065	58%
Halka Açıklık	-	-	32,746,900	36%	37,658,935	42%
Toplam	66,253,100	100%	90,000,000	100%	90,000,000	100%

1.2. Şirketin Gelişiminde Önemli Olaylar

- 2004 yılında “Global Altyapı Hizmetleri ve İşletmecilik A.Ş.” adı ile kurulan şirket, 13 Eylül 2007 tarihinde Türkiye Ticaret Sicili'ne tescil, 18 Eylül 2007 tarihinde ise ilan edilmek suretiyle ticaret unvanını değiştirerek, mevcut tüzel kişiliğini “Global Liman İşletmeleri A.Ş.” olarak yeniden yapılandırmıştır.
- Borsa İstanbul'da işlem gören Global Yatırım Holding, Global Liman'ın paylarının tamamına sahiptir.
- Grup, ilk devralmasını 2003 yılında gerçekleştirmiş ve bir ortak girişimin parçası olarak Ege Ports-Kuşadası Yolcu Limanı'nın işletmecisi olan Ege Liman İşletmeleri'nin bir kısmını devralmıştır. Global Liman, mevcut durumda Ege Liman İşletmeleri'nin paylarının %72,5'ine sahiptir.
- Grup, Ekim 2006'da Port Akdeniz-Antalya Limanı'nı işleten şirket olan Ortadoğu Antalya Liman İşletmeleri'ni devralan Akdeniz Liman İşletmeleri A.Ş.'ye ortak girişim yoluyla katılarak, Port Akdeniz-Antalya Limanı'nın %39,8'ine dolaylı olarak sahip olmuştur. Aralık 2006'da, Ortadoğu Antalya Liman İşletmeleri ve Akdeniz Liman İşletmeleri A.Ş., Ortadoğu Antalya Liman İşletmeleri tüzel kişiliği altında birleşmişlerdir. Temmuz 2010'da, Global Liman diğer ortak girişim ortaklarından Ortadoğu Antalya Liman İşletmeleri paylarının tamamına yakını devralmıştır.
- Grup, Ocak 2008'de, ortak girişim grubu vasıtasıyla ihaleyi kazanan ve Bodrum Yolcu Limanı'nı işleten şirket olan Bodrum Liman İşletmeleri'nde pay devralmıştır. Bodrum Liman İşletmeleri'nin %60'ı Global Liman'a aittir.
- Global Liman, Haziran 2013'te, Creuers'i devralmak amacıyla RCCL ile birlikte bir holding şirketi olan BPI'yi kurmuştur. Kuruluş sırasında Global Liman, BPI'nin %49'una ve RCCL'den %1 pay satın alma opsiyonuna sahiptir (aşağıdaki paragrafta işbu izahname tarihi itibarıyla hissedarlık oranı yer almaktadır). BPI, 26 Temmuz 2013 tarihinde 16,7 milyon Avro karşılığında Creuers'in %23'ünü ve 30 Aralık 2013 tarihinde 14,5 milyon Avro karşılığında %20'sini daha devralarak Creuers'deki payını %43'e çıkarmıştır. Böylece, Global Liman'ın BPI vasıtasıyla Creuers'te sahip olduğu toplam pay %21,07 olmuştur.

Fiyat Analiz Raporu

payları satın almak üzere bir sözleşme yapmıştır. Global Liman, daha sonra bu hakları BPI'ye devretmiştir. BPI, 30 Eylül 2014 tarihinde, Vapores Suardiaz'dan %34 ve World Duty Free Group'tan %23 olmak üzere Creuers'in %57'sini devralarak, Creuers'in tüm paylarını ele geçirmiştir. Global Liman, aynı zamanda, RCCL'nin BPI'de sahip olduğu %13 payı satın alarak BPI'de sahip olduğu payı %62'ye çıkarmış ve BPI'nin kontrolünü de elde etmiştir.

- Global Liman, 1 Temmuz 2013 tarihinde, Adria-Bar Limanı kargo terminalinin özelleştirmesine katılmış ve daha sonraki alımlarla birlikte işbu İzahname tarihi itibarıyla Adria-Bar Limanı paylarının %64,5'ini JSC-Bar vasıtasıyla dolaylı olarak elinde bulundurmaktadır.
- Global Liman, Karadağ Hükümeti'yle yaptığı pay devir sözleşmesini 15 Kasım 2013 tarihinde nihai haline getirmiş ve bu sözleşme ihale komisyonu, Karadağ Özelleştirme ve Sermaye Yatırımları Kurumu ve Karadağ Bakanlar Kurulu tarafından onaylanmıştır. Karadağ Hükümeti ile akdedilen pay devir sözleşmesi kapsamındaki JSC-Bar payları, Grup'a 30 Aralık 2013 tarihinde devredilmiştir.
- Global Liman, 17 Ocak 2014 tarihinde, kendisinin ve kendisiyle birlikte teklif veren RCCL, Creuers ve Grupo Sousa'nın, Lizbon Yolcu Limanı'nda inşa edilecek yeni bir yolcu gemisi terminalinin inşaat ve işletme hakları için açılan ihalede, ihale komisyonu tarafından kazanan teklifçi olarak seçildiğini ilan etmiştir. Lizbon Yolcu Limanı'nda inşa edilecek yeni yolcu gemisi terminalinin inşaat ve işletme haklarını yönetmek üzere kurulan Lisbon Cruise Terminals Lda'nın %40'ına Global Liman, %20'sine RCCL, %10'una Creuers ve %30'una Grupo Sousa sahiptir.

2. Satış Gelirleri ve FAVÖK

Global Liman'ın segment bazında, toplam ve konsolide satış gelirleri ve FAVÖK rakamları aşağıdaki gibidir:

Operasyonlar (mn TL)	Satış Gelirleri					FAVÖK				
	2012	2013	2014	2014 PF	YBBO	2012	2013	2014	2014 PF	YBBO
Kruvaziyer Limanlar	38	40	59	103	25%	26	30	44	69	30%
Ticari Limanlar	85	103	139	139	28%	54	72	91	91	30%
Toplam	122	144	198	242	27%	80	102	135	160	30%
Konsolide						80	96	129	153	26%

3. Değerleme Yöntemleri

Fiyat Tespit Raporu'nda üç yöntem incelenmiştir.

- İndirgenmiş Nakit Akımları
- Defter Değeri
- Piyasa Çarpanları Analizi



Fiyat Analiz Raporu

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

İzahnamede Şirket'in finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar paylaşılmadığından Fiyat Tespit Raporu'nda geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş ve bu yönetime ilişkin bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

3.2. Defter Değeri

Limanların gerçekçi değerleri doğrultusunda hazırlanacak bir net aktif değer çalışması neticesinde elde edilecek defter değeri ile mevcut bilançolarda yer alan defter değeri arasında oldukça büyük farklılık olabileceğine dair bir kanaat olduğundan bu yöntem de fiyat belirlenirken hesaba katılmamıştır.

3.3. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) oranları kullanılmıştır. Çarpan analizi yapılırken proforma finansalların daha gerçekçi bir sonuç ortaya koyacağı düşünüldüğünden 2014 yılı proforma finansal tablolarında yer alan FAVÖK ve Net Kar rakamları kullanılmıştır.

3.3.1. Benzer Şirketler

3.3.1.1. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketler

Borsa İstanbul'da işlem gören Global Liman ile karşılaştırılması muhtemel iki şirket olarak TAV Havalimanları Holding A.Ş. ve Akfen Holding A.Ş. tespit edilmiştir. Fakat TAV Havalimanları Holding A.Ş.'nin faaliyet konuları benzer olsa da sektör dinamiklerinin farklı olmasından dolayı, Akfen Holding A.Ş. ise holding bünyesinde farklı faaliyet alanlarında operasyonları olmasından dolayı değerlendirme dışında tutulmuştur.

3.3.1.2. Uluslararası Benzer Şirketler

Dünya çapında münhasıran yolcu liman işletmeciliği ile uğraşan halka açık şirket bulunamadığı için çarpan analizinde kullanılan uluslararası benzer şirketler genellikle yük limanı işletmecileridir. Şirket'in yolcu limanı sayısı daha fazla olsa da gelirlerinin önemli bir kısmını yük limanı faaliyetlerinden elde ettiğinden çarpan analizinde yük limanı işletmecilerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Analizde kullanılan uluslararası şirketler aşağıdaki gibidir:

Şirket	Ülke
Port of Tauranga Ltd.	Yeni Zelanda
China Merchants Holdings International Co. Ltd.	Hong Kong
International Container Terminal Services Inc.	Filipinler
Tianjin Port Holdings Co. Ltd.	Çin Halk Cumhuriyeti
Adani Ports and Special Economic Zone Ltd.	Hindistan
Dalian Port Pda. Co. Ltd.	Çin Halk Cumhuriyeti
Shanghai International Port Group Co. Ltd.	Çin Halk Cumhuriyeti
DP World Ltd.	Birleşik Arap Emirlikleri



Fiyat Analiz Raporu

Benzer şirketlere ait finansal veriler aşağıdaki gibidir:

Şirket (ABD Doları)	Piyasa Değeri	Firma Değeri
Port of Tauranga Ltd.	1,778,985,007	1,998,303,736
China Merchants Holdings International Co. Ltd.	10,741,484,536	13,012,083,564
International Container Terminal Services Inc.	4,907,204,508	5,945,732,149
Tianjin Port Holdings Co. Ltd.	5,795,730,604	7,607,003,350
Adani Ports and Special Economic Zone Ltd.	10,347,970,669	12,445,760,147
Dalian Port Pda. Co. Ltd.	5,013,299,302	6,326,100,157
Shanghai International Port Group Co. Ltd.	37,704,621,432	40,656,236,039
DP World Ltd.	19,505,000,000	22,166,177,000

Şirket (ABD Doları)	Net Satışlar	FAVÖK	Net Kar
Port of Tauranga Ltd.	202,766,641	91,252,297	64,992,034
China Merchants Holdings International Co. Ltd.	1,064,771,887	496,085,437	583,645,096
International Container Terminal Services Inc.	1,061,152,193	441,928,785	181,988,167
Tianjin Port Holdings Co. Ltd.	4,134,829,593	438,313,250	186,966,888
Adani Ports and Special Economic Zone Ltd.	798,967,728	491,790,168	288,125,850
Dalian Port Pda. Co. Ltd.	1,282,342,886	240,629,246	84,509,929
Shanghai International Port Group Co. Ltd.	4,640,989,194	1,798,325,385	1,098,278,258
DP World Ltd.	3,463,351,000	1,468,426,000	700,573,000

Bu finansal veriler ışığında benzer şirketlere ait çarpanlar aşağıdaki gibidir:

Şirket	FD/FAVÖK	F/K
Port of Tauranga Ltd.	21.90	27.37
China Merchants Holdings International Co. Ltd.	26.23	18.40
International Container Terminal Services Inc.	13.45	26.96
Tianjin Port Holdings Co. Ltd.	17.36	31.00
Adani Ports and Special Economic Zone Ltd.	25.31	35.91
Dalian Port Pda. Co. Ltd.	26.29	59.32*
Shanghai International Port Group Co. Ltd.	22.61	34.33
DP World Ltd.	15.10	27.84
Ortalama	21.03	28.83

* Ortalama hesabına dahil edilmemiştir.



Fiyat Analiz Raporu

3.4.Sonuç

Bu çarpanlarla hesaplanan pay başına değer 29,79 TL olmuştur. Halka arz için fiyat aralığı ise 19,60 TL – 23,50 TL olarak belirlenmiştir. Hesaplanan 29,79 TL'ye göre iskonto oranları sırasıyla %34,2 ve %21,1 olmuştur.

Global Liman			
FAVÖK	153,291,338	Net Kar	45,602,729
Ortalama	21.03	Ortalama	28.83
Firma Değeri	3,223,665,427		
Net Borç*	590,591,870		
Şirket Değeri	2,633,073,557	Şirket Değeri	1,314,821,370
Pay Başına Değer	39.74		19.85
Pay Başına Ort. Değer		29.79	
* Net Borç=U.V. Borç.+K.V. Borç.+U.V. Borç. K.V. Kısımları-Nakit ve Nakit Ben.-Finansal Yat.-İlişkili Tar. Diğer Alac.			

Halka Arz Fiyat Aralığı ile Değerleme Sonucunun Kıyaslanması			
	Alt Seviye	Orta Seviye	Üst seviye
Fiyat Seviyesi	19.60 TL	21.55 TL	23.50 TL
İskonto Oranı	34.20%	27.70%	21.10%

4. Analiz ve Görüş

- Değerleme net ve anlaşılır şekilde raporda yer almıştır.
- Önemli limanlara ait değerlendirme raporları olmaması nedeniyle Defter Değeri Yöntemi'nin hesaplama dışında tutulmasını doğru buluyoruz.
- Borsa İstanbul'da benzer şirket bulunmamasından dolayı uluslararası benzer şirketlerin hesaplama katılmasını, uluslararası benzer şirket seçiminde yük limanı işletmecilerinin seçilmesini doğru buluyoruz.
- Hızlı büyümekte olan ve yeni satın almalar planlayan Şirket'in indirgenmiş nakit akımlarını hesaplama dışında bırakması ile ilgili çekincemizi belirtmenin yanında; Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi'ne göre bulunan 29,79 TL'lik pay değerinin ve uygulanan iskontolarla birlikte belirlenen halka arz fiyat aralığı olan 19,60 – 23,50 TL değerlerinin makul olduğunu düşünüyoruz

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul kıymetlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir.