

**Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. ve
Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.
Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporuna Ek Rapor**

**Temmuz 2010
İstanbul**

İçindekiler

1	Giriş.....	2
2	Benzer Şirketler Yöntemine Göre Birleşme Hesabı.....	3
2.1	GS Sportif Piyasa Değerinin Hesaplanması.....	3
2.2	GS Futbol Piyasa Değerinin Hesaplanması.....	4
2.3	Benzer Şirketler Yöntemine Göre Birleşme Hesabı.....	5
2.3.1	Her Bir Ortaklığın İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak Değeri ve Sermayesi.....	5
2.3.2	Birleşme Oranı Hesaplaması.....	7
2.3.3	Birleşme Sonrası Sermaye Hesaplaması.....	7
2.3.4	Birleşme Sonrası GS Sportif Sermaye Azaltım Tutarı.....	7
3	Karma Yönteme Göre Birleşme Hesabı.....	7
3.1	GS Sportif Piyasa Değerinin Hesaplanması.....	7
3.2	GS Futbol Piyasa Değerinin Hesaplanması.....	9
3.3	Karma Yönteme Göre Birleşme Hesabı.....	10
3.3.1	Her Bir Ortaklığın İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak Değeri ve Sermayesi.....	10
3.3.2	Birleşme Oranı Hesaplaması.....	11
3.3.3	Birleşme Sonrası Sermaye Hesaplaması.....	12
3.3.4	Birleşme Sonrası GS Sportif Sermaye Artırım Tutarı.....	12
3.3.5	Değiştirme Oranı.....	12
3.3.6	GS Sportif ve GS Futbol ortaklıklarının birleşme sonrası ulaşılacak sermayedeki payları.....	12
4	Sonuç.....	13
5	Ekler.....	16

1 Giriş

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: I, No: 31 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ni çerçevesinde DenizYatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu hazırlanmış ve 08.06.2010 tarihinde teslim edilmiştir.

İşbu Ek Rapor, Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. ("GS Sportif" veya "Devralan Ortaklık") ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ("GS Futbol" veya "Devrolan Ortaklık") yönetimlerinin talebi üzerine hazırlanmış ve 08.06.2010 tarihinde teslim edilmiş "Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu"nda ("Uzman Kuruluş Raporu") hesaplanan birleşme ve değiştirme oranlarının aşağıdaki varsayımlarla hesaplanan sonuçlarını içermektedir.

1. Piyasa çarpanları analizinde GS Sportif piyasa değeri hesaplamasında Futbol takımının satın alınma niyetine ilişkin duyurunun KAP'ta ilan edildiği 12.03.2010 tarihinden Uzman Kuruluş Raporu tarihi olan 08.06.2010 tarihine kadar piyasada oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması kullanılarak hesaplanması,
2. Piyasa çarpanları analizinde GS Futbol değerinin tespitinde kullanılan yurt içi benzer şirketlere eşit ağırlık verilerek hesaplamalarda kullanılması,
3. GS Sportif ve GS Futbol'un birleşmeye esas alınacak değerlerinin, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemleri ile bulunan piyasa değerleri kullanılarak tekrar hesaplanıp, karma yöntemle yeni birleşme oranlarının elde edilmesi,
4. Nihai birleşme oranının hesaplanmasında, indirgenmiş nakit akımları ("İNA") yöntemine göre hesaplanan birleşme oranına, piyasa çarpanlarına göre hesaplanan birleşme oranına ve herhangi bir yöntem ile hesaplanacak birleşme oranına eşit ağırlıklar verilmesi,

İşbu Ek Rapor 27 Temmuz 2010 tarihi itibarıyla tamamlanmış ve teslim edilmiştir.



2 Benzer Şirketler Yöntemine Göre Birleşme Hesabı

2.1 GS Sportif Piyasa Değerinin Hesaplanması

GS Sportif'in değeri, şirket paylarının İMKB'de işlem görmesi sebebiyle, GS Sportif'in GS Futbol'dan futbol takımını satın alınma niyetine ilişkin ilk duyurunun (Ek-1) KAP'ta ilan edildiği tarihin (12.03.2010) sonraki gününden, Uzman Kuruluş Raporu teslim tarihi olan 08.06.2010 tarihine kadar düzeltilmiş günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması kullanılması durumunda, 1 TL nominal değerli GS Sportif payının fiyatı 158,52 TL olarak hesaplanmaktadır. GS Sportif sermayesi olan 2.035.000 ile çarpıldığında GS Sportif değeri 322.588.200 TL olarak hesaplanmaktadır.

GSRAY	Düzeltilmiş Günlük Ağ.Ort.Fiyat (TL)	GSRAY	Düzeltilmiş Günlük Ağ.Ort.Fiyat (TL)	GSRAY	Düzeltilmiş Günlük Ağ.Ort.Fiyat (TL)
15/03/2010	157.76	13/04/2010	149.98	13/05/2010	155.04
16/03/2010	157.70	14/04/2010	150.84	14/05/2010	153.33
17/03/2010	156.12	15/04/2010	152.45	17/05/2010	156.92
18/03/2010	158.98	16/04/2010	155.03	18/05/2010	156.15
19/03/2010	157.46	19/04/2010	153.02	20/05/2010	153.72
22/03/2010	159.41	20/04/2010	152.82	21/05/2010	153.74
23/03/2010	169.55	21/04/2010	152.79	24/05/2010	156.43
24/03/2010	179.40	22/04/2010	158.47	25/05/2010	151.96
25/03/2010	165.57	26/04/2010	152.96	26/05/2010	154.34
26/03/2010	161.83	27/04/2010	158.60	27/05/2010	155.32
29/03/2010	158.40	28/04/2010	154.97	28/05/2010	159.33
30/03/2010	157.71	29/04/2010	154.48	31/05/2010	175.78
31/03/2010	154.54	30/04/2010	157.27	01/06/2010	179.99
01/04/2010	153.03	03/05/2010	156.43	02/06/2010	171.50
02/04/2010	154.74	04/05/2010	156.32	03/06/2010	172.24
05/04/2010	157.36	05/05/2010	155.40	04/06/2010	181.45
06/04/2010	153.92	06/05/2010	154.23	07/06/2010	182.60
07/04/2010	153.74	07/05/2010	150.33	08/06/2010	182.82
08/04/2010	152.77	10/05/2010	152.24	Ort.Fiyat	158.52
09/04/2010	151.81	11/05/2010	152.73		
12/04/2010	151.17	12/05/2010	153.95		

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: I, No: 31 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 7.b. maddesi çerçevesinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının esas alınması

durumunda 1 TL nominal değerli GS Sportif'in payının değeri 144,76 TL olarak hesaplanmaktadır. GS Sportif sermayesi olan 2.035.000 ile çarpıldığında GS Sportif değeri ise 294.586.600 TL olarak bulunmaktadır.

GS Sportif'in Profesyonel Futbol Takımını ve Futbol Akademisinin devralma öncesi ve sonrası yapısı önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Bu sebeple GS Sportif için 1 yıllık ortalama fiyat olan 144,76 TL yerine, futbol takımını devralma niyetinin kamuya ilk duyurulduğu tarih olan 12.03.2010 tarihinden sonraki gün ile rapor tarihi arasındaki ortalama fiyat olan 158,52 TL'nin kullanılması uygun görülmüştür. Buna göre hesaplanan 322.588.200 TL birleşme oranı hesaplamasında GS Sportif özkaynak değeri olarak kullanılmıştır.

2.2 GS Futbol Piyasa Değerinin Hesaplanması

GS Futbol'un benzer şirketlere göre değerinin tespit edilmesi konusunda benzer faaliyet konularına sahip yurt içinde Beşiktaş Futbol ile Galatasaray Profesyonel A Takımı ve Futbol Akademisi'ni satın alan GS Sportif'in piyasa çarpanları kullanılmıştır.

GS Futbol için son dört çeyrek konsolide vergi faiz amortisman öncesi karı ile net karı negatif hesaplandığından, hesaplamalarda sadece Firma Değeri/Net Satışlar oranı kullanılmıştır.

08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'nda da belirtilen Beşiktaş Futbol ve GS Sportif verileri aşağıda yer almaktadır.

(Mn TL)	28/02/2010 İtibariyle Son 4 Çeyrek				28/02/2010		08/06/2010	08/06/2010	
	Net Satışlar	Esas Faaliyet Karı	Amortisman Gideri	Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK)	Net Kar	Özkaynak	Net Borç (İlişkili taraflardan alacaklar ve borçlar dahil)	Piyasa Değeri	Firma Değeri
Beşiktaş Futbol	130,9	-20,1	28,1	8,0	-45,2	-43,1	43,8	158,4	202,25
GS Sportif *	68,4	57,1	0,2	57,3	95,4	299,9	-115,7	390,7	275,02

* Net kar, özkaynak, net borç rakamlarında yeniden düzenlenmiş rakamlar kullanılmıştır.

Beşiktaş Futbol'un ve GS Sportif'in piyasa değeri ve firma değeri 08.06.2010 tarihi itibariyle hesaplanmıştır. Firma değeri, piyasa değerine net borcun eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

	Firma Değeri / Net Satışlar
Beşiktaş Futbol	1,5
GS Sportif	4,0
Ortalama	2,8

Piyasa çarpanları analizinde Beşiktaş Futbol ve GS Sportif çarpanlarına eşit ağırlık verilerek ortalama Firma Değeri / Net Satışlar oranı hesaplanmıştır.

(Mn TL)	28/02/2010 Son 4 Çeyrek					28/02/2010	
	Net Satışlar	Esas Faaliyet Karı	Amortisman Gideri	Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK)	Düz. Net Kar	Düz. Özkaynak	Düz. Net Borç (İlişkili taraflardan alacaklar ve borçlar dahil)
GS Futbol	103.1	-81.4	37.9	-43.5	-98.4	-104.0	70.6

(Mn TL)	Firma Değeri / Net Satışlar
Futbol Şirketleri Çarpan Ort.	2,8
GS Futbol Firma Değeri	287,0
GS Futbol Net Borç (-)	70,6
GS Futbol Piyasa Değeri	216,4

GS Futbol net satışlar tutarının futbol şirketleri Firma Değeri/Net Satışlar çarpan ortalaması olan 2,8 ile çarpılıp, elde edilen değerden düzeltilmiş net borç rakamının düşülmesi ile GS Futbol için olası piyasa değeri 216.350.990 TL olarak hesaplanmaktadır.

2.3 Benzer Şirketler Yöntemine Göre Birleşme Hesabı

2.3.1 Her Bir Ortaklığın İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak Değeri ve Sermayesi

Benzer Şirketler Yöntemi'ne göre GS Sportif ve GS Futbol'un birleşme oranlarının yurt içindeki benzer şirketlere eşit ağırlık verilerek hesaplanması durumunda ulaşılabilecek sonuçlar aşağıda yer almaktadır.

Benzer Şirketler Yöntemine göre GS Sportif piyasa değeri hesaplamasında GS Sportif'in İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmesi sebebiyle, Futbol takımının satın alınabileceğine ilişkin duyurunun özel durum açıklaması ile KAP'ta yayımlanmasından sonraki ağırlıklı ortalama fiyatlar kullanılarak GS Sportif özkaynak değeri 322.588.200 TL, yurt içi benzer şirketler çarpanlarına eşit ağırlık verilerek GS Futbol özkaynak değeri 216.350.990 TL olarak hesaplanmıştır.

	Benzer Şirketler Yöntemine Göre Özkaynak Değeri (TL)
GS Sportif	322.588.200
GS Futbol	216.350.990



Şirketlerde her bir ortak için benzer şirketler yöntemine göre netleştirilmiş özkaynak ve netleştirilmiş sermayeye ulaşırken, iştirakleri oranında arındırma yapılmıştır. GS Sportif'in payına GS Futbol'dan intikal eden herhangi bir özkaynak değeri bulunmamakla birlikte, GS Sportif'in özkaynak değeri GS Futbol iştirak oranında (%77,22838) arındırılmıştır. Yapılan arındırma işlemleri sonucunda, GS Sportif'in özkaynak değerinden 249.129.635 TL'lik kısmı çıkartılmış ve GS Sportif için 73.458.565 TL netleştirilmiş özkaynak değeri rakamına ulaşılmıştır. Aynı işlem GS Sportif'in netleştirilmiş sermayesine ulaşmak için tekrarlanmış ve GS Futbol'un iştirak oranı kadar olan kısmı (%77,22838) GS Sportif'in sermayesinden çıkartılmış ve GS Sportif için 463.403 TL netleştirilmiş sermayeye ulaşılmıştır.

GS Futbol mali verileri konsolide olarak hazırlanmış olduğundan GS Futbol'un payına GS Sportif'den intikal eden bir özkaynak değeri yoktur. Bu sebeple ana ortaklığı ait özkaynak değeri olan 216.350.990 TL GS Futbol için netleştirilmiş özkaynak değeri, şirket sermayesi olan 143.602.000 TL GS Futbol için netleştirilmiş sermaye olarak kullanılmıştır.

(TL)	Devralan Ortaklık GS Sportif		Devrolan Ortaklık GS Futbol
Ödenmiş Sermaye	2.035.000	Ödenmiş Sermaye	143.602.000
Benzer Şirketler Yöntemine Göre Özkaynak Değeri	322.588.200	Benzer Şirketler Yöntemine Göre Özkaynak Değeri	216.350.990
GS Futbol'un Payına İsabet Eden Özkaynak Değeri (-)	249.129.635		
Netleştirilmiş Özkaynak Değeri	73.458.565	Netleştirilmiş Özkaynak Değeri	216.350.990
Netleştirilmiş Sermaye	463.403	Netleştirilmiş Sermaye	143.602.000

Netleştirme sonucu, GS Futbol ve GS Sportif için iştirakler dikkate alınmış toplam özkaynak değeri 289.809.555 TL'dir.

Ortaklıklar	Özkaynak Değeri (TL)	İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak (TL)	Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayedeki Oran	Sermaye (TL)	İştirakler Dikkate Alınmış Sermaye (TL)
Devralan Ortaklık GS Sportif	322.588.200	73.458.565	25,3472%	2.035.000	463.403
Devrolan Ortaklık GS Futbol	216.350.990	216.350.990	74,6528%	143.602.000	143.602.000
TOPLAM	538.939.190	289.809.555	100,0000%		



2.3.2 Birleşme Oranı Hesaplaması

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{73.458.564,62}{73.458.564,62 + 216.350.990,41} = 25,3472\%$$

Kullanılan varsayımlarla benzer şirketler yöntemine göre, GS Sportif'in netleştirilmiş özkaynak değerinin, netleştirilmiş toplam özkaynak değerine bölünmesi ile birleşme oranı % 25,3472 olarak hesaplanmaktadır.

2.3.3 Birleşme Sonrası Sermaye Hesaplaması

$$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} = \frac{463.402,50}{0,253472} = 1.828.220,76$$

GS Sportif'in netleştirilmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle ulaşılan birleşme sonrası sermaye 1.828.220,76 TL olarak hesaplanmaktadır.

2.3.4 Birleşme Sonrası GS Sportif Sermaye Azaltım Tutarı

$$\text{Devralan GS Sportif Sermaye Azaltım Tutarı} = 1.828.220,76 - 2.035.000,00 = -206.779,24$$

Birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarından, GS Sportif'in sermayesinin çıkarılması sonucu ulaşılan sermaye azaltım tutarı 206.779,24 TL olarak hesaplanmaktadır.

Sermaye azaltımı GS Futbol portföyündeki GS Sportif paylarından yapılabilecektir.

3 Karma Yönteme Göre Birleşme Hesabı

Bu yöntemde GS Sportif ve GS Futbol için İNA ve piyasa çarpanları (benzer şirketler) yöntemi kullanılarak elde edilen piyasa değerleri kullanılarak GS Sportif ve GS Futbol için birleşmeye baz özkaynak değerleri yeniden hesaplanmıştır. Bu özkaynak değerleri kullanılarak yeni birleşme oranı hesaplanmıştır.

3.1 GS Sportif Piyasa Değerinin Hesaplanması

GS Sportif piyasa değeri İNA yöntemine göre 08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'nda belirtildiği üzere 31.576.782 TL olarak hesaplanmıştır. İNA ile ulaşılan değer ve piyasa arasında önemli farklılık bulunmaktadır. İNA yöntemi ile daha düşük değere ulaşılmasının açıklaması aşağıda yer almaktadır.



Futbol endüstrisinde harcamaların önemli kısmı futbolcu ücretlerinden ve bonservis giderlerinden kaynaklanmaktadır. Önemli gelir kalemleri ise yayın hakları, stadyum gelirleri, sponsorluk, reklam ve pazarlama haklarıdır. GS Futbol ve GS Sportif arasında 14.05.2010 tarihinde imzalanan devir protokolü uyarınca 17.05.2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Galatasaray Profesyonel A Takımı ve Futbol Akademisi toplam 245.200.000 TL bedelle tüm hak ve borçları ile GS Futbol'un borcuna karşılık GS Sportif tarafından satın ve devralınmıştır. GS Sportif, futbol takımının devralınması öncesinde yayın hakları, sponsorluk, reklam gibi futbol faaliyetinden elde edilen gelirin önemli bir kısmına sahip ve düşük düzeyde gidere sahipken, futbol takımının devralınması sonucunda (daha önceki dönemlerde sıfır olan satılan malın maliyeti, 2010-2011 dönemi için 147 milyon ABD Doları olarak tahmin edilmektedir), transfer gelirleri ve uluslararası maçların performans gelirleri gibi gelir kalemlerinin yanısıra giderlerin de tamamına yakın kısmını üstlenmiştir. Bu sonuçla devralma öncesinde düzenli gelir yapısına sahip GS Sportif'in futbol takımını devralarak giderlerini üstlenmesi nakit yaratma potansiyelini azaltmıştır. GS Sportif'in bu yapısı sözleşmeye istinaden 31 Mayıs 2030 tarihi sonuna kadar (20 yıl süreyle) devam edecek olup, geçerli sürenin sonundan sonraki dönemler için herhangi bir gelir veya gider öngörüsü yapılmamıştır.

GS Sportif gelir ve gider projeksiyonları futbol takımın performansına bağlı olarak oluşturulmuştur. Buna ilişkin 2019-2020 dönemine kadar varsayımlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Futbol Takımı Performans Varsayımları	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Galatasaray Lig Sıralaması	2	1	2	4	3	1	3	1	4	3
Türkiye Kupası Performansı (1=Şampiyon, 2= Yarı Final, 3=Çeyrek Final)	3	3	2	3	1	3	3	2	3	1
ŞL Grubunu Bitirme Sırası			4				4		4	
Avrupa Ligi Grubunu Bitirme Sırası	3	2		3	3	2		2		3
1/32 (1=Gruptan Çıkararak, 2= Avrupa Ligine ŞL Grubunu 3. Bitirerek Katılma; 0=Hayır)	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0

Futbol takımın satın alınması sonrası tüm UEFA performans gelirleri GS Sportif projeksiyonlarına yansıtılmış ve GS Futbol'a ödenen futbol takımı kira giderleri iptal olmuş, bu sebeple projeksiyonlarda yer almamıştır.

Projeksiyonlarda yer alan nakit akımlarını indirgeme amacıyla kullanılan sermaye maliyeti hesaplamasında; GS Sportif'in Galatasaray Profesyonel A Takımı ve Futbol Akademisi'ni satın alma kararı sonrası benzer yapıda olduğu düşünülen Beşiktaş Futbol Yatırımları San. ve Tic. A.Ş.'nin (İMKB



Hisse Kodu: BJKAS”) betası olan 0,55 değeri kullanılmıştır. Buna göre Uzman Kuruluş Raporu’nun 6.2.1.1. Varsayımlar bölümünde detaylı olarak yer verilen %9,12 indirgeme oranı hesaplanmıştır.

GS Sportif benzer şirketler yöntemine göre, bu Ek Rapor’un 2.1 bölümünde detaylı açıklaması yapılan GS Sportif’in İMKB’de işlem görmesi sebebiyle Futbol takımının satın alınabileceğine ilişkin duyurunun özel durum açıklaması ile KAP’ta yayımlanma tarihinden sonraki ağırlıklı ortalama fiyatların kullanılması ile 322.588.200 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Karma yöntem ile birleşme oranı hesaplamasında GS Sportif değeri olarak 322.588.200 TL kullanılmıştır.

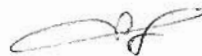
3.2 GS Futbol Piyasa Değerinin Hesaplanması

GS Futbol piyasa değeri İNA yöntemine göre 08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporu’nda belirtildiği üzere 106.109.422 TL olarak hesaplanmıştır. GS Futbol İNA ile hesaplanan değerinin GS Sportif’in İNA değerine göre daha yüksek çıkmasının sebebi aşağıda yer almaktadır.

Hazırlanan projeksiyonlarda GS Sportif’in tüm gelir ve giderleri tam konsolidasyon kapsamında GS Futbol mali tablosunda yer almasının yanısıra, futbol takımı giderlerine direkt olarak katılmayarak, 2010-2011 dönemi 2. yarısında devreye alınması beklenen TT Arena gelirlerinin bir kısmının GS Futbol mali tablolarında yer alacağı varsayılmıştır. Ayrıca %99,99 oranında payı olduğu bağlı ortaklığı GS Pazarlama’nın dolaylı olarak tüm gelir-giderleri GS Futbol bünyesinde yer alacaktır. Bu sebeplerle projeksiyonlara göre GS Futbol’un GS Sportif’e göre pozitif ve düzenli nakit akım yaratma potansiyeli daha yüksektir.

GS Futbol’un Galatasaray Profesyonel A Takımı ve Futbol Akademisi’ni GS Sportif’e devretmesi sonrasında GS Sportif’e göre düzenli nakit yaratma potansiyeli sebebiyle daha düşük bir indirgeme oranı ile indirgenebilecek olmasına rağmen, her iki şirketin de aynı grup şirketi olması, ana faaliyet alanlarının Galatasaray Profesyonel Futbol Takımı ve gelirlerinin yönetimi olması nedeniyle ve GS Futbol’un GS Sportif’deki %77,22838 sahipliği sebebiyle eşit risk primine sahip olacağı varsayımıyla GS Futbol ve GS Sportif indirgeme oranları aynı kullanılmıştır.

GS Sportif için İNA ile hesaplanan değer 31.576.782 TL olarak hesaplanmasına karşın 3.1’de belirtildiği üzere piyasa değeri olarak karma yöntem ile hesaplamada 322.588.200 TL kullanılmıştır.



GS Futbol için Karma yönteme göre piyasa değeri hesaplamasında, GS Futbol için hesaplanan İNA değerinden, GS Sportif için hesaplanan İNA değeri düşülerek, GS Futbol için GS Sportif hariç İNA değeri hesaplanmıştır. Bu değere GS Sportif piyasa değeri iştiraki oranında eklenerek GS Futbol için piyasa değeri hesaplanmıştır. Buna ilişkin yapılan hesaplama tablosu aşağıda yer almaktadır.

Karma Yöntem İle GS Futbol Değeri Hesaplaması (TL)	GS Futbol Değeri
GS Futbol İNA Değeri (1)	106.109.422
GS Sportif İNA Değeri	31.576.782
GS Sportif İNA Azınlık Payı Değeri (2)	7.190.545
GS Futbol Azınlık Payı Eklenmiş Değer (3) = (1+2)	113.299.968
GS Sportif İNA Değeri (4)	-31.576.782
GS Futbol GS Sportif Hariç İNA Değeri (5) = (3-4)	81.723.186

GS Sportif Piyasa Değeri (6)	322.588.200
GS Futbol GS Sportif Payı (7)	77,2284%
GS Futbol'a Düşen GS Sportif Piyasa Değeri (8)=(6x7)	249.129.635

GS Futbol Piyasa Değeri (5+8)	330.852.821
-------------------------------	-------------

Karma yönteme göre GS Futbol için piyasa değeri 330.852.821 TL olarak hesaplanmıştır.

3.3 Karma Yönteme Göre Birleşme Hesabı

3.3.1 Her Bir Ortaklığın İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak Değeri ve Sermayesi

Karma Yönteme göre GS Sportif için özkaynak değeri 322.588.200 TL, GS Futbol için 330.852.821 TL kullanılmıştır. Birleşme oranlarının karma yönteme göre hesaplanması durumunda ulaşılabilecek sonuçlar aşağıda yer almaktadır.

	Karma Yönteme Göre Özkaynak Değeri (TL)
GS Sportif	322.588.200
GS Futbol	330.852.821

Şirketlerde her bir ortak için karma yönteme göre netleştirilmiş özkaynak ve netleştirilmiş sermayeye ulaşırken, iştirakleri oranında arındırma yapılmıştır. GS Sportif'in payına GS Futbol'dan intikal eden herhangi bir özkaynak değeri bulunmamakla birlikte, GS Sportif'in özkaynak değeri GS Futbol iştirak oranında (%77,22838) arındırılmıştır. Yapılan arındırma işlemleri sonucunda, GS Sportif'in özkaynak




değerinden 249.129.635 TL'lik kısmı çıkartılmış ve GS Sportif için 73.458.565 TL netleştirilmiş özkaynak değeri rakamına ulaşılmıştır. Aynı işlem GS Sportif'in netleştirilmiş sermayesine ulaşmak için tekrarlanmış ve GS Futbol'un iştirak oranı kadar olan kısmı (%77,22838) GS Sportif'in sermayesinden çıkartılmış ve GS Sportif için 463.403 TL netleştirilmiş sermayeye ulaşılmıştır.

GS Futbol mali verileri konsolide olarak hazırlanmış olduğundan GS Futbol'un payına GS Sportif'den intikal eden bir özkaynak değeri yoktur. Bu sebeple ana ortaklığa ait özkaynak değeri olan 330.852.821 TL GS Futbol için netleştirilmiş özkaynak değeri, şirket sermayesi olan 143.602.000 TL GS Futbol için netleştirilmiş sermaye olarak kullanılmıştır.

(TL)	Devralan Ortaklık GS Sportif		Devrolan Ortaklık GS Futbol
Ödenmiş Sermaye	2.035.000	Ödenmiş Sermaye	143.602.000
Karma Yönteme Göre Özkaynak Değeri	322.588.200	Karma Yönteme Göre Özkaynak Değeri	330.852.821
GS Futbol'un Payına İsbet Eden Özkaynak Değeri (-)	249.129.635		
Netleştirilmiş Özkaynak Değeri	73.458.565	Netleştirilmiş Özkaynak	330.852.821
Netleştirilmiş Sermaye	463.403	Netleştirilmiş Sermaye	143.602.000

Netleştirme sonucu, GS Futbol ve GS Sportif için iştirakler dikkate alınmış toplam özkaynak değeri 404.311.386 TL'dir.

Ortaklıklar	Özkaynak Değeri (TL)	İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak (TL)	Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayedeki Oran	Sermaye (TL)	İştirakler Dikkate Alınmış Sermaye (TL)
Devralan Ortaklık GS Sportif	322.588.200	73.458.565	18,1688%	2.035.000	463.403
Devrolan Ortaklık GS Futbol	330.852.821	330.852.821	81,8312%	143.602.000	143.602.000
TOPLAM	653.441.021	404.311.386	100,0000%		

3.3.2 Birleşme Oranı Hesaplaması

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{73.458.564,62}{73.458.564,62 + 330.852.821,12} = 18,1688\%$$

Kullanılan varsayımlarla benzer şirketler yöntemine göre, GS Sportif'in netleştirilmiş özkaynak değerinin, netleştirilmiş toplam özkaynak değerine bölünmesi ile birleşme oranı % 18,1688 olarak hesaplanmaktadır.

3.3.3 Birleşme Sonrası Sermaye Hesaplaması

$$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} = \frac{463.402,50}{0,181688} = 2.550.538,64$$

GS Sportif'in netleştirilmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle ulaşılan birleşme sonrası sermaye 2.550.538,64 TL olarak hesaplanmaktadır.

3.3.4 Birleşme Sonrası GS Sportif Sermaye Artırım Tutarı

$$\text{Devralan GS Sportif Sermaye Artırım Tutarı} = 2.550.538,64 - 2.035.000,00 = 515.538,64$$

Birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarından, GS Sportif'in sermayesinin çıkarılması sonucu ulaşılan sermaye artırım tutarı 515.538,64 TL olarak hesaplanmaktadır.

3.3.5 Değişirme Oranı

$$\text{Değişirme Oranı} = \frac{515.538,64}{143.602.000,00} = 0,00359005197$$

GS Sportif'de artırılan 515.538,64 TL tutarındaki sermaye GS Futbol ortaklarına verilecektir. GS Futbol ortakları artırılan sermayeden elinde bulundurdukları 1 pay karşılığında 0.00359005197 pay GS Sportif payı alacaktır.

Ayrıca GS Futbol ortakları GS Futbol portföyünde bulunan 1.571.597,50 TL nominal değerli GS Sportif payını GS Futbol'daki payları oranında paylaşacaktır. 1 TL nominal değerli GS Futbol payı için 0,01094411985 adet GS Sportif payı alacaktır.

GS Sportif sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek paylar ve GS Futbol portföyündeki GS Sportif payları da dahil olmak üzere GS Futbol ortağı 1 pay için 0,01453417182 adet GS Sportif payı alacaktır.

3.3.6 GS Sportif ve GS Futbol ortaklıklarının birleşme sonrası ulaşılabilecek sermayedeki payları

Birleşme Sonrası Ulaşılabilecek Sermayede GS Futbol dışındaki GS Sportif Ortaklarının ve GS Futbol Ortaklarının Sermaye Payları :

GS Sportif Diğer Ortaklarının Sermaye Payı =	2.550.538,64	x	0,18168809	=	463.402,50
GS Futbol Ortaklarının Sermaye Payı =	2.550.538,64	x	0,81831191	=	2.087.136,14

4 Sonuç

08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporumuz'da yer alan görüşümüze göre, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanan birleşme oranına %80, piyasa çarpanlarına göre hesaplanan birleşme oranına %20 ağırlık verilerek elde edilen %9,3977 birleşme oranının adil ve makul olduğu olduğu düşünülmektedir. İNA yöntemiyle GS Sportif ve GS Futbol'un nakit akımlarını güvenilir bir aralık içinde tahmin etmek ve değerlerini hesaplamak mümkün iken, bu değerler ile piyasada oluşan fiyatlar önemli ölçüde farklılık gösterebilmektedir.

08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'nda GS Sportif'in gelecek dönemdeki yapısının ve bunun sonucunda gelir gider dengesinin önemli ölçüde değişiminin etkilerinin birleşme oranına yansıtılması amacıyla İNA'ya yüksek ağırlık verilmiştir. Futbol takımının GS Sportif tarafından devralınmasının etkilerini yansıtan bir mali tablo henüz yayınlanmamıştır. GS Sportif'in borsa performansı ise gelir gider dengesindeki beklenen değişime hassasiyet göstermemiş, tam tersi etkiyle yükselmiştir. GS Sportif'in piyasa değerinin gelir gider yapısındaki değişime duyarsız performansı sebebiyle mevcut piyasa verileriyle yapılacak birleşme işleminde;

- a) Azınlık ortaklar açısından yatırım değerlerinin mümkün olduğunca korunması,
- b) Hesaplanan 3 farklı yöntemdeki ağırlıkların ortaklar açısından menfaat çatışması yaratmaması, sebepleriyle 3 yöntemle hesaplanan birleşme oranlarına eşit ağırlık verilerek birleşme oranının tespit edilmesinin daha uygun olacağını GS Sportif ve GS Futbol yönetimine sunulmasına karar verilmiştir.

Bu sebeple işbu Ek Rapor 08.06.2010 tarihinde teslim edilmiş Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu'nda hesaplanan birleşme ve değiştirme oranlarının aşağıdaki varsayımlarla hesaplanan sonuçlarını içermektedir.

1. Piyasa çarpanları analizinde GS Sportif piyasa değeri hesaplamasında Futbol takımının satın alınabileceğine ilişkin duyurunun KAP'ta ilan edildiği tarih olan 12.03.2010 tarihinden sonraki tarihten, Uzman Kuruluş Raporu tarihi olan 08.06.2010 tarihine kadar piyasada oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması kullanılarak hesaplanması,
2. Piyasa çarpanları analizinde GS Futbol değeri hesaplamasında kullanılan yurt içi benzer şirket çarpanlarına eşit ağırlık verilerek hesaplamalarda kullanılması,
3. GS Sportif ve GS Futbol birleşmeye baz özkaynak değerlerinin, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemleri ile hesaplanan piyasa değerleri kullanılarak tekrar hesaplanıp karma yöntemle yeni birleşme oranlarının elde edilmesi,



4. Nihai birleşme oranının hesaplanmasında, indirgenmiş nakit akımları ("İNA") yöntemine göre hesaplanan birleşme oranına, piyasa çarpanlarına göre hesaplanan birleşme oranına ve herhangi bir yöntem ile hesaplanacak birleşme oranına eşit ağırlıklar verilmesi,

GS Futbol'un 28.02.2010 tarihli düzeltilmiş mali tabloları üzerinden, mevcut aktif ve pasifleri bir küll halinde GS Sportif'e devredilmesi durumunda GS Futbol ve GS Sportif yönetimlerinin isteğine göre hesaplanan birleşme oranları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Yöntem	Birleşme Oranı	Sermaye Artırım Tutarı (TL)	Birleşme İşlemi Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye (TL)
Özkaynak Yöntemi	A.D.	A.D.	A.D.
İNA Yöntemi	6,3465%	5.266.739,46	7.301.739,46
Benzer Şirketler Yöntemi	25,3472%	-206.779,24	1.828.220,76
Karma Yöntem	18,1688%	515.538,64	2.550.538,64

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, benzer şirketler yöntemine göre ve karma yönetime göre hesaplanan birleşme oranlarına eşit ağırlık verilerek elde edilen birleşme oranı %16,6208 olarak hesaplanmaktadır.

Yöntemler	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Birleşme Oranı
Özkaynak Yöntemi	0%	A.D.
İNA Yöntemi	33%	2,1155%
Piyasa Çarpanları Yöntemi	33%	8,4491%
Karma Yöntem	33%	6,0563%
Sonuç	100%	16,6208%

%16,6208 birleşme oranına göre hesaplanan birleşme sonrası sermaye, sermaye artırım tutarı ve değiştirme oranı hesaplamaları aşağıda yer almaktadır.

Birleşme Sonrası Sermaye Hesaplaması

$$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} = \frac{463.402,50}{0,166208} = 2.788.084,38$$

GS Sportif'in netleştirilmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle ulaşılan birleşme sonrası sermaye 2.788.084,38 TL olarak hesaplanmıştır.

Birleşme Sonrası GS Sportif Sermaye Artırım Tutarı

$$\text{Devralan GS Sportif Sermaye Artırım Tutarı} = 2.788.084,38 - 2.035.000,00 = 753.084,38$$

Birleşme sonrası ulaşılabacak sermaye tutarından, GS Sportif'in sermayesinin çıkarılması sonucu ulaşılan sermaye artırım tutarı 753.084,38 TL olarak hesaplanmıştır.

Değişirme Oranı

$$\text{Değişirme Oranı} = \frac{753.084,38}{143.602.000,00} = 0,00524424715$$

GS Sportif'de artırılan 753.084,38 TL tutarındaki sermaye GS Futbol ortaklarına verilecektir. GS Futbol ortakları artırılan sermayeden elinde bulundurdukları 1 pay karşılığında 0.00524424715 pay GS Sportif payı alacaktır.

Ayrıca GS Futbol ortakları GS Futbol portföyünde bulunan 1.571.597,50 TL nominal değerli GS Sportif payını GS Futbol'daki payları oranında paylaşacaktır. 1 TL nominal değerli GS Futbol payı için 0,01094411985 adet GS Sportif payı alacaktır.

GS Sportif sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek paylar ve GS Futbol portföyündeki GS Sportif payları da dahil olmak üzere GS Futbol ortağı 1 pay için 0,01618836699 adet GS Sportif payı alacaktır.

GS Sportif ve GS Futbol ortaklıklarının birleşme sonrası ulaşılabacak sermayedeki payları**Birleşme Sonrası Ulaşılabacak Sermayede GS Futbol dışındaki GS Sportif Ortaklarının ve GS Futbol Ortaklarının Sermaye Payları :**

GS Sportif Diğer Ortaklarının Sermaye Payı =	2.788.084,38 x	0,166208 =	463.402,50
GS Futbol Ortaklarının Sermaye Payı =	2.788.084,38 x	0,833792 =	2.324.681,88

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.

5 Ekler

Ek-1 : Futbol takımının satın alınabileceğine ilişkin özel durum açıklaması

GALATASARAY SPORTİF SİNÂİ VE YATIRIMLAR A.Ş. / GSRAY [] 12.03.2010 17:31:08

Özel Durum Açıklaması (Genel)

E

Ortaklığın Adresi	: Büyükdere Cad.Akıncıbayırı Sok.No:8 Kat:5 Mecidiyeköy/İstanbul
Telefon ve Faks No.	: 212-274-4555 (Tel) 212-274-9636 (Fax)
Ortaklığın Yatırımcı/Pay Sahipleri İle İlişkiler Biriminin Telefon ve Faks No.su	: 212-274-4555 (Tel) 212-274-9636 (Fax)
Yapılan Açıklama Ertelenmiş Açıklama mı?	: Hayır
Özet Bilgi	: Çağın ve Birleşme süreci ile ilgili ek açıklamalar.

AÇIKLAMA:

Şirketimize yatırımcılardan gelen sorular üzerine ayrı ayrı cevap vererek yatırımcılar arasında fark yaratmamak için topluca aşağıdaki hususlarda bilgi vermek ihtiyacı doğmuştur.

- 22 Şubat 2010 tarihli Özel Durum Açıklamamızda belirtilen Galatasaray Spor Kulübü Derneği, Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. ve Şirketimizin taraf olduğu \$70 milyon tutarında 6.5 yıllık kredi sözleşmesi uyarınca henüz bir kredi kullanımı yapılmamıştır.
- 11 Mart 2010 tarihinde başlayan gönüllü çağrı sürecinde hisse alımı gerçekleştirilince kredi peyderpey kullanılacaktır.
- Söz konusu kredi için anapara ve faiz tutarını karşılayacak şekilde Türk Telekom Arena isim hakkı, Türk Telekom ve Avea forma reklam ve Turkcell Superlig Naklen Yayını gelirlerinin bir kısmı, Riva arazisinden 2. derece ipotek, gönüllü çağrıda alınacak hisselerin rehni ve kefalet gibi teminatlar verilmiştir. Anılan teminatlar, söz konusu kredinin nihai kullanım tutarına göre belirlenecektir.
- Gönüllü çağrı sürecinin 24 Mart 2010'da tamamlanmasını müteakip, 4 Ağustos 2006 tarihinde başlattığımız Şirketimiz ile Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş.'nin birleşmesi çalışmalarını kapsamında, tüm futbol ilintili faaliyetlerin tek çatı altında toplanması için Ana Sözleşmemiz Amaç ve Konu bölümünde öngörülen futbolcu ve futbol takımları da dahil her türlü devir, alım ve satım gibi işlemler de yapılarak gerekli tüm kanuni zorunluluklar da yerine getirilerek birleşme sürecinin hızla tamamlanması hedeflenmektedir.




Bu ek rapor DenizYatırım'ın yazılı onayı olmaksızın üçüncü şahıslara, SPK dışındaki kurumlara gösterilemez ve gösterilmesi durumunda hiçbir sorumluluk kabul edilmez. Onay verilmesi halinde, GS Futbol ve GS Sportif yönetimleri, menfaatleri doğrultusunda raporun kullanımına karar verme yetkisine sahiptir.

İşbu ek rapor GS Futbol ve GS Sportif yönetimlerine GS Futbol ve GS Sportif'in GS Sportif bünyesinde birleşmesi durumunda hesaplanan birleşme oranları konusunda yardımcı olması amacıyla hazırlanmıştır. Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak ve geleceği yansıtmak amacıyla kullanılmamalıdır.

DenizYatırım'ın yapmış olduğu bu çalışma yapısı gereği tamamen bilimsel nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda subjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir.

Bu ek rapor kapsamında GS Futbol ve GS Sportif aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyeti araştırılmamıştır. Bu konuda DenizYatırım herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir.



