

## BİRLEŞEREK TEMETTÜ YÜKÜNDEN KURTULACAKLAR

Spor endeksinin geçen yılı %80'lik bir artışla kapamasıyla parlayan yıldızında, şirketlerin birleşme ve yeni projelerle gelirlerindeki yüksek artış beklentileri etkin olmuştur.

İçinde bulunduğumuz futbol sezonu için yapılan transferler , Spor toto süperliği, Şampiyonlar Ligi ve UEFA ligi durumları, hedefleri, televizyon yayın ihalesinde yayın hakkının rekor seviyede gerçekleşmesi ile kasalarına girecek olan paralar, arazi ve spor tesisi gelirleri beklentileri sektör hisselerini flaş yapmıştı aynı durumun bu senede devam etmesi ve birleşme işlemlerinin hızlanmasından dolayı bu yılda flaş sektör konumları devam ettiriyorlar.

IMKB'nin en yüksek kapanışı yaptığı 11 Kasım tarihinden 11 mart 2011'e kadarlık süreçte IMKB-100 endeksi %8,9'luk gerileme gösterirken, aynı zaman diliminde Bilişim sektöründeki %42'lik artışın ardından spor endeksi %30'luk değer artışı ile ikinci sırada yer almıştır.

2002'da Galatasaray ve Beşiktaş ile başlayan futbol kulüplerinin halka arzı, 2004'te Fenerbahçe ve 2005'te de Trabzonspor'un arzı devam etmiş şimdilerde Bursaspor hazırlık içine girmiştir.

Spor kulübü olmaları nedeniyle taraftarlarının temettü kaygısı içinde olmaksızın kulüplerinin hisselerini alacağını düşünen kulüpler, bol temettü vaatinde bulunuyorlar ama IMKB'nin de global borsalar arasında olduğunu ve klupçülüğün piyasada çalışmayacağını herhalde bilmiyorlardı.

### Hatadan dönme hesapları...

Beşiktaş dışındaki Galatasaray, Fenerbahçe ve Trabzon'nun biçimsel farklılıkları olsa da halka açılma yöntemleri aynıydı. Beşiktaş dışındakiler Kulübün elde ettiği gelirleri, ticari kazançları, borsaya açtıkları Futbol A.Ş'ye yada sportif A.Ş'ye devir ve temlik edecek,

Tüm giderler ise kulüp bünyesinde kalacaktı yani gider tarafı olmayan bir halka açılma yöntemini tercih ettiler. Beşiktaş ise futbol şubesinin tüm aktif ve pasifiyle yeni kurulan şirkete devretmişti.

Bu farklılık Beşiktaş'ın karlılığının neredeyse tamamen kalkmasına , Diğer kulüplerin inanılmaz karlı görünmelerine neden olurken, Fener ve Trabzon'da giderlerin amortismanlar düşüldükten sonra kalan kısmın gelirlerin %10'unu geçemeyeceğini bile ana sözleşmeyle garanti altına almayı tercih ettiler.

Bu yatırımcılar açısından inanılmaz bir gelişmeydi temettüleri %100 garantiydi. Hatta sanki bir gelir ortağı senedi yakıştırmaları bile yapıyordu. Tek bacaklı bu sistem yanlıştı. Çünkü Beşiktaş dışındakilerin seçtikleri yöntem kulüplerin aktiflerinin sürekli erimesine neden olurken, üçüncü kişilere temettü dağıtma zorunluluğu klüp dışına nakit fon çıkışına neden oluyordu, bu süreç sonunda kulüplerin kendi fonlarına öngörülemez boyutlarda faiz ve vergi ödemelerine neden oluyordu.

Temettü peşimdeki yatırımcılar için bu hisseler inanılmaz derecede cazipti ve ilgilinin artmasına neden oldu. Temettü verimlilikleri kıyaslanamayacak derece de yüksekti.

**BİRLEŞEREK TEMETTÜ YÜKÜNDEN KURTULACAKLAR**

	Halka Arz Şekli	Oranı %	Hasılat	Halka arz Fiyatı
GSRAY	Ortak Satışı	16,00	28.327.200	87.000
BJKAS	Sermaye Artırımı	15,00	18.773.750	57.500
FENER	Ortak Satışı	15,00	39.375.000	10.500
TSPOR	Ortak Satışı	25,00	32.812.500	5,25

GSRAY	Temettü Tutarı (TL)	
	Nakit Ödenen	
	Brüt	Net
2001	29.448.250,00	27.828.596,25
2002	31.847.750,00	28.344.497,50
2003	46.159.905,00	41.082.315,45
2004	27.625.125,00	0,00
2005	20.675.595,00	17.574.255,75
2006	14.041.500,00	11.935.275,00
2007	14.082.200,00	11.969.870,00
2009	19.474.950,00	16.560.830,00
2009	15.277.540,80	12.986.011,44
	<b>218.632.815,80</b>	<b>168.281.651,39</b>

FENER	Temettü Tutarı (TL)	
	Nakit Ödenen	
	Brüt	Net
2003	11.206.763,71	10.086.012,34
2004	45.350.288,27	40.815.259,44
2005	44.671.714,96	37.969.332,75
2006	45.799.408,70	38.929.422,40
2007	52.396.527,27	44.537.000,00
2008	58.148.180,00	49.425.578,00
2009	56.759.214,55	48.245.219,87
	<b>314.332.097,46</b>	<b>270.007.824,79</b>

TSPOR	Temettü Tutarı (TL)	
	Nakit Ödenen	
	Brüt	Net
2005	21.521.930,00	18.293.640,00
2005	7.019.346,35	6.317.586,72
2006	27.673.457,00	23.522.463,45
2009	88.359.106,00	75.104.240,11
	<b>144.573.839,35</b>	<b>123.237.930,28</b>

**102 mn dolarlık gelire karşılık 300 mn dolarlık temettü dağıttılar.**

Dört kulübümüzün halka arz gelirleri 88.6 milyon dolarken bugüne kadar bu kulüplerimizin dağıttıkları brüt temettü tutarı ise 345 milyon dolardır. Ödenen temettülerden kulüp dışına çıkan kısım 78.6 milyon dolardır. Nakit açığındaki bu şirketler temettü finansmanı için nakit arayışlarını banka kredilerine kadar ulaştırdılar.

**2012- 2013 sezonundan itibaren UEFA Finansal Fiar Play uygulanacak olması Beşiktaş haricindeki kulüplerin birleşme çabalarının artmasına neden olmuştur.**

Beşiktaşım dışındaki kulüplerin önünde iki yol vardı. Ya kulübe Sportif A.Ş. doğrudan borç para verecekti ya da Sportif A.Ş. yıl sonunda vereceği temettüyü iskonto ederek, avans mahiyetinde kulübe borç para verecekti.

Bu iki yöntemi beğenen kulüpler önce kulüp gelirleri Sportif A.Ş.'ne devir ve temlik olunuyor. Sportif A.Ş. bu gelirlerin bir kısmını temettü olarak; bir kısmını da kulübe borç vererek kulübe geri dönderiyor. Bir kısmını da mali yatırımcılara temettü olarak dağıtıyor. Kulüp Sportif A.Ş.'den sağladığı fonlar karşılığında tekrar Sportif A.Ş.'ne faiz ödemeye başlıyor. Bu ilişki bu şekilde devam edip gidiyor.

Sportif A.Ş.'lerin kulübü fonlama yollarından birisi de; Sportif A.Ş.'lerin yıl sonunda dağıtacakları temettü karşılığında, bu şirketlerin bankalara borçlandırılarak, bu şekilde temin edilen kredilerin kulübe kullanılması yöntemi...Bu yöntem aynı zamanda Sportif A.Ş.'lere finansman maliyeti doğurduğundan doğal olarak temettüler de azalmaya başladı.

## BİRLEŞEREK TEMETTÜ YÜKÜNDEN KURTULACAKLAR

Beşiktaş dışındaki üç Sportif A.Ş.'nin kulüplere aktardığı toplam alacak tutarı 506 milyon TL'na ulaşmış olduğunu görüyoruz. Beşiktaş dışındaki 3 Sportif A.Ş. toplam aktiflerinin %67'sine karşılık gelen fonları derneğe ve Futbol A.Ş.'ne aktardılar.

Beşiktaş dışındaki kulüplerin Sportif A.Ş.'lere olan borçlarının bu denli yüksek olması; derneklerin bu fonları futbol şubelerinin finansmanında kullandıklarını gösteriyor.

Şirketlerin zararının gittikçe artması ve SPK Başkanının uyarısı ile klüpler zarardan dönme çabasına girmişlerdir.

İşte bu nedendir ki, kulüpler bir an önce Sportif A.Ş.'lerini, Futbol A.Ş. ile birleştirerek, fonların kulübe geri dönmesini sağlamaya çalışmaktadırlar. Ancak SPK kanunlarına göre "Çağrı" zorunluluğu bulunması nedeniyle bunun kulüplere çok önemli maliyetleri bulunmaktadır.

Bu nedenle ilk adımı Ekim 2010'da Galatasaray yapmış birleşme için beş bankadan 6.5 yıl vadeli 70 milyon dolarlık kredi sağlamış bu krediyle borsada işlem gören hisselerinin önemli bir kısmını çağrı yoluyla geri alırken, %37.05 olan halka açıklık oranını %17'ye düşürmüş ve sonuçta Sportif AŞ ile Futbol AŞ'yi de birleştirmiştir.

Türk Telekom Arena gelirleri, Riva ve Florya arazilerine yönelik beklentiler hisseye olan ilgilinin devamına neden olmaktadır.

Bu dönemde şirket hisseleri Mayıs ayında 181 TL civarındayken, geri çağırmanın da etkisiyle 430 TL'ye kadar yükselmiştir.

Ardından Fenerbahçe'de "Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret AŞ'nin, UEFA kriterleri gereği olarak kulübün futbol şubesi olarak yapılandırılmasına imkan sağlamak üzere yapılacak ana sözleşme tadilleri ve şirket birleşmesi öncesinde halka açık hisseler için gönüllü çağrı yapılmasına karar vermiştir.

Fenerbahçe'ye çağrı işlemi için 165 mn dolarlık kaynak gerekmektedir. Bu dönemde şirket hisseleri 58 TL civarındayken, geri çağırmanın da etkisiyle 99,50 TL'ye kadar yükselmiştir

Son olarak da Trabzonspor Yönetim Kurulu , TS Sportif'teki halka açık hisselerin satın alınması için 18,84 TL'den "gönüllü çağrı" yapmaya karar vermiştir. Holdingleşme beklentileri de şirkete olan ilginin artmasına neden olmaktadır.

Trabzonspor'a çağrı işlemi için 120 mn dolarlık kaynak gerekmektedir. Bu dönemde şirket hisseleri 18 TL civarındayken, geri çağırmanın da etkisiyle 29,50 TL'ye kadar yükselmiştir

Bu üç adımda şirketlerin fiyat hareketlerini olumlu etkilemektedir.

**M. Baki ATILAL**  
**Araştırma, Müdür**  
**m.baki@turkishyatirim.com**  
**+ 90 212 315 1071**

**Araştırma Bölümümüzün Hazırladığı Diğer Raporlarımıza**  
**[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)**  
**[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)**  
**adreslerinden ulaşabilirsiniz.**