

**T.C. İSTANBUL 10. ASLİYE TİCARET MAHKEMESİ**  
**SAYIN BAŞKANLIĞI'NA**

**BİLİRKİŞİ RAPORU**

**DOSYA NO** : 2010/410 Esas

**DAVACI** : Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.

**VEKİLİ** : Av. Necdet Budak

**DAVA KONUSU** : Öz Sermaye Tespiti

**AÇIKLAMALAR VE TALEP** :

**Tespit Talebinde Bulunan Şirket** vekili, **07.06.2010** havale tarihli dilekçesinde özetle; “*Sermaye Piyasası Kurulunun birleşme ile ilgili I 31 nolu tebliğinin 6. Maddesi kapsamında müvekkil şirketlerin birleşme işleminin gerçekleşebilmesi için her iki şirketin öz kaynaklarının tespitinin gerektiği*” hususlarını beyanla, müvekkil şirketlerin birleşme işlemine ve sermayelerine esas teşkil etmek üzere tespit tarihi itibarıyla her iki şirket öz kaynaklarının değerinin belirlenmesini talep etmiştir.

**BİLİRKİŞİNİN GÖREVİ** :

Sayın Mahkeme, 08.06.2010 tarihli ara kararında bilirkişinin görevini özetle; “*davacı şirketlerin birleşme ve sermayelerine esas teşkil etmek üzere tespit tarihi itibarıyla her iki şirketin özkaynaklarının tespitine*” şeklinde belirlemiştir.

**İNCELEME** :

**I- Şirketlerin Hukuki Yapıları ve Öz Kaynaklarının Tespiti**

**A- GALATASARAY SPORTİF SİNİİ VE TİCARİ YATIRIMLAR ANONİM ŞİRKETİ'nin (birleşme yoluyla devir alacak şirket) Hukuki Yapısı ve Net Varlık Durumu**

- (1) İstanbul Ticaret Sicili Memurluğunda 381801-329383 sicil numarası ile kayıtlı bulunan Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar Anonim Şirketi'nin sermayesi 2.035.000,00 (İkimilyonotuzbeşbin) TL olup, ana sözleşmesinin 26.11.1997 tarihinde tescil edilerek kurulduğu saptanmıştır.
- (2) 28.02.2010 ve 31.05.2009 tarihleri itibarıyla hisselerinin % 37,05 oranındaki bölümü İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmüş, 11-24 Mart 2010 tarihleri arasında, halka açık olan % 37,05 oranındaki payların gönüllü çağrı yolu ile satın alınması sonucunda Kurum'un halka açıklık oranı % 22,75 olmuştur. Şirketin işbu tespit başvurusunda da beyan edildiği 18.05.2010 Tarihli Yönetim Kurulu kararı doğrultusunda diğer talep sahibi şirket olan Galatasaray Spor ve Futbol

İşletmeciliği Ticaret A.Ş. ile birleşme çalışmalarına devam edilmesine yönelik karar verildiği anlaşılmıştır.

- (3) Tespit talebinde bulunan Şirketçe ibraz edilen ticari defter kayıtları ve dayanağı belgeler ile tespit dosyasına sunulu AS Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlandığı anlaşılan “Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ve Bağlı Ortaklıkları Özel Amaçlı Bağımsız Denetim Raporu” ve yine aynı kurum tarafından hazırlanan “ Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar Anonim Şirketi 01.06.2009 – 28.02.2010 Tarihli Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu” veri ve açıklamaları üzerinde yapılan incelemelerden sonra, varlık ve kaynak yapısı aşağıda özetlenmiştir.
- (4) Şirketçe ticari defter kayıtlarının muhasebe (mali tablo ve uygunluk) denetimine tabi tutulabilmesi için gerekli zamanın bilirkişi görev sınırlarını aştığı Sayın Mahkemenin takdirindedir.
- (5) Bu bağlamda tespit dosyasına sunulu Deniz Yatırım Menkul Değerler AŞ. Tarafından hazırlanan “Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar AŞ. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği AŞ. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu” uyarınca şirket mali tablolarının Seri XI, No:29 sayılı “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ” esasları ve yukarıda anılan AS Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından yazılan Özel Amaçlı Bağımsız Denetim Raporu ise Seri I, No:41 sayılı “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” doğrultusunda hazırlanmış olduğunun anlaşıldığı hususu da Sayın Mahkemenin takdirindedir.

| <b>VARLIKLAR</b>                                   | <b>28.02.2010</b>     | <b>31.05.2009</b>     |
|--|-----------------------|-----------------------|
|  |                       | (TL)                  |
| <b>DÖNEN VARLIKLAR</b>                             | <b>174.266.282,00</b> | <b>305.435.112,00</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                          | 362.867,00            | 2.852.312,00          |
| Menkul Kıymetler (net)                             | 0                     | 0                     |
| Ticari Alacaklar (net)                             | 3.203.918,00          | 2.929.775,00          |
| Finansal Kiralama Alacakları (net)                 | 0                     | 0                     |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)               | 143.400.819,00        | 290.939.530,00        |
| Diğer Alacaklar (net)                              | 0                     | 950.317,00            |
| Canlı Varlıklar (net)                              | 0                     | 0                     |
| Stoklar (net)                                      | 0                     | 0                     |
| Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net) | 0                     | 0                     |
| Ertelenen Vergi Varlıkları                         | 0                     | 0                     |
| Diğer Dönen Varlıklar                              | 27.298.678,00         | 7.763.178,00          |
| <b>DURAN VARLIKLAR</b>                             | <b>283.328.885,00</b> | <b>17.786.486,00</b>  |
| Ticari Alacaklar (net)                             | 0                     | 0                     |
| Finansal Kiralama Alacakları (net)                 | 0                     | 0                     |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)               | 0                     | 3.190.226,00          |
| Diğer Alacaklar (net)                              | 31.539.090,00         | 0                     |
| Finansal Varlıklar (net)                           | 0                     | 0                     |
| Pozitif/Negatif Şerefiye (net)                     | 0                     | 0                     |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)                | 0                     | 0                     |
| Maddi Varlıklar (net)                              | 41.189,00             | 77.720,00             |
| Maddi Olmayan Varlıklar (net)                      | 245.200.000,00        | 0                     |
| Ertelenen Vergi Varlıkları                         | 0                     | 0                     |
| Diğer Duran Varlıklar                              | 6.548.606,00          | 14.518.540,00         |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                            | <b>457.595.167</b>    | <b>323.221.599,00</b> |

| <b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                                       | <b>28.02.2010</b>     | <b>31.05.2009</b>    |
|--|-----------------------|----------------------|
|  | (TL)                  |                      |
| <b><u>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</u></b>                    | <b>97.162.243,00</b>  | <b>40.489.137,00</b> |
| Finansal Borçlar (net)                                     | 23.609.855,00         | 12.928.930,00        |
| Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net) | 0                     | 0                    |
| Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)              | 0                     | 0                    |
| Diğer Finansal Yükümlülükler (net)                         | 0                     | 0                    |
| Futbolcu ve Teknik Kadro Borçları                          | 31.905.906,00         | 0                    |
| Ticari Borçlar (net)                                       | 584.915,00            | 291.794,00           |
| İlişkili Taraflara Borçlar (net)                           | 4.457.762,00          | 5.251.236,00         |
| Diğer Ticari Borçlar                                       | 735.975,00            | 502.758,00           |
| Alınan Avanslar  | 0                     | 0                    |
| Borç Karşılıkları  | 0                     | 0                    |
| Ertelenen Vergi Yükümlülüğü                                | 0                     | 0                    |
| Diğer Yükümlülükler (net)                                  | 35.867.829,00         | 21.514.419,00        |
| <b><u>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</u></b>                    | <b>60.511.737,00</b>  | <b>32.137.933,00</b> |
| Finansal Borçlar (net)                                     | 31.539.090,00         | 3.190.226,00         |
| Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)              | 0                     | 0                    |
| Diğer Finansal Yükümlülükler (net)                         | 0                     | 0                    |
| Ticari Borçlar (net)                                       | 0                     | 0                    |
| İlişkili Taraflara Borçlar (net)                           | 0                     | 0                    |
| Alınan Avanslar  | 0                     | 0                    |
| Çalışanlara Sağ. Fay İliş. Karşılıkları                    | 52.147,00             | 51.208,00            |
| Borç Karşılıkları  | 0                     | 0                    |
| Ertelenen Vergi Yükümlülüğü                                | 0                     | 0                    |
| Diğer Yükümlülükler (net)                                  | 28.920.500,00         | 28.896.500,00        |
| <b><u>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</u></b>                         | <b>157.673.980,00</b> | <b>72.627.070,00</b> |

- (6) Yukarıda sunulan varlık ve yükümlülüklerden hareketle 28.02.2010 tarihi itibariyle tespiti konu şirketin toplam öz kaynağı

ÖK = Toplam Varlıklar – Toplam Yükümlülükler

ÖK = 457.595.167,00 – 157.673.980,00

ÖK = **299.921.187,00 TL** olarak hesaplanmaktadır.

- (7) Hesaplanan Özkaynaklar toplamının, sermaye unsurları itibariyle dağılımı da aşağıdaki gibidir:

| <b>ÖZ KAYNAKLAR</b>                       | <b>28.02.2010<br/>Yeniden<br/>Düzenlenmiş</b> |
|---|---|
| <b>Ana Ortaklığa Ait özkaynaklar</b>      | <b>299.921.187</b>                            |
| Ödenmiş Sermaye                           | 2.035.000                                     |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları               | 3.827.679                                     |
| Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-) | -   |
| Hisse Senedi İhraç Primleri               | -   |
| Değer Artış Fonları                       | -   |
| Yabancı Para Çevrim Farkları              | -   |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler       | 18.725.650                                    |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zararı                  | 208.342.399                                   |
| Net Dönem Karı/Zararı                     | 66.990.459                                    |
| <b>Azınlık Payları</b>                    | <b>-</b>                                      |
| <b>Toplam</b>                             | <b>299.921.187</b>                            |

## B- GALATASARAY SPOR VE FUTBOL İŞLETMECİLİĞİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ (birleşme yoluyla devir olacak şirket)

- (1) İstanbul Ticaret Sicili Memurluğunda 489233-436815 sicil numarası ile kayıtlı bulunan Galatasaray Sportif Sınai Ve Ticari Yatırımlar Anonim Şirketi'nin sermayesi 143.602.000 (Yüzkırkükümyonaltıyüzikibin) TL olup, ana sözleşmesinin 31.12.2002 tarihinde tescil edilerek kurulduğu saptanmıştır.
- (2) İbraz edilen ticari defter kayıtları ve dayanağı belgeler ile tespit dosyasına sunulu AS Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlandığı anlaşılan "Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ve Bağlı Ortaklıkları Özel Amaçlı Bağımsız Denetim Raporu" ve yine aynı kurum tarafından hazırlanan "Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret AŞ. ve Bağlı Ortaklıkları 01.06.2009 – 28.02.2010 Tarihli Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu" veri ve açıklamaları üzerinde yapılan incelemelerden sonra, varlık ve kaynak yapısı aşağıda özetlenmiştir.
- (3) Şirketçe ticari defter kayıtlarının muhasebe (mali tablo ve uygunluk) denetimine tabi tutulabilmesi için gerekli zamanın bilirkişi görev sınırlarını aştığı Sayın Mahkemenin takdirindedir.
- (4) Önceki bölümde de belirtildiği üzere; Deniz Yatırım Menkul Değerler AŞ. Tarafından hazırlanan "Uzman Kuruluş Raporu" uyarınca şirket mali tablolarının Seri XI, No:29 sayılı "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" esasları ve yukarıda anılan AS Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından yazılan Özel Amaçlı Bağımsız Denetim Raporu ise Seri I, No:41 sayılı "Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" doğrultusunda hazırlanmış olduğu anlaşılmıştır.

| VARLIKLAR  | 28.02.2010            | 31.05.2009            |
|--|-----------------------|-----------------------|
|  |                       | (TL)                  |
| <b>DÖNEN VARLIKLAR</b>                             | <b>89.793.746,00</b>  | <b>150.062.851,00</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                          | 3.236.678,00          | 3.805.346,00          |
| Menkul Kıymetler (net)                             | 0,00                  | 0,00                  |
| Ticari Alacaklar (net)                             | 5.606.951,00          | 5.490.254,00          |
| Finansal Kiralama Alacakları (net)                 | 0,00                  | 0,00                  |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)               | 42.837.161,00         | 75.284.809,00         |
| Diğer Alacaklar (net)                              | 105.617,00            | 1.076.024,00          |
| Canlı Varlıklar (net)                              | 0,00                  | 0,00                  |
| Stoklar (net)                                      | 6.483.698,00          | 4.108.018,00          |
| Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net) | 0,00                  | 0,00                  |
| Ertelenen Vergi Varlıkları                         | 0,00                  | 0,00                  |
| Diğer Dönen Varlıklar                              | 31.523.641,00         | 60.298.400,00         |
| <b>DURAN VARLIKLAR</b>                             | <b>130.387.652,00</b> | <b>126.112.719,00</b> |
| Ticari Alacaklar (net)                             | 0,00                  | 0,00                  |
| Finansal Kiralama Alacakları (net)                 | 0,00                  | 0,00                  |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)               | 0,00                  | 0,00                  |
| Diğer Alacaklar (net)                              | 28.093,00             | 22.502,00             |
| Finansal Varlıklar (net)                           | 0,00                  | 0,00                  |
| Pozitif/Negatif Şerefiye (net)                     | 274.503,00            | 63.729,00             |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)                | 0,00                  | 0,00                  |
| Maddi Varlıklar (net)                              | 2.107.527,00          | 3.070.419,00          |
| Maddi Olmayan Varlıklar (net)                      | 115.261.140,00        | 116.752.054,00        |
| Ertelenen Vergi Varlıkları                         | 55.944,00             | 0,00                  |
| Diğer Duran Varlıklar                              | 12.660.445,00         | 6.204.015,00          |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                            | <b>220.181.398,00</b> | <b>276.175.570,00</b> |

|  |                       |                       |
|--|-----------------------|-----------------------|
| <b><u>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</u></b>                    | <b>141.635.759,00</b> | <b>156.715.570,00</b> |
| Finansal Borçlar (net)                                     | 26.562.415,00         | 12.928.930,00         |
| Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net) | 0                     | 0                     |
| Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)              | 0                     | 0                     |
| Diğer Finansal Yükümlülükler (net)                         | 0                     | 0                     |
| Ticari Borçlar (net)                                       | 29.607.171,00         | 21.726.198,00         |
| İlişkili Taraflara Borçlar (net)                           | 4.457.762,00          | 5.251.236,00          |
| Diğer Borçlar  | 34.269.547,00         | 38.720.807,00         |
| Alınan Avanslar  | 0                     | 0                     |
| Borç Karşılıkları  | 2.422.832,00          | 1.174.973,00          |
| Ertelenen Vergi Yükümlülüğü                                | 0,00                  | 0,00                  |
| Diğer Yükümlülükler (net)                                  | 44.316.032,00         | 76.913.427,00         |
| <b><u>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</u></b>                    | <b>115.166.084,00</b> | <b>40.679.158,00</b>  |
| Finansal Borçlar (net)                                     | 59.314.931,00         | 3.190.226,00          |
| Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)              | 0,00                  | 0,00                  |
| Diğer Finansal Yükümlülükler (net)                         | 0,00                  | 0,00                  |
| Ticari Borçlar (net)                                       | 16.586.011,00         | 3.366.470,00          |
| Diğer Borçlar  | 3.866.594,00          | 4.627.905,00          |
| İlişkili Taraflara Borçlar (net)                           | 0,00                  | 0,00                  |
| Alınan Avanslar  | 0,00                  | 0,00                  |
| Borç Karşılıkları  | 0,00                  | 0,00                  |
| Çalışanlara Sağ. Fay. İlişkin Karşılıklar                  | 617.608,00            | 572.369,00            |
| Ertelenen Vergi Yükümlülüğü                                | 0,00                  | 0,00                  |
| Diğer Yükümlülükler (net)                                  | 34.780.940,00         | 28.922.189,00         |
| <b><u>ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR</u></b>                     | <b>67.365.555,00</b>  | <b>97.406.991,00</b>  |
| <b><u>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</u></b>                         | <b>324.167.398,00</b> | <b>294.801.719,00</b> |

- (5) Yukarıda sunulan varlık ve yükümlülüklerden hareketle 28.02.2010 tarihi itibarıyla tespate konu şirketin toplam öz kaynağı

ÖK = Toplam Varlıklar – Toplam Yükümlülükler

ÖK = 220.181.398,00 – 324.167.398,00

ÖK = (103.986.000,00)

olarak hesaplanmaktadır.

- (6) Hesaplanan Özkaynaklar toplamının, sermaye unsurları itibarıyla dağılımı da aşağıdaki gibidir:

| <b>ÖZ KAYNAKLAR</b>                  | <b>28.02.2010<br/>Yeniden<br/>Düzenlenmiş</b> |
|--------------------------------------|---|
| <b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b> | <b>-103.985.999</b>                           |
| Ödenmiş Sermaye                      | 143.602.000                                   |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları          | 1.882   |
| Hisse Senedi İhraç Primleri          | -   |
| Değer Artış Fonları                  | 75.893.974                                    |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler  | 1.927.267                                     |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zararları          | -238.508.713                                  |
| Net Dönem Karı/Zararı                | -86.902.410                                   |
| <b>Azınlık Payları</b>               | <b>67.365.555</b>                             |
| <b>Toplam</b>                        | <b>-36.620.444</b>                            |

## II- Birleşme Değerlerinin Hesaplanması

### A- Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme Değerleri

- (1) Önceki bölümde de belirtildiği üzere, tespit talebinde bulunan şirketlerden Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret Anonim Şirketi'nin, Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar Anonim Şirketi'nde % 77,22838 oranında ortaklığı bulunmaktadır.

| GS SPORTİF AŞ.   |                    | GS FUTBOL AŞ.  |                     |
|--|--------------------|--|---------------------|
| Ödenmiş Sermaye  | 2.035.000          | Ödenmiş Sermaye                                      | 143.602.000         |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları                                | 3.827.679          | Sermaye Düzeltmesi Farkları                          | 1.882               |
| Değer Artış Fonları  |                    | Değer Artış Fonları                                  | 75.893.974          |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                        | 18.725.650         | Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                  | 1.927.267           |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zararı                                   | 208.342.399        | Geçmiş Yıllar Kar/Zararı                             | -238.508.713        |
| Net Dönem Karı/Zararı                                      | 66.990.459         | Net Dönem Karı/Zararı                                | -86.902.410         |
| <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR<br/>( Netleştirme Öncesi)</b>        | <b>299.921.187</b> | <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR<br/>( Netleştirme Öncesi)</b>  | <b>-103.985.999</b> |
| GS Futbol AŞ'nin Payına İsbet Eden Özkaynaklar Toplamı (-) | 231.624.269        |  |                     |
| <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR<br/>( Netleştirme Sonrası)</b>       | <b>68.296.918</b>  | <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR<br/>( Netleştirme Sonrası)</b> | <b>-103.985.999</b> |
| <b>SERMAYE<br/>( Netleştirme Sonrası)</b>                  | <b>463.403</b>     | <b>SERMAYE<br/>( Netleştirme Sonrası)</b>            | <b>143.602.000</b>  |

| Ortaklıklar    | Özkaynak Değeri<br>(TL) | İştirakler Dikkate<br>Alınmış Özkaynaklar<br>(TL) |
|----------------|-------------------------|---|
| GS Sportif AŞ. | 299.921.187             | 68.296.918  |
| GS Futbol AŞ.  | -103.985.999            | -103.985.999                                      |
| <b>TOPLAM</b>  | <b>195.935.188</b>      | <b>-35.689.081</b>                                |

- (2) GS Futbol ve GS Sportif için bu yönteme göre hesaplanan özvarlık toplamı negatif olduğundan anlamlı bir birleşme oranı hesaplanamamaktadır.
- (3) SPK "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar" Seri 1 No: 31 Tebliği md. 7 hükümleri uyarınca; birleşme oranı birleşmeye taraf ortaklarca benimsenen yöntem esas alınarak hesaplanır.
- (4) Yine aynı madde hükmü uyarınca; özkaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde hem özkaynak yöntemi hem de seçilen diğer yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesinin zorunlu olduğu belirtilmiştir.

- (5) Bu hükümler ve tespit talebinde bulunan vekillerinin talebi uyarınca, bileşme oranı ve değerlerinin hesaplanmasında uygulanabilecek yöntemlerden "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile "Benzer Şirketler Analizi Yöntemi" esas alınmak suretiyle yapılan hesaplama ve değerlendirme sonuçları aşağıda sunulmuştur:

### B- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- (1) Talep sahibi şirketler tarafından talep edildiği doğrultuda esas alınan kabuller ve operasyonel nakit akışları projeksiyonlarından hareketle, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre şirketlerin toplam hisse değerleri ve sermayesi aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi hesaplanmaktadır.

|  |              |              |              |
|--|--------------|--------------|--------------|
| <b>İndirgeme Oranı ( GS Sportif AŞ.)</b>       | <b>%8,62</b> | <b>%9,12</b> | <b>%9,62</b> |
| <b>Şirket Değeri (Mn \$)</b>                   | 20,9         | 19,8         | 19,0         |
| <b>28/02/2010 Düzeltilmiş Net Borç (Mn \$)</b> | -75          |              |              |

|  |              |              |              |
|--|--------------|--------------|--------------|
| <b>İndirgeme Oranı (GS Futbol AŞ.)</b>         | <b>%8,62</b> | <b>%9,12</b> | <b>%9,62</b> |
| <b>Şirket Değeri (Mn \$)</b>                   | 75,5         | 66,6         | 58,3         |
| <b>28/02/2010 Düzeltilmiş Net Borç (Mn \$)</b> | 29           |              |              |

|                       | <b>İNA Yöntemine Göre Özsermaye Değeri (Mn \$)</b> | <b>08.06.2010 Tarihinde Geçerli TCMB Döviz Alış Kuru</b> | <b>İNA Yöntemine Göre Özsermaye Değeri (Mn TL)</b> |
|-----------------------|--|--|--|
| <b>GS Sportif AŞ.</b> | 19,8   | 1,5936   | 31,6   |
| <b>GS Futbol AŞ.</b>  | 66,6   | 1,5936   | 106,1  |

| <b>GS SPORTİF AŞ.</b>                              |            | <b>GS FUTBOL AŞ.</b>        |             |
|--|------------|-----------------------------|-------------|
| Ödenmiş Sermaye                                    | 2.035.000  | Ödenmiş Sermaye             | 143.602.000 |
| INA'ya Göre Özkaynak Değeri                        | 31.576.782 | INA'ya Göre Özkaynak Değeri | 106.109.422 |
| GS Futbol'un Payına İsbet Eden Özkaynak Değeri (-) | 24.386.237 |                             |             |
| Netleştirilmiş Özkaynak                            | 7.190.545  | Netleştirilmiş Özkaynak     | 106.109.422 |
| Netleştirilmiş Sermaye                             | 463.403    | Netleştirilmiş Sermaye      | 143.602.000 |

| <b>Ortaklıklar</b>    | <b>Özkaynak Değeri (TL)</b> | <b>İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak (TL)</b> | <b>Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayedeki Oran (%)</b> | <b>Sermaye (TL)</b> | <b>İştirakler Dikkate Alınmış Sermaye (TL)</b> |
|-----------------------|-----------------------------|---|--|---------------------|--|
| <b>GS Sportif AŞ.</b> | 31.576.782                  | 7.190.545                                       | 6,3465%  | 2.035.000           | 463.403  |
| <b>GS Futbol AŞ.</b>  | 106.109.422                 | 106.109.422                                     | 93,6535%   | 143.602.000         | 143.602.000                                    |
| <b>TOPLAM</b>         | <b>137.686.204</b>          | <b>113.299.968</b>                              | <b>100,0000%</b>   |                     |  |

- (2) Yukarıdaki tabloda, her bir ortak için netleştirilmiş hisse değeri ve netleştirilmiş sermayeye ulaşırken, konsolide mali projeksiyonlar kullanılmış olduğundan dolayı, Galatasaray Sportif'in payına Galatasaray Futbol'dan intikal eden herhangi bir hisse değeri bulunmamakla birlikte, Galatasaray Sportif AŞ. Galatasaray Futbol AŞ. iştirak oranında (%77,22838) arındırılmıştır.
- (3) Yapılan arındırma işlemleri sonucunda, Galatasaray Futbol'un hisse değerinde herhangi bir değişiklik olmazken, Galatasaray Sportif'in hisse değerinden Galatasaray Futbol'a ait olan 24.386.237 TL'lık kısım çıkartılmış ve Galatasaray Sportif için 7.190.545 TL netleştirilmiş hisse değerine ulaşılmıştır.
- (4) Yukarıda hesaplanan İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre hisse değeri ve sermaye değerleri veri olarak alındığında **birleşme oranı** (BO) aşağıda hesaplandığı gibidir:
- $$BO = \text{Devralan şirketin ÖK} / (\text{Devralan şirketin ÖK} + \text{Devrolan Şirketin ÖK})$$
- $$BO = 7.190.545 / (7.190.545 + 106.109.422)$$
- $$BO = \% 6,3465$$
- (5) Buna göre **birleşme sonrası devir alan şirketin sermayesi** (463.402 / % 6,3465=) **7.301.739 TL** olarak hesaplanmıştır.
- (6) Böylelikle birleşme yoluyla devralan şirket sıfatına sahip Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. birleşme sonrası sermaye artırım tutarı da (7.301.739 – 2.035.000=) **5.266.739 TL** olarak hesaplanmaktadır.

### C- Benzer Şirketler Analizi Yöntemi

- (1) Bu yöntemde değerlemesi yapılacak şirket ve karşılaştırma yapılacak şirketlerin piyasa değerleri bulunarak, bu şirketlerin mali ve finansal verileri karşılaştırılır. Firma değeri/ciro, piyasa değeri/net kar, piyasa değeri/özsermaye, firma değeri/vergisi faiz amortisman öncesi kar (VFAÖK) oranları kullanılır.
- (2) GS Futbol AŞ.'nin piyasa değerinin bulunmasında, kıyaslanabilir olması sebebiyle Beşiktaş Futbol'a ve GS Sportif'e ait piyasa çarpanları kullanılmıştır. GS Sportif'in piyasa çarpanlarına %80 ve Beşiktaş Futbol'un piyasa çarpanlarına % 20 ağırlık verilmiştir.

| (Mn TL)          | 28/02/2010 İtibariyle Son 4 Çeyrek |                    |                   |  |         | 28/02/2010 |  | 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 AŞ. * | 68,4                               | 57,1               | 0,2               | 57,3                                       | 95,4    | 299,9      | -115,7   | 390,7         | 275,02       |

|                           | Firma Değeri / Net Satışlar | Firma Değeri / FAVÖK | Piyasa Değeri / Net Kar | Piyasa Değeri / Özkaynak |
|---------------------------|-----------------------------|----------------------|-------------------------|--------------------------|
| Beşiktaş Futbol           | 1,5                         | 25,4                 | A/D                     | A/D                      |
| GS Sportif AŞ.            | 4,0                         | 4,8                  | 4,1                     | 1,3                      |
| <b>Ağırlıklı Ortalama</b> | <b>3,5</b>                  | <b>8,9</b>           | <b>4,1</b>              | <b>1,3</b>               |



| (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 AŞ. | 103,1                   | -81,4              | 37,9              | -43,5                                      | -98,4        | -104,0        | 70,6  |

|                                     | Firma Değeri / Net Satışlar | Firma Değeri / FAVÖK | Piyasa Değeri / Net Kar | Piyasa Değeri / Özkaynak |
|-------------------------------------|-----------------------------|----------------------|-------------------------|--------------------------|
| Benzer Şirketler Çarpan Ağırl. Ort. | 3,5                         | 8,9                  | 4,1                     | 1,3                      |
| GS Futbol AŞ. Piyasa Değeri (Mn TL) | 293                         | A/D                  | A/D                     | A/D                      |
| Çarpan Ağırlığı                     | 100%                        | 0%                   | 0%                      | 0%                       |
| GS Futbol AŞ. Piyasa Değeri (Mn TL) | 293                         |                      |                         |                          |

Galatasaray Sportif AŞ.'nin piyasa değerinin hesaplanmasında GS Sportif AŞ.'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması kullanılmıştır. Özel durum açıklamasının yapıldığı 14.05.2010 tarihinden raporun yazıldığı 08.06.2010 tarihine kadar 1 TL nominal değerli GS Sportif AŞ.'nin ağırlıklı ortalama fiyatı 174,18 TL olarak hesaplanmış, bu fiyat 2.035.000,00 TL'lik sermaye ile çarpıldığında GS Sportif AŞ.'nin piyasa değeri 354.456.300,00 TL olarak hesaplanmıştır.

|                | Benzer Şirketler Yöntemine Göre Özsermaye Değeri (Mn TL) |
|----------------|--|
| GS Sportif AŞ. | 354  |
| GS Futbol AŞ.  | 293  |

| GS Sportif AŞ.                                     |             | GS Futbol AŞ.                                   |             |
|--|-------------|---|-------------|
| Ödenmiş Sermaye                                    | 2.035.000   | Ödenmiş Sermaye                                 | 143.602.000 |
| Benzer Şirketler Yöntemine Göre Özkaynak Değeri    | 354.456.300 | Benzer Şirketler Yöntemine Göre Özkaynak Değeri | 292.923.809 |
| GS Futbol'un Payına İsbet Eden Özkaynak Değeri (-) | 273.740.852 |   |             |
| Netleştirilmiş Özkaynak Değeri                     | 80.715.448  | Netleştirilmiş Özkaynak Değeri                  | 292.923.809 |
| Netleştirilmiş Sermaye                             | 463.403     | Netleştirilmiş Sermaye                          | 143.602.000 |

| Ortaklıklar    | Özkaynak Değeri (TL) | İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak (TL) | Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayedeki Oran | Sermaye (TL) | İştirakler Dikkate Alınmış Sermaye (TL) |
|----------------|----------------------|--|---|--------------|---|
| GS Sportif AŞ. | 354.456.300          | 80.715.448                               | 21,6025%                                      | 2.035.000    | 463.403                                 |
| GS Futbol AŞ.  | 292.923.809          | 292.923.809                              | 78,3975%                                      | 143.602.000  | 143.602.000                             |
| <b>TOPLAM</b>  | <b>647.380.109</b>   | <b>373.639.257</b>                       | <b>100,0000%</b>                              |              |   |

(3) Yukarıdaki tabloda, her bir ortak için netleştirilmiş hisse değeri ve netleştirilmiş sermayeye ulaşırken, konsolide mali projeksiyonlar kullanılmış olduğundan dolayı, Galatasaray Sportif'in payına Galatasaray Futbol'dan intikal eden herhangi bir hisse değeri bulunmamakla birlikte, Galatasaray Sportif AŞ., Galatasaray Futbol AŞ. iştirak oranında (%77,22838) arındırılmıştır.

(4) Yapılan arındırma işlemleri sonucunda, Galatasaray Futbol'un hisse değerinde herhangi bir değişiklik olmazken, Galatasaray Sportif'in hisse değerinden Galatasaray Futbol'a ait olan 273.740.852 TL'lik kısım çıkartılmış ve Galatasaray Sportif için 80.715.448 TL netleştirilmiş hisse değerine ulaşılmıştır.

(5) Yukarıda hesaplanan Benzer Şirketler Yöntemi Analizine göre hisse değeri ve sermaye değerleri veri olarak alındığında **birleşme oranı** (BO) aşağıda hesaplandığı gibidir:

$$BO = \text{Devralan şirketin ÖK} / (\text{Devralan şirketin ÖK} + \text{Devrolan Şirketin ÖK})$$

$$BO = 80.715.447 / (80.715.447 + 292.293.209)$$

$$BO = \% 21,6025$$

(6) Buna göre **birleşme sonrası devir alan şirketin sermayesi** (463.402 / % 21,6025=) **2.145.132,95 TL** olarak hesaplanmıştır.

(7) Böylelikle birleşme yoluyla devralan şirket sıfatına sahip Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. birleşme sonrası sermaye artırım tutarı da (2.145.132,95 – 2.035.000=) **110.132,95 TL** olarak hesaplanmaktadır.

#### **D- Yöntemlerin Değerlendirilmesi**

(1) Bilirkişi kurulumuzca yapılan incelemede SPK UFRS Mali Tablolara Göre uygulanan Özkaynak Yöntemi, şirketlerin incelenen dönemde gerçekleşmiş ve denetimden geçmiş finansal sonuçlarını yansıtmaktadır.

(2) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ise geleceğe yönelik varsayımları içerirken, Benzer Şirketler Analizi Yöntemi, sektörün ve benzer şirketlerin finansal performansı üzerindeki beklentilerini yansıtmaktadır.

(3) Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. gelecekte planlanan faaliyet içeriğinin geçmiş yıllardan önemli derecede farklılık göstermesi dikkate alındığında; İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre bulunan birleşme oranına % 80. Benzer Şirketler Analizi Yöntemi'ne göre bulunan birleşme oranına % 20 ağırlık verilerek hesaplanan birleşme oranlarının daha makul görüldüğü Sayın Mahkemenin takdirindedir.

- (4) Bu önerinin kabulü halinde ise; **birleşme oranı**  $[(\%6,3465*0,8 + \% 21,6025*0,2)=]$  %9,3977 olarak hesaplanacaktır.
- (8) Buna göre **birleşme sonrası devir alan şirketin sermayesi** (463.402,47/ % 9,3977=) **4.931.033,37 TL** olarak hesaplanmıştır.
- (9) Böylelikle birleşme yoluyla devralan şirket sıfatına sahip Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. birleşme sonrası sermaye artırım tutarı da (**4.931.033,37 – 2.035.000,00=**) **2.896.033,37 TL** olarak hesaplanmaktadır. Buna göre sermaye artırımını, Galatasaray Spor ve Futbol İşl. Tic. A.Ş. portföyündeki Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. hisselerinden yapılacaktır.

## SONUÇ

TTK hükümleri gereğince; her bir şirketin ayrı ayrı yönetim kararları doğrultusunda birleşmeleri öngörülen şirketlerin, 28.02.2010 tarihi itibarıyla ibraz edilen ticari defter kayıtları ve dayanağı belgeler üzerinde yapılan birliktirli inceleme sonucu;

- 1- Birleşme yoluyla diğer şirketi tüm aktif ve pasifiyle devir alacak şirket olan Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar Anonim Şirketi'nin sermayesinin, 2.035.000 TL ve öz kaynaklar toplamının ise 299.921.187 TL olduğu; sermayesinin özkaynakları içinde korunmakta olduğu;
- 2- Birleşme yoluyla diğer şirkete tüm aktif ve pasifiyle devir olunacak Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret Anonim Şirketi'nin sermayesinin ise, 143.602.000,00 TL ve öz kaynaklar toplamının da (36.620.444 TL) olduğu,
- 3- Sermaye Piyasası Kurulu Seri:I No:41 "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar" Tebliği hükümleri uyarınca ve başvuru sahibi şirketlerin talepleri doğrultusunda, Özkaynak yöntemi yanında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Benzer Şirketler Analizi Yöntemi kullanılmak suretiyle yapılan hesaplamalara göre de;
  - a. Birleşme dolayısıyla gerçekleştirilecek sermaye artırımının:

| Değerleme Yöntemi          | Sermaye Artırımı (TL) |
|----------------------------|-----------------------|
| Özkaynak                   | -                     |
| İndirgenmiş Nakit Akımları | 5.266.739,46          |
| Benzer Şirketler Analizi   | 110.132,95            |

- b. Birleşme sonrası ulaşılabilecek sermayenin:

| Değerleme Yöntemi          | Ulaşılabilecek Sermaye (TL) |
|----------------------------|-----------------------------|
| Özkaynak                   | -                           |
| İndirgenmiş Nakit Akımları | 7.301.739,46                |
| Benzer Şirketler Analizi   | 2.145.132,95                |

c. Birleşme oranlarının:

| Değerleme Yöntemi          | Birleşme Oranları (%) |
|----------------------------|-----------------------|
| Özkaynak                   | -                     |
| İndirgenmiş Nakit Akımları | 6,3465                |
| Benzer Şirketler Analizi   | 21,6025               |

d. Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.'deki Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. hissedarları için Değişirme Oranlarının:

| Değerleme Yöntemi          | Değişirme Oranları (Nominal Hisseler) |
|----------------------------|---------------------------------------|
| Özkaynak                   | -                                     |
| İndirgenmiş Nakit Akımları | 0,03667594785                         |
| Benzer Şirketler Analizi   | 0,00076693186                         |

olarak saptandığı;

4- Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. gelecekte planlanan faaliyet içeriği doğrultusunda, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre bulunan birleşme oranına % 80, Benzer Şirketler Analizi Yöntemi'ne göre bulunan birleşme oranına % 20 ağırlık verilerek hesaplanan birleşme oranlarının sonucunda uygun görülmesi halinde ise;

- Birleşme oranının  $[(\%6,3465*0,8 + \% 21,6025*0,2)=]\%9,3977$  olarak hesaplanacağı,
- Birleşme sonrası devir alan şirketin sermayesinin  $(463.402,47/ \% 9,3977=)$  **4.931.033,37 TL** olacağı;
- Birleşme yoluyla devralan şirket sıfatına sahip Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. birleşme sonrası sermaye artırım tutarı da  $(4.931.033,37 - 2.035.000,00=)$  **2.896.033,37 TL** olarak hesaplanacağı;
- Buna göre sermaye artırımının, Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. portföyündeki Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. hisselerinden yapılacağı;

hususları takdiri Yüce Mahkemeye ait olmak üzere saygıyla sunulur. 14.06.2010

### BİLİRKİŞİ KURULU

**Naci Çetin PELEN**  
Hukukçu  
Emekli Mahkeme Başkanı

**Prof. Dr. Zekai ÖZDEMİR**  
İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
Öğretim Üyesi

**Prof. Dr. Münir ŞAKRAK**  
Marmara Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Öğretim Üyesi