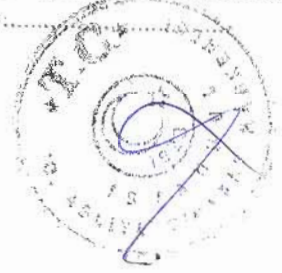


T.C. İSTANBUL 10. ASLİYE TİCARET MAHKEMESİ  
SAYIN BAŞKANLIĞI'NA

BİLİRKİŞİ EK RAPORU



DOSYA NO : 2010/410 Esas

DAVACILAR : 1- Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.  
2- Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımları A.Ş.

VEKİLİ : Av. Necdet Budak

DAVA KONUSU : Öz Sermaye Tespiti

AÇIKLAMALAR VE TALEP :

**Tespit Talebinde Bulunan Şirketler** vekili, **13.07.2010** havale tarihli dilekçesinde özetle; "SPK'nın birleşme ile ilgili seri I, 31 nolu tebliğinin 6. maddesi kapsamında şirketlerin birleşme işleminin gerçekleştirilmesi için her iki şirketin öz kaynaklarının tespitine yönelik talep doğrultusunda bilirkişi incelemesi yaptırılarak öz kaynakların tespitine ilişkin bilirkişi raporunun dosyaya sunulduğu; müvekkil şirketlerin birleşme işlemleri açısından dosyaya sunulan tespit raporuna dayanak teşkil eden Uzman Kuruluş Raporunda Sermaye Piyasası Kurulu tespit ve tavsiyeleri uyarınca düzeltmeler yapıldığı..." hususlarını beyanla, öz kaynak tespitinin dosyaya sunulan ve SPK'nın tespit ve tavsiyeleri doğrultusunda yeniden düzenlenen Uzman Kuruluş Raporu doğrultusunda yapılmasını talep etmiştir.

EK İNCELEME :

Davacı şirketler vekilinin ek inceleme talebi doğrultusunda ve dava dosyasına sunulu Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin "Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar AŞ. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği AŞ. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporuna Ek Rapor" verilerinden hareketle hazırlanan işbu ek raporumuzda, kök raporda aktarılan birleşme ve değiştirme oranlarının aşağıda listelenen varsayımlarla yeniden hesaplanan sonuçları yer almaktadır.

- Piyasa çarpanları analizinde Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. 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;
- Piyasa çarpanları analizinde Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği değerinin tespitinde kullanılan yurt içi benzer şirketlere eşit ağırlık verilerek hesaplamalarda kullanılması;
- Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.'nin birleşmeye esas alınacak değerlerinin, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemleri ile bulunan piyasa değerleri kullanılarak tekrar hesaplanıp, karma yöntemle yeni birleşme oranlarının elde edilmesi;

- (d) 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.

## 1- Benzer Şirketler Yöntemine Göre Hesaplama

### 1.1. Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. Piyasa Değerinin Hesaplanması

Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. paylarının 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 şirket payının fiyatı 158,52 TL olarak hesaplanmaktadır. Buna göre Galatasaray Spotif A.Ş.'nin sermayesi olan 2.035.000 ile çarpıldığında da şirketin değeri 322.588.200 TL olarak hesaplanmaktadır.

(Uzman Kuruluş Raporunda, anılan tarihler itibarıyla listelenen "Düzeltilmiş Günlük Ağırlıklı Ortalama Fiyatlar" aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir)

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	<b>Ort.Fiyat</b>	<b>158.52</b>
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 ise; 1 TL nominal değerli Galatasaray Sportif A.Ş. payının değeri 144,76 TL; şirket sermayesi olan 2.035.000 ile çarpıldığında da şirket değeri 294.586.600 TL olarak bulunmaktadır.

“Uzman Kuruluş Raporunda” Galatasaray Sportif A.Ş.’nin Profesyonel Futbol Takımını ve Futbol Akademisinin devralma öncesi ve sonrası yapısının önemli ölçüde farklılık gösterdiği vurgulanmakta; bu nedenle şirket 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 kullanılmasının uygun görüldüğü belirtilmektedir.

Bu çerçevede hesaplanan 322.588.200 TL'nin, birleşme oranı hesaplamasında Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. özkaynak değeri olarak kullanıldığı görülmektedir.

## 1.2. Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. Piyasa Değerinin Hesaplanması

GS Futbol AŞ.’nin piyasa değerinin bulunmasında, kıyaslanabilir olması sebebiyle Beşiktaş Futbol’a ve GS Sportif’e ait piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Kök raporda aktarılan Beşiktaş Futbol ve Galatasaray Sportif verileri aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir:

(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
Beşiktaş Futbol	1,5
GS Sportif AŞ.	4,0
Ağırlıklı Ortalama	2,8

Piyasa çarpanları analizinde Beşiktaş Futbol ve Galatasaray 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 AŞ.	103,1	-81,4	37,9	-43,5	-98,4	-104,0	70,6



	Firma Değeri / Net Satışlar
<b>Benzer Şirketler Çarpan Ağır. Ort.</b>	2,8
<b>GS Futbol A.Ş. Firma Değeri (Mn TL)</b>	287,0
<b>GS Futbol A.Ş. Net Borç (-) (Mn TL)</b>	70,6
<b>GS Futbol A.Ş. Piyasa Değeri (Mn TL)</b>	<b>216,4</b>

Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. 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 şirket için olası piyasa değeri 216.350.990 TL olarak hesaplanmıştır.

### 1.3. Benzer Şirketler Yöntemine Göre Birleşme Hesabı

#### 1.3-a) Şirketlerin İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak Değeri ve Sermayeleri

Benzer Şirketler Yöntemi'ne göre talep sahibi şirketlerin birleşme oranlarının yurt içindeki benzer şirketlere eşit ağırlık verilerek hesaplanması durumunda ulaşılabilecek sonuçlar aşağıda sunulduğu gibidir:

Benzer Şirketler Yöntemine göre Galatasaray Sportif ve Sınai Yatırımlar A.Ş. piyasa değerinin hesaplamasında, şirketin İMKB'da işlem görmesi sebebiyle, futbol takımının satın alınabileceğine ilişkin duyurunun özel durum açıklaması ile KAP'ta yayımlanmasından sonraki ağırlıklı ortalama fiyatlar kullanılarak, Galatasaray Sportif A.Ş. özkaynak değeri 322.588.200 TL, yurt içi benzer şirketler çarpanlarına eşit ağırlık verilerek Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. özkaynak değeri ise 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. Galatasaray Sportif A.Ş.'nin payına Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş.'den intikal eden herhangi bir özkaynak değeri bulunmayıp, Galatasaray Sportif A.Ş.'nin özkaynak değeri Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. iştirak oranında (%77,22838) arındırılmıştır.

Yapılan arındırma işlemleri sonucunda, GS Sportif A.Ş.'nin özkaynak değerinden 249.129.635 TL'lik kısmı çıkartılmış ve bu şirket için 73.458.565 TL netleştirilmiş özkaynak değeri rakamına ulaşılmıştır. Aynı işlem Galatasaray Sportif A.Ş.'nin netleştirilmiş sermayesine ulaşmak için tekrarlanmış ve Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş.'nin iştirak oranı kadar olan kısmı (%77,22838) Galatasaray Sportif A.Ş.'nin sermayesinden çıkartılmış ve şirket için 463.403 TL netleştirilmiş sermayeye ulaşılmıştır.

Ana ortaklığı ait özkaynak değeri olan 216.350.990 TL Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. için netleştirilmiş özkaynak değeri, şirket sermayesi olan 143.602.000 TL de 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 İsbet 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 sonucunda; davacı şirketler 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
<b>TOPLAM</b>	<b>538.939.190</b>	<b>289.809.555</b>	<b>100,0000%</b>		

### 1.3-b) Hesaplanan Birleşme Oranı

$$BO = \frac{73.458.564,62}{73.458.564,62 + 216.350.990,41} = \%25,3472$$

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

### 1.3-c) Birleşme Sonrası Sermaye Miktarı

$$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} = 463.402,50 / 0,253472 = \mathbf{1.828-.220,76 TL}$$

Galatasaray Sportif ve Sınai Yatırımlar A.Ş.'nin netleştirilmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle ulaşılan birleşme sonrası sermaye tutarı 1.828.220,76 TL olarak hesaplanmaktadır.

### 1.3-d) Birleşme Sonrası Galatasaray Sportif A.Ş. Sermaye Azaltım Tutarı

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

Sermaye azaltımı Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. portföyündeki Galatasaray Sportif ve Sınai Yatırımlar A.Ş. paylarından yapılabilecektir.

## 2- Karma Yönteme Göre Hesaplama

Bu yöntemde davacı şirketler için İNA ve piyasa çarpanları (benzer şirketler) yöntemlerinden hareketle elde edilen piyasa değerleri kullanılarak şirketler için birleşmeye baz özkaynak değerleri ve birleşme oranı yeniden hesaplanmıştır.

### 2.1. **Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. Piyasa Değerinin Hesaplanması**

Kök raporumuz ve 08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'nda belirtildiği üzere; Galatasaray Sportif A.Ş. piyasa değeri İNA yöntemine göre 31.576.782 TL olarak hesaplanmıştır.

İNA ile ulaşılan değer ve piyasa arasında önemli farklılık bulunmakta olup; İNA yöntemi ile daha düşük değere ulaşılmışının açıklamasının aşağıda yer aldığı gibi sunulduğu görülmektedir.

*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 takımının 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; Galatasaray Sportif A.Ş.'nin futbol takımları 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 değerinin kullanıldığı; buna göre de Uzman Kuruluş Raporu'nun 6.2.1.1. Varsayımlar bölümünde detaylı olarak yer verilen %9,12 indirgeme oranının hesaplandığı görülmektedir.

Galatasaray Sportif A.Ş. benzer şirketler yöntemine göre, şirketin 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, Galatasaray Sportif ve Sınai Yatırımlar A.Ş. değeri olarak 322.588.200 TL kullanılmıştır.

## **2.2. Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. Piyasa Değerinin Hesaplanması**

Kök raporumuz ve 08.06.2010 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'nda belirtildiği üzere; Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. piyasa değeri, İNA yöntemine göre 106.109.422 TL olarak hesaplanmıştır.

Bu şirketin İNA ile hesaplanan değerinin Galatasaray Sportif A.Ş.'nin İNA değerine göre daha yüksek çıkmasının sebebi aşağıdaki gibi açıklanmaktadır.

*Hazırlanan projeksiyonlarda GS Sportif'in tüm gelir ve giderleri tam konsolidasyon kapsamında GS Futbol mali tablosunda yer almasının yanı sıra, 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.*

Galatasaray Sportif A.Ş. için İNA ile hesaplanan değer 31.576.782 TL olmasına karşın piyasa değeri olarak karma yöntem ile hesaplamada 322.588.200 TL kullanılmıştır.

Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. için Karma yönteme göre piyasa değeri hesaplamasında, bu şirket için hesaplanan İNA değerinden, Galatasaray Sportif A.Ş. için hesaplanan İNA değeri düşülerek, Galatasaray Sportif A.Ş. hariç İNA değeri hesaplanmıştır.

Bu değere, Galatasaray Sportif A.Ş. piyasa değeri iştiraki oranında eklenerek Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. için piyasa değeri aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi 330.852,821 TL olarak hesaplanmıştır.

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
-------------------------------	-------------

### 2.3. Karma Yönteme Göre Birleşme Hesabı

#### 2.3-a) Şirketlerin İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak Değeri ve Sermayeleri

Karma Yönteme göre Galatasaray Sportif A.Ş. için özkaynak değeri 322.588.200 TL, Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. için 330.852.821 TL kullanılmıştır.

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

Birleşme oranlarının karma yönteme göre hesaplanması durumunda ulaşılabacak sonuçlar aşağıda sunulduğu gibidir:

Şirketlerde her bir ortak için karma yönteme göre netleştirilmiş özkaynak ve netleştirilmiş sermayeye ulaşıırken, iştirakleri oranında arındırma yapılmıştır.

Galatasaray Sportif A.Ş.'nin payına Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş.'den intikal eden herhangi bir özkaynak değeri bulunmamasıyla birlikte, Galatasaray Sportif A.Ş.'nin özkaynak değeri Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. iştirak oranında (%77,22838) arındırılmıştır.



Yapılan arındırma işlemleri sonucunda, GS Sportif A.Ş.'nin özkaynak değerinden 249.129.635 TL'lik kısmı çıkartılmış ve bu şirket için 73.458.565 TL netleştirilmiş özkaynak değeri rakamına ulaşılmıştır. Aynı işlem Galatasaray Sportif A.Ş.'nin netleştirilmiş sermayesine ulaşmak için tekrarlanmış ve Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş.'nin iştirak oranı kadar olan kısmı (%77,22838) Galatasaray Sportif A.Ş.'nin sermayesinden çıkartılmış ve şirket için 463.403 TL netleştirilmiş sermayeye ulaşılmıştır.

Ana ortaklığı ait özkaynak değeri olan 330.852.821 TL Galatasaray Spor ve Futbol A.Ş. için netleştirilmiş özkaynak değeri, şirket sermayesi olan 143.602.000 TL de 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
<b>TOPLAM</b>	<b>653.441.021</b>	<b>404.311.386</b>	<b>100,0000%</b>		

### 2.3-b) Hesaplanan Birleşme Oranı

$$BO = \frac{73.458.564,62}{73.458.564,62 + 330.852.821,13} = \%18,1688$$

Kullanılan varsayımlarla bu yönteme göre, Galatasaray Sportif A.Ş.'nin netleştirilmiş özkaynak değerinin, netleştirilmiş toplam özkaynak değerine bölünmesi ile birleşme oranı % 18,1688 olarak hesaplanmaktadır.

### 2.3-c) Birleşme Sonrası Sermaye Miktarı

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

Galatasaray Sportif ve Sınai Yatırımlar A.Ş.'nin netleştirilmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesiyle ulaşılan birleşme sonrası sermaye tutarı 2.550.538,64 TL olarak hesaplanmaktadır.

### 2.3-d) Birleşme Sonrası Galatasaray Sportif A.Ş. Sermaye Artırım Tutarı

Devralan GS Sportif Sermaye Azaltım Tutarı = 2.550.538,64 - 2.035.000,00 = 515.538,64 TL

### 2.3-e) Değişirme Oranı

D.O. = 515.538,64 / 143.602.000,00 = 0,00359005197

Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.'de artırılabak 515.538,64 TL tutarındaki sermaye Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ortaklarına verilecektir. Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ortakları artırılan sermayeden elinde bulundurdukları 1 pay karşılığında 0.00359005197 pay Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payı alacaktır.

Ayrıca Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği ortakları, şirket portföyünde bulunan 1.571.597,50 TL nominal değerli Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payını Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.'deki payları oranında paylaşacaktır.

1 TL nominal değerli Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. payı için 0,01094411985 adet Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payı alacaktır.

Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek paylar ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. portföyündeki Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payları da dahil olmak üzere, Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ortağı 1 pay için 0,01453417182 adet Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payı alacaktır.

### 2.3-f) Davacı Şirketlerin Ortaklarının Birleşme Sonrası Ulaşılabak Sermayedeki Payları

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

## SONUÇ :

Davacı şirketlerin ek inceleme talebi doğrultusunda ve tespit dosyasına sunulu Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. "Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar AŞ. ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği AŞ. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporuna Ek Rapor" verilerinden hareketle; ayrıntıları yukarıda aktarılan açıklama ve hesaplamalar sonucunda;

- 1- Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.'nin 28.02.2010 tarihli düzeltilmiş mali tabloları üzerinden, mevcut aktif ve pasiflerinin kül halinde Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.'ne devredilmesi durumunda şirket yönetimlerinin talepleri çerçevesinde hesaplanan birleşme oranlarının aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi olduğu;

Yöntem	Birleşme Oranı (%)	Sermaye Artırım Tutarı (TL)	Birleşme İşlemi Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye (TL)
Özkaynak Yöntemi	-	-	-
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

- 2- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, Benzer Şirketler Yöntemi ve Karma Yönteme göre hesaplanan birleşme oranlarına eşit ağırlık verilerek elde edilen birleşme oranının, aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi %16,6208 olarak hesaplandığı

Yöntemler	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Birleşme Oranı (%)
Özkaynak Yöntemi	0,000	-
İNA Yöntemi	33,333	2,1155
Piyasa Çarpanları Yöntemi	33,333	8,4491
Karma Yöntem	33,333	6,0563
<b>Sonuç</b>	<b>100,000</b>	<b>16,6208</b>

- 3- %16,6208 Birleşme Oranına göre hesaplanan birleşme sonrası sermaye, sermaye artırım tutarı ve değiştirme oranı hesaplamalarının ise aşağıda sunulduğu gibi olduğu;

a) **Birleşme Sonrası Sermaye** = GS Sportif A.Ş. Netleştirilmiş Sermayesi / B.O.

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

b) **Birleşme Sonrası Devralan Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. Sermaye Artırım Tutarı**

$$2.788.084,38 - 2.035.0000,00 = \mathbf{753.084,38 \text{ TL}}$$

c) **Değiştirme Oranı** = 753.084,38 / 143.602.000,00 = **0,00524424715**

- 4- Yukarıda sunulan hesaplamalar çerçevesinde; Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.'de artırılabilecek 753.084,38 TL tutarındaki sermayenin, Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ortaklarına verileceği; Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ortaklarının artırılan sermayeden elinde bulundurdukları 1 pay karşılığında 0.00524424715 pay Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payı alacakları;

- 5- Ayrıca Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği ortaklarının, şirket portföyünde bulunan 1.571.597,50 TL nominal değerli Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payını Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş.'deki payları oranında paylaşacakları; 1 TL nominal değerli Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. payı için 0,01094411985 adet Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payı alacakları

- 6- Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek paylar ve Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. portföyündeki Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payları da dahil olmak üzere, Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. ortağının 1 pay için 0,01618836699 adet Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. payı alacağı;
- 7- Davacı şirketlerin ortaklarının birleşme sonrası ulaşılacak sermayedeki paylarının da aşağıda hesaplandığı gibi olacağı;

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

takdiri Yüce Mahkemeye ait olmak üzere saygıyla sunulur. 28.07.2010

T.C.  
İSTANBUL  
ONUNCU TİCARET MAHKEMESİ  
Sayı:.....

**Naci Çetin PELEN**  
Hukukçu  
Emekli Mahkeme Başkanı



**BİLİRKİŞİ KURULU**

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



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

