



DANIşMANLIK HİZMETLERİ

**Isparta Yurt Yatırımları A.ř.**

**şirket Değerleme Raporu**

**25 Ocak 2021**

[danismanlikyonetimofisi@tskb.com.tr](mailto:danismanlikyonetimofisi@tskb.com.tr)



## ÖNEMLİ BEYAN

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan işbu değerlendirme çalışması ("Rapor"), potansiyel şirket satın alma işlemine yönelik Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Akfen GYO) talebi doğrultusunda Isparta Yurt Yatırımları A.Ş.'nin (Isparta Yurt Yatırımları, Firma) şirket değerlemesine yönelik Akfen GYO yetkilileri tarafından Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'ye iletilmiş olan belge ve bilgilere ve yetkililerinin sorularımıza verdiği yanıtlara dayanılarak hazırlanmış olup, bu belge, bilgi ve yanıtların tamlığı ve doğruluğundan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Akfen GYO tarafından sağlanan bilgiler ile Akfen GYO yetkililerinin yanıtları tarafımızca kontrol edilmemiş ve denetimden geçirilmemiştir. İncelememize sunulan belgelerin orijinal olup olmadıkları ayrıca tetkik edilmemiştir. Raporun hazırlanmasında mümkün olduğunca Akfen GYO tarafından yazılı biçimde sağlanan bilgilere dayanarak çıkarımlar yapmaya; fakat yazılı biçimde bilgi edinilmesi imkânı bulunmayan hallerde Akfen GYO yetkilileri tarafından sözlü olarak iletilen bilgilere dayanarak tespitler yapmaya gayret edilmiştir. Rapordaki bilgiler, Akfen GYO yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Rapordaki bilgilerin yetersiz, eksik olması kat'i ya da tam olmaması nedeniyle sorumlu tutulamaz. Bilgiler ya da bilgilerin değerlendirilmesi ile elde edilen herhangi bir sonuçtan dolayı 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacaktır. Bu dokümanın gönderilmesi bu dokümanın içeriğinin tam, uygun veya geçerli olduğu anlamında yorumlanamayacağı gibi, bilgilerin doğruluğu hakkında açık veya dolaylı garanti oluşturduğu anlamına gelmez.

Raporda yer alan ve önemli bulgular ve kısıtlar bölümünde değinilen hususlar ve konular ile ilgili olarak iletilen bilgi belgelerdeki eksikler, tutarsızlıklar ve diğer konulardan dolayı Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. sorumlu tutulamaz. Söz konusu bölümde değinilen konulara ilişkin 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı da TSKB sorumlu olmayacaktır.

Değerleme çalışması, bir tavsiye vermeye ya da kredi temini önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Akfen GYO'nun talep ettiği analizlere yöneliktir. Raporumuz, finansal kurumlara yönelik olarak Firmanın finanse edilebilirliği veya buna yönelik şartlara ilişkin olarak herhangi bir görüş veya tavsiye içermemektedir.

Değerleme çalışmasının Akfen GYO tarafından üçüncü şahıslara gösterilmesi, verilmesi, çoğaltılması, yayımlanması ve dağıtılması ile kamu, finansal kurumlar ve/veya diğer kişi/kuruluşlar nezdinde kullanılması TSKB'nin önceden onayının (değerlemenin sermaye piyasası mevzuatı dışında kalan hallerde) alınması şartıyla mümkün olmakla birlikte bu hakların kullanımı sebebi ile gerek Akfen GYO gerekse üçüncü kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacak; Akfen GYO, TSKB'nin bu sebeple bir bedel ödemek zorunda kalması halinde TSKB'nin ilk talebinde bu zarar-ziyanı karşılayacaktır.

Söz konusu rapor ile ilgili fikri ve sınai mülkiyet ve bağlantılı hakları münhasıran TSKB'ye aittir.

  
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.  
M. Ziya Gökalp Cad. No: 427 Kat: 4 427 İstanbul  
Tic. Sic. No: 270900 Sınai Sic. No: 423271 www.tskb.com.tr

**Danışmanlık Hizmeti Sağlayıcı:**

**Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.**

Meclisi Mebusan Cad. No:81 Fındıklı

34427 Beyoğlu İstanbul

Tel: 0212 334 5050

Web: <http://www.tskb.com.tr/>

**Danışmanlık Hizmetini Alan:**

**Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Sanayi Büyükdere Cad. Levent Loft C Blok

No:201 34415 Kağıthane İstanbul

Raporumuz, **31 Aralık 2020** tarihinde **Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.** ve **Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

**ÖNEMLİ BULGULAR VE KISITLAR**

1. Değerleme varsayımlarının gerçekleşmemesi durumunda, öngörülen ve realize olan sonuçlar arasında farklılıklar olabileceğini belirtmek isteriz.
2. COVID-19 sürecinin değerlemeye konu şirketin (Isparta Yurt Yatırımları) finansal durumu ve faaliyetleri üzerinde etkileri olabileceği dikkate alınmalıdır. Rapor tarihi itibarıyla değerlendirme varsayımlarımız mevcut ekonomik koşullar ve piyasa koşullarına dayanmaktadır. Ekonomik konjonktürdeki olası dalgalanmalar varlık değer hesaplamalarında belirsizlikler yaratabilmektedir. Bu doğrultuda, çalışmalardan elde edilen bulguların değişime açık olacağını belirtmek isteriz.



## İÇİNDEKİLER

|                                                                |           |
|----------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>GİRİŞ VE KAPSAM .....</b>                                   | <b>6</b>  |
| Yöntem .....                                                   | 7         |
| Yönetici Özeti.....                                            | 8         |
| Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı .....                        | 8         |
| Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları.....                      | 9         |
| Değerleme Sonucu .....                                         | 11        |
| <b>SEKTÖREL GÖRÜNÜM.....</b>                                   | <b>12</b> |
| Eğitim ve Yurtlar Sektör Analizi .....                         | 13        |
| Yükseköğretim Kurumları .....                                  | 13        |
| Yükseköğretim Öğrenci Sayıları .....                           | 14        |
| Okullaşma Oranı .....                                          | 17        |
| <b>MEVCUT DURUM ANALİZİ .....</b>                              | <b>23</b> |
| Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı .....                        | 24        |
| Mevcut Durum Analizi .....                                     | 25        |
| <b>GELECEĞE YÖNELİK VARSAYIMLAR VE DEĞERLEME .....</b>         | <b>30</b> |
| Değerleme Yöntemleri .....                                     | 31        |
| İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme .....          | 32        |
| Projeksiyon Varsayımları .....                                 | 32        |
| Duyarlılık Analizi .....                                       | 43        |
| Net Aktif Değer (Dayanak Varlık) Yöntemine Göre Değerleme..... | 43        |
| <b>DEĞERLEME SONUCU .....</b>                                  | <b>45</b> |
| Değerleme Sonucu .....                                         | 46        |
| <b>EKLER.....</b>                                              | <b>47</b> |
| Ek:1 İndirgeme Oranı ve Bileşenlerinin Belirlenmesi .....      | 48        |
| Ek:2 UFRS'ye Göre Düzenlenmiş Mali Tablolar .....              | 51        |
| Ek:3 Vergi Usul Kanunu'na Göre Düzenlenmiş Mali Tablolar.....  | 53        |

## GRAFİK LİSTESİ

|                                                                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Grafik 1: 2020 Yılı Bölgeler Bazında Üniversite Sayısı ve Dağılımı .....                                        | 13 |
| Grafik 2: 2020 Yılı İller Bazında Üniversite Sayısı ve Dağılımı .....                                           | 14 |
| Grafik 3: Öğrenim Düzeylerine Göre Öğrenci Sayısı (Bin Adet) .....                                              | 15 |
| Grafik 4: Üniversite Türüne Göre Öğrenci Sayısı Gelişimi .....                                                  | 15 |
| Grafik 5: Kütahya İlinde Yer Alan Üniversitelerde Öğrenim Gören Öğrenci Sayıları .....                          | 16 |
| Grafik 6: Isparta İlinde Yer Alan Üniversitelerde Öğrenim Gören Öğrenci Sayıları .....                          | 16 |
| Grafik 7: Yükseköğretim Okullaşma Oranları Net (%) .....                                                        | 17 |
| Grafik 8: Yükseköğretim Kontenjan ve Yerleşme Sayıları .....                                                    | 18 |
| Grafik 9: Isparta ve Kütahya'da Yer Alan Üniversite Doluluk Oranlarının Ülke Geneli İle Karşılaştırılması ..... | 19 |
| Grafik 10: Mevcut Yıllar Ciro ve FAVÖK Gelişimi .....                                                           | 28 |
| Grafik 11: Projeksiyon Yılları Ciro ve FAVÖK Öngörülleri .....                                                  | 37 |

## TABLO LİSTESİ

|                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tablo 1: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık Yapısı (2020/9 İtibarıyla) .....                                 | 8  |
| Tablo 2: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık ve Sermaye Tablosu (Kronolojik) .....                            | 8  |
| Tablo 3: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri .....                                               | 11 |
| Tablo 4: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri .....                                  | 11 |
| Tablo 5: Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri .....                                 | 11 |
| Tablo 6: Yükseköğretim Kurumları Kontenjan Sayıları .....                                                   | 18 |
| Tablo 7: Türkiye'deki Yurt Sayıları, Kapasite ve Konaklayan Öğrenci Sayısı Bilgileri (2019-2020) .....      | 20 |
| Tablo 8: Türkiye'deki Özel Yurt Sayıları, Kapasite ve Konaklayan Öğrenci Sayısı Bilgileri (2019-2020) ..... | 20 |
| Tablo 9: Kredi Yurtlar Kurumu Yurtlarında Konaklayan Öğrenci Kapasitesi Gelişimi .....                      | 21 |
| Tablo 10: 2020 Yılı Isparta ve Kütahya İlleri Kredi Yurtlar Kurumu Yurtları .....                           | 21 |
| Tablo 11: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık Yapısı (2020/9 İtibarıyla) .....                                | 24 |
| Tablo 12: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık ve Sermaye Tablosu .....                                        | 25 |
| Tablo 13: Isparta Yurt Yatırımları Gelir Tablosu Göstergeleri .....                                         | 25 |
| Tablo 14: Isparta Yurt Yatırımları Bilanço Göstergeleri .....                                               | 26 |
| Tablo 15: Isparta Yurt Yatırımları Maliyet Kırımları .....                                                  | 27 |
| Tablo 16: Yıllık Ortalama TÜFE ve ÜFE Tahminleri .....                                                      | 32 |
| Tablo 17: Projeksiyon Yılları Aylık Kira Tutarları .....                                                    | 34 |
| Tablo 18: Projeksiyon Yılları Gelir Varsayımları .....                                                      | 35 |
| Tablo 19: Projeksiyon Yılları Hizmet Maliyetleri Öngörülleri .....                                          | 36 |
| Tablo 20: Projeksiyon Yılları Özet Karlılık Sonuçları-1 .....                                               | 38 |
| Tablo 21: Projeksiyon Yılları Özet Karlılık Sonuçları-2 .....                                               | 39 |
| Tablo 22: Isparta Yurdu Özet Karlılık Sonuçları .....                                                       | 40 |
| Tablo 23: Kütahya Yurdu Özet Karlılık Sonuçları .....                                                       | 40 |
| Tablo 24: Isparta Yurt Yatırımları Serbest Nakit Akımları-1 .....                                           | 42 |
| Tablo 25: Isparta Yurt Yatırımları Serbest Nakit Akımları-2 .....                                           | 42 |
| Tablo 26: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri .....                                              | 43 |
| Tablo 27: Duyarlılık Analizi .....                                                                          | 43 |
| Tablo 28: Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. Düzeltilmiş Net Aktif Değer .....                                   | 44 |
| Tablo 29: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri .....                                              | 46 |
| Tablo 30: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri .....                                 | 46 |
| Tablo 31: Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri .....                                | 46 |
| Tablo 32: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti .....                                                         | 49 |

## KISALTMALAR

|             |                                                                        |
|-------------|------------------------------------------------------------------------|
| A.Ş.        | Anonim Şirket                                                          |
| AOSM (WACC) | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital) |
| FAVÖK       | Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr                                   |
| FVÖK        | Faiz ve Vergi Öncesi Kâr                                               |
| FD          | Firma Değeri                                                           |
| İNA         | İndirgenmiş Nakit Akımları                                             |
| KDV         | Katma Değer Vergisi                                                    |
| KYK         | Kredi Yurtlar Kurumu                                                   |
| MEB         | Millî Eğitim Bakanlığı                                                 |
| NAD         | Net Aktif Değer                                                        |
| TFRS        | Türkiye Finansal Raporlama Standartları                                |
| TL          | Türk Lirası                                                            |
| TSKB        | Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.                                    |
| TÜFE        | Tüketici Fiyat endeksi                                                 |
| UFRS        | Uluslararası Finansal Raporlama Standartları                           |
| ÜFE         | Üretici Fiyat Endeksi                                                  |
| VUK         | Vergi Usul Kanunu                                                      |
| YKS         | Yükseköğretim Sınav Sistemi                                            |
| YÖK         | Yüksek Öğretim Kurumu                                                  |

## Giriş ve Kapsam



## Yöntem

Bu çalışma, Akfen GYO'nun talebi doğrultusunda Isparta Yurt Yatırımları'nın; Firma Değerini bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemlerini kullanarak belirlemek ve karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamak amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

- **Giriş ve Kapsam**
  - Yönetici Özeti
    - Genel Bilgiler ve Faaliyet Konusu*
    - Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları*
    - Değerleme Sonucu*
- **Sektörel Değerlendirme**
- **Mevcut Durum Analizi**
- **Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme**
  - İndirgenmiş Nakit Akımları
  - Net Aktif Değer (Dayanak Varlık)
- **Değerleme Sonucu**

Bu çalışma kapsamında; Firma tarafından sağlanan bilgiler, sektör verileri ve TSKB tahminleri kullanılmıştır. Şirket değerleme raporu, Firma tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile geçmiş dönem finansal tabloları ve gelecek öngörülerine dayanmaktadır. Çalışmanın hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, Firma kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun dikkate alınması gerekmektedir. Bu Raporun hazırlanmasında kullanılan Firma tarafından sağlanan bütün bilgiler ile yetkililerin yanıtları kontrol edilmemiş ya da denetimden geçmemiştir. Rapordaki analizler, Firma yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır.

Bu raporda Isparta Yurt Yatırımları'nın 2017, 2018 ve 2019 yılları ile 2020 ilk 9 aylık döneme ait finansal verileri için; Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS)'na göre düzenlendiği beyan edilen solo finansal tabloları kullanılmıştır.

Satış ve karlılık analizleri için kullanılan detaylı satış ve maliyet kırılımları ile operasyonlara ilişkin bilgiler ve iş planları Firma yönetimi tarafından sağlanmıştır. Geleceğe yönelik satış ve FAVÖK beklentileri Firma yönetimi öngörülleri, mevcut durum gerçekleştirmeleri ve TSKB beklentileri göz önüne alınarak oluşturulmuştur. Değerleme çalışması Firmanın talebi doğrultusunda ve aynı zamanda faaliyet para birimi olan Türk Lirası cinsinden hazırlanmıştır.



## Yönetici Özeti

### Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Isparta Yurt Yatırımları 2015 yılında yurt işletmeciliği alanında faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuş ve Firmanın güncel durum itibarıyla %100 oranında hissedarı Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.'dir. Firma güncel durumda Isparta ve Kütahya illerinde yer alan yurtlarından kira geliri elde etmektedir.

2015 yılında Isparta ilinde Maliye Hazinesi'nin sahibi olduğu taşınmaz üzerinde Isparta Şehir Hastanesi Yatırım İşletme A.Ş. ("Isparta Şehir Hastanesi")'ye 27 yıl süre ile daimî ve müstakil nitelikte üst hakkı tanınmıştır. Isparta Şehir Hastanesi'nin sahip olduğu üst hakkı doğrultusunda 2015 yılında Isparta Yurt Yatırımları öğrenci yurdunun ve sosyal yaşam merkezinin inşaatı ve yurdun T.C. Gençlik ve Spor Bakanlığı Yüksek Öğrenim ve Yurtlar Kurumu ("Kredi Yurtlar Kurumu", "KYK")'na kiraya verilmesine ilişkin 22 yıllık süreyi kapsayacak şekilde bir sözleşme imzalanmıştır.

Isparta Yurt Yatırımları, 2016 yılında Dumlupınar Üniversitesi'ne ait Kütahya ilinde yer alan özel öğrenci yurdu ve sosyal yaşam merkezi inşaatı ile yurdun işletilmesine ilişkin 29 yıl geçerli olacak irtifak hakkı almıştır. 2018 yılında ise Kredi Yurtlar Kurumu ile 15 yıllık süreyi kapsayan kira sözleşmesi imzalanmıştır.

Isparta Yurt Yatırımları, Isparta ilinde yer alan yurdun kullanım hakkına 2042 yılına kadar, Kütahya ilinde yer alan yurdun kullanım hakkına 2045 yılı sonuna kadar sahiptir.

Isparta Yurt Yatırımları'nın 2020 yılı 9 aylık dönem itibarıyla sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

Tablo 1: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık Yapısı (2020/9 İtibarıyla)

| Ortak Adı                           | Bin TL        | Payı (%)    |
|-------------------------------------|---------------|-------------|
| Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 25.000        | 100%        |
| <b>Toplam</b>                       | <b>25.000</b> | <b>100%</b> |

Tablo 2: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık ve Sermaye Tablosu (Kronolojik)

| Tarih  | Firma Unvanı                  | Ortaklık Yapısı                     | Toplam Sermaye |
|--------|-------------------------------|-------------------------------------|----------------|
| Mar-15 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 50.000 TL      |
| Mar-18 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 20.050.000 TL  |
| Kas-19 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 25.000.000 TL  |
| Ara-20 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 78.000.000 TL* |

\*2020 yılı Aralık ayında artırılan 53 milyon TL'lik sermayenin; 27,2 milyon TL'lik kısmı nakit olarak, 25,8 milyon TL'lik kısmı ise ortaklara borçlar hesabından aktarım yoluyla karşılanmıştır.

31.12.2020 tarihi itibarıyla Isparta Yurt Yatırımları hisselerinde herhangi bir rehin bulunmamaktadır. Tarafımızca hazırlanan değerlendirme çalışması, Isparta Yurt Yatırımları A.Ş.'nin 2017, 2018, 2019 yılları ile 2020-09 aylık dönemsel solo ve UFRS'ye uygun hazırlandığı beyan edilen tabloları dikkate alınarak hazırlanmıştır.

## Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları

Isparta Yurt Yatırımları'nın değer tespitine yönelik hazırlanan işbu değerleme çalışmasında; TSKB tarafından Akfen GYO'nun talebi üzerine, Isparta Yurt Yatırımları'nın **30.09.2020 tarihli** bilanço ve gelir tabloları baz alınarak söz konusu bilanço kapanış tarihi sonrası 21.12.2020 tarihinde gerçekleşen sermaye artışı hareketi dikkate alınmış ve **31.12.2020 tarihi itibarıyla** makul girişim ve özsermaye değerleri hesaplanmıştır.

Isparta Yurt Yatırımları'nın şirket değeri hesaplamasında SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz. Bu doğrultuda; Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak kabul görmüş iki farklı yöntem kullanılmıştır;

- Faaliyet performansının tahminine dayalı "İndirgenmiş Nakit Akımları" (INA) yöntemi
- Bilanço kalemlerinde düzeltmelerinin yapılarak hazırlandığı "Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık)" yöntemi

INA yönteminde, Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı+amortisman) ile vergi ödemelerinin ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Nakit akım projeksiyonları 2021 yılından itibaren oluşacak nakit akımları dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir. Firmanın 2021 yılından itibaren Kütahya yurdunun üst hakkı kullanımının son yılı olan 2045'e kadar elde edeceği öngörülen nakit yaratımları ortalama %17,9 ağırlıklı ortalama özsermaye maliyeti (AOSM, WACC) üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmıştır.

Yurtların kullanım hakkı süreleri dikkate alınarak Firmanın serbest nakit akım projeksiyonu önümüzdeki 25 yılı kapsayacak şekilde 2021-2045 yılları arasına yönelik olarak hesaplanmıştır.

Firmanın projeksiyon çalışmasında; ilerleyen dönemlerde de Isparta, Kütahya yurtlarından ve Kütahya yurdunun sosyal yaşam merkezi içerisinde yer alan ticari alanlardan kira geliri elde edileceği varsayılmıştır.

2020 yılı Eylül ayında Isparta yurdu için Kredi Yurtlar Kurumu'nun ödemekle yükümlü olduğu aylık kira tutarı 1.312 bin TL, Kütahya yurdu için 920 bin TL'dir. Her iki yurt için de 2021 yılı ve sonraki dönemlerde de geçmiş yıllarda olduğu şekilde, her yılın Eylül ayı kira artış ayı olarak dikkate alınmış, o yılın Eylül-Aralık ve sonraki yılın Ocak-Ağustos ayları için kira ödemelerinde artırılan kira tutarları dikkate alınmıştır. Firma, Kütahya yurdundaki sosyal yaşam alanları içerisinde yer alan ticari alanlardan kira geliri elde etmekte olup ticari alanın 2021 yılında da mevcut doluluk oranını koruyacağı, 2022 yılında



doluluk oranının %30 seviyesine yükseleceği, takip eden yıllarda da %50 seviyesini koruyacağı dikkate alınmıştır.

Firma Isparta yurdu için grup firması olan Isparta Şehir Hastanesi'ne kira ödemekte olup, yurdun bulunduğu arazinin üst kullanım hakkı Isparta Şehir Hastanesi'ne aittir. Isparta Şehir Hastanesi'ne ödenecek aylık kira tutarları için Isparta Şehir Hastanesi ile imzalanmış sözleşme dikkate alınmıştır. Kira tutarlarına her yılın Ocak ayında o yılın ÜFE oranı ile artış yapılacağı varsayılmıştır.

Firma, Kütahya yurdu için Dumlupınar Üniversitesi'ne irtifak hakkı ödemesi yapmakta olup ayrıca Kütahya yurdu geliri üzerinden %1 oranında ciro payı ödemesi yapmakla yükümlüdür. İrtifak hakkı ödemeleri için Dumlupınar Üniversitesi ile imzalanmış olan sözleşmede yer alan tutarlar dikkate alınmış olup her yılın Eylül ayında o yılın ÜFE oranı ile irtifak hakkı ödemelerinin artış göstereceği varsayılmıştır.

Firmanın projeksiyon dönemlerinde operasyonel giderleri; mevcut gerçekleştirmeler ve Firma öngörülerini gözden geçirilerek kira gelirlerinin %4'ü olacak şekilde tahmin edilmiştir.

Firmanın 2021 yılında FAVÖK marjı %86,7 seviyesinde hesaplanmakta olup, sonraki dönemlerde cirosu üzerinden benzer oranlarda FAVÖK tutarı elde edeceği tahmin edilmektedir.

Projeksiyon dönemlerinde oluşacak ilave işletme sermayesi hesaplamasında kira tahsilatlarının, kira ve irtifak hakkı ödemelerinin aylık olarak gerçekleştiği dikkate alınarak ortalama alacak tahsil vadesi ve ortalama satıcı vadesi 30 gün seviyesinde dikkate alınmıştır. Mevcut devreden KDV bakiyesinin mahsubuyla projeksiyon yıllarında işletme sermayesi hareketlerinden 2021-2023 yılları arasında fon yaratılacağı öngörülmüştür.

Net Aktif Değer (Dayanak Varlık) yönteminde Isparta Yurt Yatırımları bünyesinde mevcut durumda sahip olunan tüm varlıkların yaklaşık piyasa değerinden tüm borçların piyasa değerinin düşülmesi ile düzeltilmiş özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu kapsamda firma değerlemesine konu olan mal ve varlıkların (arsa-arazi, bina ve teçhizat vb.) **Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.** tarafından gerçekleştirilen **28 Aralık 2020** tarihli ve **TSKB-2020-00002** sayılı Kütahya İli Merkez İlçesi Civli Mahallesi 102 Ada 2 Parselde kayıtlı "Arsa" nitelikli ana taşınmaz üzerinde Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. lehine kurulu irtifak hakkını ve **TSKB-2020-00003** sayılı Isparta İli Merkez İlçesi İstiklal 2 Mahallesi 9 Ada 112 Parselde kayıtlı gayrimenkul üzerinde kurulu üst hakkını konu eden değerlendirme raporları kullanılarak Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla net aktif değeri hesaplanmıştır. Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporunda, değer tespiti için gelir yaklaşımı kullanılmıştır. Gelir yaklaşımı, yıllar itibarıyla Firma faaliyetlerinden elde edilecek net gelirlerin belirlenen bir indirgeme faktörü dikkate alınarak bugünkü değerlerinin hesaplanmasını içermektedir.



## Değerleme Sonucu

21.12.2020 tarihinde nakit olarak gerçekleştirilen sermaye artışından sağlanan fonlarla bünyedeki grup içi borçların kapatılmasıyla nette bir nakit çıkışı etkisi bulunmadığından ötürü özsermaye değeri hesabına giderken grup içi borçlara yönelik bir nakit çıkış etkisi gösterilmemiştir. İlâveten, ortaklara borçların da sermayeye transfer edilmesi sebebiyle özsermaye değeri hesaplamasında ortak borçlarına ilişkin bir nakit çıkışı da yansıtılmamıştır. Cüzi seviyedeki nakit ve nakit benzerleri ile birlikte Isparta Yurt Yatırımları'nın İNA yöntemine göre **girişim değeri 223,1 milyon TL, özsermaye değeri 224,7 milyon TL** seviyesinde hesaplanmıştır.

Tablo 3: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

| 31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri (Bin TL) | 223.127        |
|-----------------------------------------------|----------------|
| (-) Ortaklara Borçlar                         | -              |
| (-) Isparta Şehir Hastanesi'ne Olan Borç      | -              |
| (-) Finansal Borçlar                          | -              |
| (+) Nakit ve Nakit Benzerleri                 | 1.603          |
| <b>Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>              | <b>224.730</b> |

Isparta Yurt Yatırımları'nın NAD yöntemine göre **özsermaye değeri 260 milyon TL** seviyesinde hesaplanmıştır.

Tablo 4: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

| Isparta Yurt Net Aktif Değer (Bin TL) | 31.12.2020     |
|---------------------------------------|----------------|
| <b>Düzeltilmiş Özsermaye Değeri</b>   | <b>260.034</b> |

Potansiyel şirket satın alma işlemine yönelik olarak piyasada genel kabul görmüş iki farklı yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemlerine göre ulaşılan sonuçların eşit oranlarda ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.

Tablo 5: Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri

| 31.12.2020 İtibarıyla (Bin TL)                                      | Değerleme Sonucu | Oran (%) | Ağırlıklandırılmış Değer |
|---------------------------------------------------------------------|------------------|----------|--------------------------|
| İNA Yöntemine Göre Özsermaye Değeri                                 | 224.730          | 50%      | 112.365                  |
| NAD Yöntemine Göre Özsermaye Değeri                                 | 260.034          | 50%      | 130.017                  |
| <b>Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b> |                  |          | <b>242.382</b>           |

Sonuç olarak, Isparta Yurt Yatırımları'nın İNA ve NAD yöntemlerine göre hesaplanan değerlerinin eşit ağırlıklı (İNA %50, NAD %50) ortalamasına dayandırılarak özsermaye değeri **242,4 milyon TL** olarak takdir edilmektedir.

Söz konusu şirket değerlemesi 30.09.2020 tarihli mali tablolar ve yıl sonuna kadarki önemli gelişmeler de dikkate alınarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla tespit edilmiş olup, özsermaye değerine giderken nakit ve nakit benzerleri bakiyesi olarak 30.09.2020 tarihli bilançoadaki tutar dikkate alınmıştır. Bununla beraber, esas olarak satışa konu tarih itibarıyla geçerli olacak bilanço bakiyelerinin şirket değeri üzerinde belirleyici olacağı hususu da değerlendirilmelidir.

## Sektörel Görünüm



## Eğitim ve Yurtlar Sektör Analizi

### Yükseköğretim Kurumları

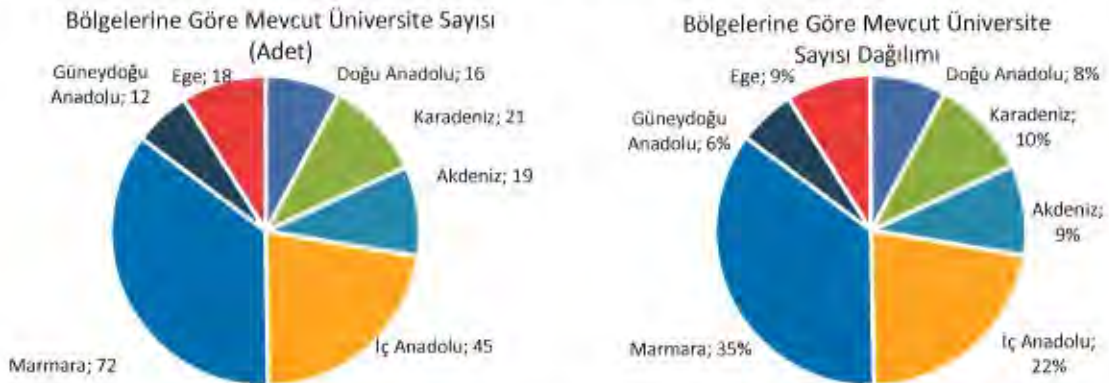
Türkiye’de 1990’lı yılların ortalarından itibaren devlet üniversiteleri mevcut kontenjanları nedeniyle yükseköğretim talebini karşılamakta yetersiz kalmış, bu nedenle özel üniversitelerin sayısı önemli oranda artmıştır. Özel üniversitelerin yaygınlaşmaya başlamasına karşın günümüzde yüksek öğrenim eğitiminde halen devlet üniversiteleri ağırlıktadır.

Üniversite çağına gelen nüfusun ve okullaşma oranının artmasının etkisiyle gerek özel gerek devlet üniversitelerinde öğrenim gören öğrenci sayısında yükseliş devam etmektedir. 2016-2020 yılları arası toplam öğrenci sayısının gelişimi değerlendirildiğinde; toplam üniversite öğrencileri içerisinde devlet üniversitelerinde eğitim gören öğrencilerin %92, özel üniversitelerde eğitim gören öğrencilerin ise %8 oranında pay aldığı izlenmektedir. Üniversite sayısına ilaveten ortalama öğrenci kapasitesi bakımından da devlet üniversitelerinin özel üniversitelere kıyasla önde olmasının da dağılımın bu şekilde olmasında rolü bulunmaktadır.

YÖK (Yüksek Öğretim Kurumu) verilerine göre 2020 yılı itibarıyla Türkiye’de 129’u devlet, 74’ü özel olmak üzere toplam 203 üniversite ve 4 adet meslek yüksekokulu bulunmaktadır. Söz konusu üniversitelerin kurulması sürecinde eğitimde fırsat eşitliği ve üniversitelerin şehir ekonomilerinin gelişimine potansiyel katkıları dikkate alınmaktadır.

Üniversitelerin bölgesel dağılımı incelendiğinde, Marmara Bölgesi %35’lik pay ile ülkemizdeki en çok sayıda üniversiteye ev sahipliği yapan bölge olarak göze çarpmaktadır. Türkiye’deki toplam üniversite sayıları göz önüne alındığında Marmara ve İç Anadolu Bölgeleri’nin yüzdelerinin toplam içindeki payının %58 seviyelerinde olduğu izlenmektedir. Bu bölgelerin ön plana çıkmasının sebebi olarak büyükşehirlerin ve özel üniversitelerin çoğunluğunun bu bölgelerde olması sayılabilir.

Grafik 1: 2020 Yılı Bölgeler Bazında Üniversite Sayısı ve Dağılımı



Kaynak: Yüksek Öğretim Bilgi Yönetim Sistemi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Türkiye genelindeki üniversitelerin iller bazında dağılımına göre; İstanbul, İzmir ve Ankara’da toplam 61 adet özel üniversite, 28 adet ise devlet üniversitesi yer almaktadır. Özel üniversitelerinin %84’ünün İstanbul, İzmir ve Ankara’da yer aldığı, devlet üniversitelerinin ise %22’sinin bu üç büyük şehirde konumlandığı görülmektedir. Ülkemizde bulunan 81 ilin sadece 10 tanesinde özel üniversite bulunmakta olup, devlet üniversitesinin olmadığı şehir ise bulunmamaktadır.

**Grafik 2: 2020 Yılı İller Bazında Üniversite Sayısı ve Dağılımı**



Kaynak: Yüksek Öğretim Bilgi Yönetim Sistemi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Isparta ilinde özel üniversite bulunmamakla beraber Süleyman Demirel Üniversitesi ve Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi olmak üzere iki adet devlet üniversitesi yer almaktadır. Kütahya ilinde ise yine özel üniversite bulunmazken Kütahya Dumlupınar Üniversitesi ve Kütahya Sağlık Bilimleri Üniversitesi olmak üzere 2 adet devlet üniversitesi yer almaktadır.

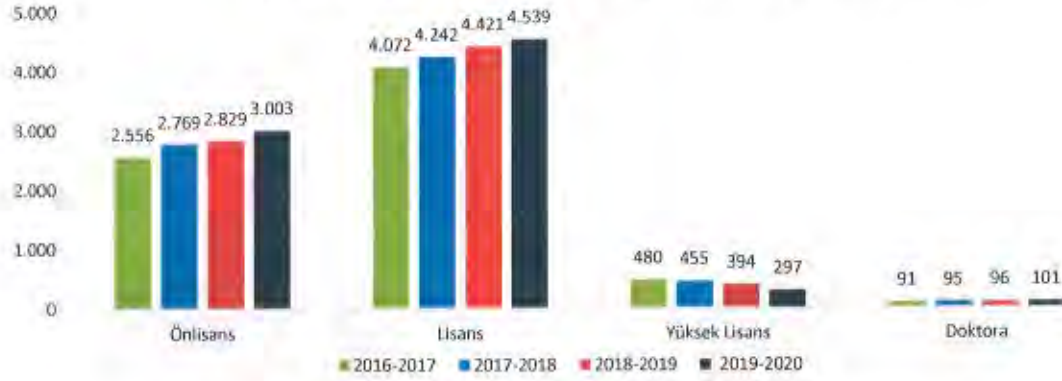
### Yükseköğretim Öğrenci Sayıları

2019-2020 öğretim yılı itibarıyla ülkemizde 7.940.133 yükseköğretim öğrencisi öğrenim görmektedir. Yükseköğretim öğrencileri öğrenim düzeyine göre sınıflandırıldıklarında lisans öğrencilerinin %63'lük payla ilk sırada yer aldıkları görülmektedir. İkinci sırada önlisans öğrencileri yer alırken onları yüksek lisans ve doktora öğrencileri takip etmektedir. 2016 yılından günümüze kadar geçen sürede toplam öğrenci sayısında artış trendi izlenirken, yüksek lisans öğrencisi sayısında azalış seyri izlenmektedir.

*Handwritten signature*



Grafik 3: Öğrenim Düzeylerine Göre Öğrenci Sayısı (Bin Adet)



Kaynak: Yüksek Öğretim Bilgi Yönetim Sistemi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2019-2020 öğretim döneminde özel üniversitelerde öğrenim gören öğrenci sayısı bir önceki yıla göre %2 artarak 608 bin kişi seviyesine ulaşmıştır. Genele bakıldığında, özel üniversitede öğrenim gören öğrenci sayısında artış eğilimi izlense de özellikle son iki yılda artışların yavaşladığı görülmektedir. Bu durum özel üniversitelerin açık kontenjanlarının büyük oranda ücretli ve kısmi burslu kategorilerinde yer almasından kaynaklanmaktadır.

2019-2020 öğretim dönemi devlet üniversiteleri açısından değerlendirildiğinde ise öğrenci sayısındaki artışın devam ettiği; ancak son iki yılda ortalama %3 oranında yaşanan artışların geçmiş yıllara oranla düşük seviyede gerçekleştiği görülmektedir.

Grafik 4: Üniversite Türüne Göre Öğrenci Sayısı Gelişimi



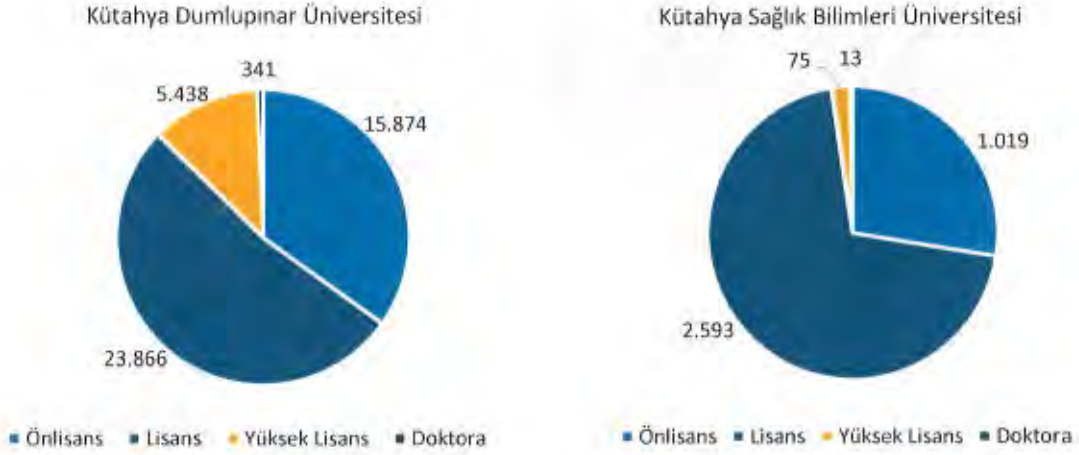
Kaynak: Yüksek Öğretim Bilgi Yönetim Sistemi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Kütahya'da Kütahya Dumlupınar Üniversitesi ve Kütahya Sağlık Bilimleri Üniversitesi olmak üzere iki adet devlet üniversitesi bulunmaktadır. 2020 yılı itibarıyla tamamen sağlık alanında hizmet veren Kütahya Sağlık Bilimleri Üniversitesi'nin öğrencilerinin %72'si kız %28'i erkek öğrencilerden oluşmaktadır. Kütahya Dumlupınar Üniversitesi öğrencileri cinsiyet açısından değerlendirildiğindeyse toplam öğrencilerin %59'luk kısmını erkek öğrencilerin, %41'lik kısmını ise kız öğrencilerin oluşturduğu

*Handwritten signature*

görülmektedir. Kütahya'daki üniversitelerde öğrenim gören öğrencilerin öğrenim düzeylerine göre dağılımları aşağıdaki gibidir.

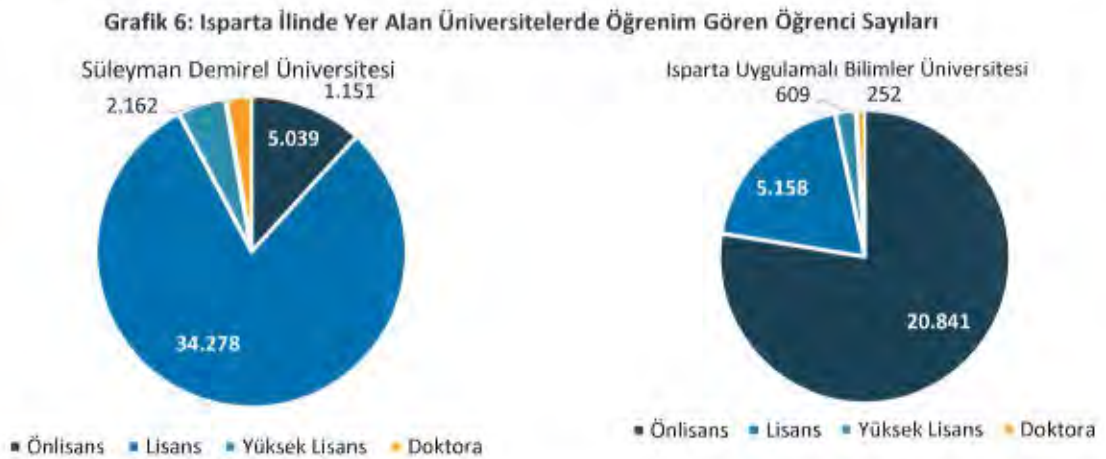
**Grafik 5: Kütahya İlinde Yer Alan Üniversitelerde Öğrenim Gören Öğrenci Sayıları**



*Kaynak: Kütahya Dumlupınar Üniversitesi ve Kütahya Sağlık Bilimleri Üniversitesi İnternet Siteleri, TSKB Danışmanlık Hizmetleri*

Isparta'da Süleyman Demirel Üniversitesi ve Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi olmak üzere iki adet devlet üniversitesi bulunmaktadır. 2020 yılı itibarıyla Süleyman Demirel Üniversitesi'nin öğrencilerinin %50'si kız %50'si erkek öğrencilerden oluşmaktadır. Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi öğrencileri cinsiyet açısından değerlendirildiğindeyse toplam öğrencilerin %63'lük kısmını erkek öğrencilerin, %37'lik kısmını ise kız öğrencilerin oluşturduğu görülmektedir.

Isparta'da yer alan Süleyman Demirel Üniversitesi ve Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi'nde eğitim gören öğrencilerin öğrenim düzeylerine göre dağılımları aşağıdaki gibidir:



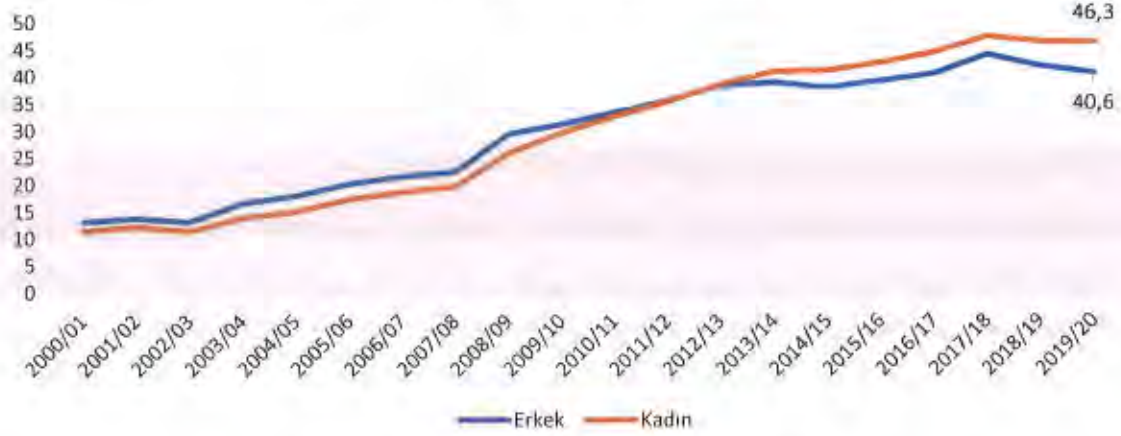
*Kaynak: Süleyman Demirel Üniversitesi ve Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi İnternet Siteleri, TSKB Danışmanlık Hizmetleri*



## Okullaşma Oranı

Ülkemizde 2019-2020 öğretim döneminde yükseköğretim kurumları bazında okullaşma oranı %43,4 seviyesinde olup önceki yıllara kıyasla artış göstermiştir.<sup>1</sup> Söz konusu oranın Temmuz 2019'da yayımlanan 11. Kalkınma Planı çerçevesinde eğitim kademelerinde okullaşma oranlarının artırılması ve devamsızlık oranlarının azaltılması şeklindeki esnek, modüler ve uygulamalı yapıya geçileceği hedefi doğrultusunda ileriki dönemlerde daha da yükselmesi beklenmektedir. Cinsiyete göre okullaşma oranları değerlendirildiğinde yükseköğretime ilişkin uzun yıllar boyunca erkek öğrencilerin gerisinde kalan kız öğrencilerin okullaşma oranlarının son yıllarda hızlı bir artış kaydederek erkek öğrenci okullaşma oranlarını geride bıraktığı görülmektedir. 2019-2020 öğretim döneminde kız öğrencilerin okullaşma oranı %46,3 olarak gerçekleşmiş olup bu seviyenin, erkek öğrencilerin okullaşma oranlarından 5,7 puan daha fazla olduğu dikkat çekmektedir.

Grafik 7: Yükseköğretim Okullaşma Oranları Net (%)



Kaynak: Milli Eğitim Bakanlığı, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

## Yükseköğretim Kontenjanları

Türkiye’de üniversite sınavına başvuran öğrenci sayısı, nüfusun ve yükseköğretime olan talebin artması ile yıldan yıla yükseliş göstermiştir. 2018 yılı itibarıyla uygulanmaya başlanan YKS (Yükseköğretim Sınav Sistemi) ve talebi düşük olan programların kapatılmasının etkisiyle 2018 yılındaki toplam kontenjan oranının bir önceki yıla kıyasla %8 azalarak 839.490 kişi olarak gerçekleştiği izlenmektedir. Toplam kontenjanlarda yaşanan azalışta ağırlıklı olarak, bir önceki yıla kıyasla önlisans programları kontenjanlarındaki %19’luk azalış etkili olmuştur. 2019 yılında ise toplam kontenjan sayısı bir önceki yıla kıyasla %2 azalış gösterirken, azalışta önceki yıla kıyasla lisans kontenjanlarda yaşanan %8’lik gerileme etkili olmuştur. 2018 ve 2019 yıllarında yapılan kontenjan sayılarındaki düzenlemelerin

<sup>1</sup> Net Okullaşma Oranı: ilgili öğrenim türündeki teorik yaş grubunda bulunan öğrencilerin, ait olduğu öğrenim türündeki teorik yaş grubunda bulunan toplam nüfusa bölünmesi ile elde edilir.

neticesinde 2020 yılında hem lisans hem de önlisans kontenjanlarında önceki yıla kıyasla artışlar izlenmektedir.

2017-2020 yılları itibarıyla kontenjanlar ve yerleşme sayıları incelendiğinde, kontenjan sayısının dalgalı seyir izlemesine karşın, yerleşen öğrenci sayısının artış trendi dikkati çekmektedir.

**Tablo 6: Yükseköğretim Kurumları Kontenjan Sayıları**

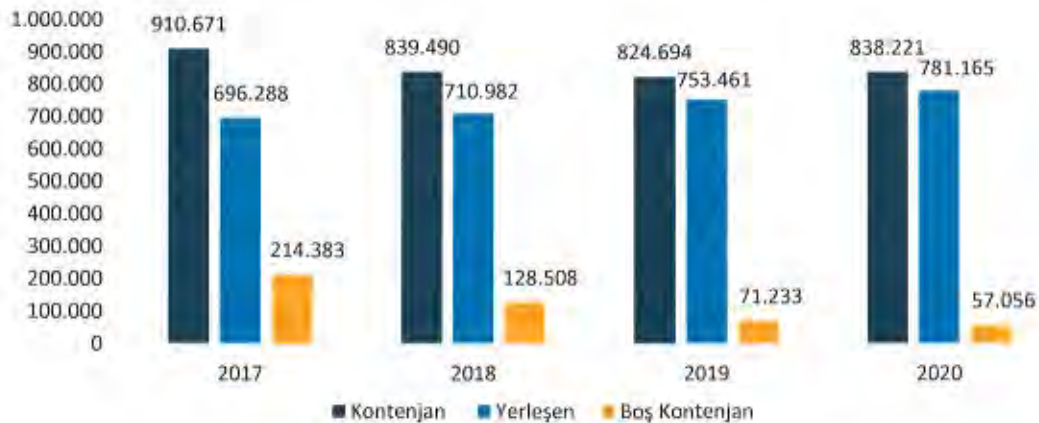
|                                       | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Sınav Başvuran Aday Sayıları          | 2.265.844      | 2.381.412      | 2.528.031      | 2.436.958      |
| Önlisans Programlarının Kontenjanları | 436.904        | 354.859        | 376.940        | 380.172        |
| Lisans Programlarının Kontenjanları   | 473.767        | 484.631        | 447.754        | 458.049        |
| <b>Toplam Kontenjan Sayısı</b>        | <b>910.671</b> | <b>839.490</b> | <b>824.694</b> | <b>838.221</b> |

*Kaynak: YÖK 2020 Yılı Yerleştirme Sonuçları Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri*

2017 yılında %76 seviyesinde olan kontenjan doluluk oranı 2020 yılına gelindiğinde %93 seviyesine ulaşmıştır. Üniversite sınavında başarılı olan adayların tercih yapmalarında, talebe göre artırılan kontenjan sayılarının etkili olduğu düşünülmektedir. Söz konusu düzenlemelerle boş kontenjan sayılarında oldukça önemli miktarlarda düşüşler izlenmiş olup, 2017 yılında %24 olan boş kontenjan oranı 2020 yılında %7 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylece daha hedef odaklı ve verimli bir sistemin kurulması sağlanarak boş kontenjan probleminin önüne geçilmiştir.

Önümüzdeki yıllarda özel üniversitelerin kontenjan artırabilmeleri konusunda 2019 yılı Ekim ayında YÖK tarafından yapılan açıklamaya göre; toplam öğrenci gelirlerinin en az %1'i kadar Ar-Ge bütçesi ayırmaları şartı getirilmiş olup, 2020-2021 öğretim yılı itibarıyla dikkate alınacak bu koşulun özel üniversitelerin Ar-Ge faaliyetlerinin artırılması, öğretim üyesi yetiştirmeleri ve eğitim kalitesinin yükseltilmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

**Grafik 8: Yükseköğretim Kontenjan ve Yerleşme Sayıları**



*Kaynak: YÖK 2020 Yılı Yerleştirme Sonuçları Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri*

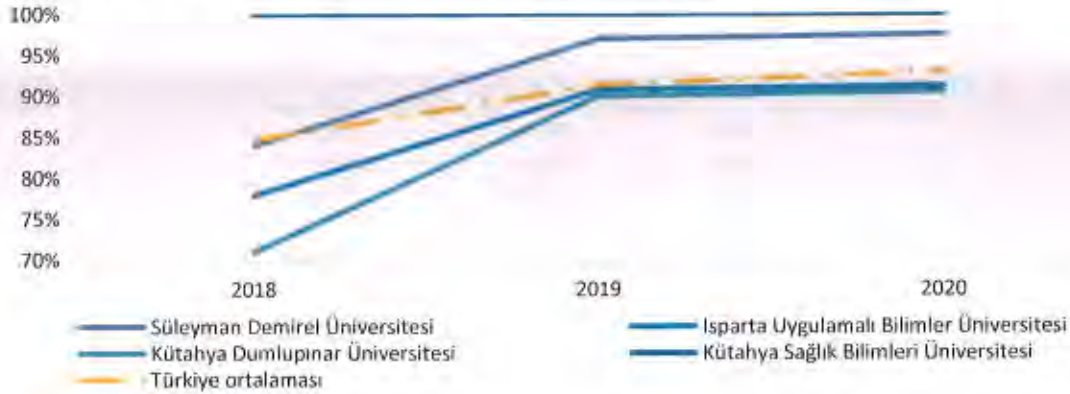


Türkiye genelinde üniversite programlarındaki doluluk oranları incelendiğinde; 2018 yılında %85 seviyesinde olan doluluk oranlarının, yıllar itibarıyla artış göstererek 2020 yılında %93 seviyesine kadar yükseldiği görülmektedir. Son yıllardaki doluluk oranlarındaki artışların; 2018 yılında eski sistem olan ÖSYS yerine getirilen ve son üç yıldır ülkemizde uygulanan YKS sisteminden ve YÖK tarafından program kontenjanlarında yapılan rasyonel planlamalar sonucunda gerçekleştiği değerlendirilmektedir.

2020 YKS sonuçlarına göre Süleyman Demirel Üniversitesi'nin doluluk oranı %97,5 ve Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi'nin doluluk oranı %91,2 olup, yıllar itibarıyla Türkiye genelindeki doluluk oranı ortalamasının üzerinde bir artış yaşandığı göze çarpmaktadır.

Kütahya Dumlupınar Üniversitesi'nin doluluk oranı 2020 yılında %91 seviyesinde gerçekleşirken, Kütahya Sağlık Bilimleri Üniversitesi'nin doluluk oranı %100 olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla Kütahya Dumlupınar Üniversitesi'nin doluluk oranı Türkiye geneli doluluk oranının altında seyrizlerken, Kütahya Sağlık Bilimleri Üniversitesi'nin doluluk oranı son 3 yıldır %100 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 9: Isparta ve Kütahya'da Yer Alan Üniversite Doluluk Oranlarının Ülke Geneli İle Karşılaştırılması



Kaynak: Üniversitelerin İnternet Siteleri, YÖK, TSKB Donışmanlık Hizmetleri

## Yurtlar

### Türkiye'deki Yurt Kapasitesi ve Türleri

Türkiye'de her yıl artan üniversiteye yerleşen öğrenci sayısı, beraberinde konaklama problemini ortaya çıkarmaktadır. Ev kiralarının yurtlarda konaklama ile karşılaştırıldığında görece daha pahalı olmasının yanı sıra elektrik, doğalgaz, su vb. giderlerinin de ayrıca değerlendirilmesi gerektiği dikkate alındığında öğrencilerin tercihlerini yurtlardan yana kullandığı görülmektedir. Bu kapsamda Türkiye'de her geçen yıl artan öğrenci sayısının konaklama ihtiyacını karşılayabilmek için devlet ve özel sektör tarafından yurt yatırımları devam etmektedir. Özel yurtlara kıyasla daha uygun fiyatlı olması, kampüse yakınlık gibi nedenlerle çoğunlukla tercih edilen devlet yurtları, toplamda sahip olduğu %59'luk öğrenci oranıyla 2020 yılında da önceki yıllarda olduğu gibi özel yurtlardan daha fazla öğrenciye ev sahipliği yapmıştır.

Ancak 2020 yılında özel yurtlar toplam yurtların %60'ını oluşturmuş, özel yurtların kapasitelerinin devlet yurtlarına oranla düşük seviyede olduğu izlenmiştir.

Tablo 7: Türkiye'deki Yurt Sayıları, Kapasite ve Konaklayan Öğrenci Sayısı Bilgileri (2019-2020)

|               | Yurt Sayısı  | Yurt Kapasitesi | Öğrenci Sayısı | Boş Yatak Kapasitesi |
|---------------|--------------|-----------------|----------------|----------------------|
| <b>Devlet</b> | <b>3.065</b> | <b>546.290</b>  | <b>328.141</b> | <b>218.149</b>       |
| İsparta       | 39           | 5.932           | 3.248          | 2.684                |
| Kütahya       | 51           | 8.122           | 5.072          | 3.050                |
| <b>Özel</b>   | <b>4.614</b> | <b>468.757</b>  | <b>225.742</b> | <b>243.015</b>       |
| İsparta       | 77           | 6.013           | 2.542          | 3.471                |
| Kütahya       | 154          | 10.561          | 4.707          | 5.854                |

Kaynak: MEB İstatistikleri Örgün Eğitim 2019-2020 Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2020 yılı itibarıyla devlet yurtlarının boş yatak oranının %40, özel yurtların ise %52 seviyelerinde olduğu izlenmektedir. Boş yatak kapasitesinde özel yurtların devlet yurtlarına göre daha yüksek seviyelerde olmasının en önemli sebebi yatak fiyatlarının devlet yurtlarına oranla daha yüksek olmasıdır. Bunun yanı sıra okula yakınlık, güvenlik, yönetim ve sosyal alan gibi etkenler de öğrencilerin yurt tercihlerinde önemli rol oynamaktadır.

Tablo 8: Türkiye'deki Özel Yurt Sayıları, Kapasite ve Konaklayan Öğrenci Sayısı Bilgileri (2019-2020)

|                             | Yurt Sayısı  | Yatak Kapasitesi | Öğrenci Sayısı | Boş Yatak Kapasitesi |
|-----------------------------|--------------|------------------|----------------|----------------------|
| Dernek Yurtları             | 2.701        | 180.412          | 73.488         | 106.924              |
| Vakıf Yurtları              | 454          | 81.494           | 44.039         | 37.455               |
| Şahıs Yurtları              | 531          | 49.980           | 27.697         | 22.283               |
| Kamu Tüzel Kişilik Yurtları | 37           | 14.371           | 8.284          | 6.087                |
| Şirket Yurtları             | 890          | 142.407          | 72.159         | 70.248               |
| Kooperatif Yurtları         | 1            | 93               | 75             | 18                   |
| <b>Toplam</b>               | <b>4.614</b> | <b>468.757</b>   | <b>225.742</b> | <b>243.015</b>       |

Kaynak: MEB İstatistikleri Örgün Eğitim 2019-2020 Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2020 itibarıyla ülkemizde yer alan 4.614 adet özel yurdun 2.240 tanesi yükseköğretim yurdu. Söz konusu yurtlardan 978 tanesi erkek öğrenci yurdu 1.262 tanesi ise kız öğrenci yurdu olarak hizmet vermektedir. Farklı türlerde kurulmuş olan özel yurtların içerisinde dernek yurtlarının, vakıf yurtlarının ve şahıs yurtlarının sayısı toplam yurtların %80'ini oluşturmaktadır. Dernek yurtları aldığı toplam özel yurtlar içerisindeki %59'luk pay ve %59'luk doluluk oranıyla tüm özel yurtların arasında başı çekmektedir.

#### ***Yüksek Öğrenim Kredi ve Yurtlar Kurumuna Bağlı Yurtlar ve Kapasiteleri***

Gençlik ve Spor Bakanlığı'nın bağlı kuruluşu olan Kredi ve Yurtlar Kurumu üniversite gençliğine barınma hizmeti sunmakta, bunun yanı sıra kredi ve burs vermektedir. Bu nedenle artan öğrenci sayısını karşılamak için her yıl yeni yurtlar hizmete girmektedir.

2016-2019 öğretim yılları boyunca Kredi Yurtlar Kurumu'na bağlı yükseköğretim yurtlarının toplam kapasitesinin toplam öğrenci sayısına oranı %9 seviyesinde olup yıllar itibarıyla değişim göstermediği izlenmektedir. Yıllar itibarıyla toplam yurt kapasitesinin toplam öğrenci sayısına oranının benzer seyrini



korumasında öğrenci sayısındaki artışlara paralel olarak yurt yatırımlarının yanı sıra, yurtlarda ranza sisteminden baza sistemine geçişlerin olması, yurtlarda kalan öğrenci sayısının azaltılarak standardın yükseltilmesi çalışmalarının yürütülmesi, dayanıklı olmayan veya ekonomik ömrünü tamamlamış olan yurtların yeniden yapım veya deprem güçlendirmesi çalışmalarının gerçekleştirilmesinin etkili olduğu düşünülmektedir.

Yıllar itibarıyla Kredi Yurtlar Kurumu'na bağlı yurtların sayısında artış izlenmekte olup 2016 yılında önceki yıla kıyasla artış oranı %26 seviyesinde iken, 2019 yılına gelindiğinde artış oranı %2 ile sınırlı seviyede gerçekleşmiştir. Yurtlarda konaklayan öğrenci sayısını ise 2016 yılında önceki yıla kıyasla %36 artış gösterdiği, sonraki yıllarda artışın devam ettiği, 2019 yılında artış oranının %4 ile sınırlı seviyede olduğu izlenmiştir. 2016 yılından sonraki dönemlerde Kredi Yurtlar Kurumu'nda konaklayan öğrenci sayısının artış oranındaki sınırlı gelişimde özel yurtların ve konut kiralamaların sayısındaki artışların etkili olduğu düşünülmektedir.

2016-2020 yılları arasında KYK yurtlarındaki mevcut kapasite sayıları cinsiyet açısından değerlendirildiğinde ise; toplam kapasite içerisinde kız öğrencilere yönelik kapasitenin %62'lik oranla erkeklere göre daha fazla olduğu izlenmektedir. Kredi Yurtlar Kurumu'nun kız öğrencilerine yönelik daha fazla kapasite ayırma politikası, kız öğrencilerin yükseköğretime katılımının yanı sıra kadınların istihdam hayatına ve işgücüne katılımına olan muhtemel pozitif etkileri bakımından da olumlu olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 9: Kredi Yurtlar Kurumu Yurtlarında Konaklayan Öğrenci Kapasitesi Gelişimi

|      | Yurt sayısı | Erkek   | Kadın   | Toplam Öğrenci Kapasitesi |
|------|-------------|---------|---------|---------------------------|
| 2020 | 793         | 268.412 | 434.763 | 703.175                   |
| 2019 | 777         | 254.130 | 420.542 | 674.672                   |
| 2018 | 790         | 258.101 | 409.916 | 668.017                   |
| 2017 | 748         | 241.304 | 370.718 | 612.022                   |
| 2016 | 592         | 164.318 | 286.623 | 450.941                   |

Kaynak: MEB İstatistikleri Örgün Eğitim 2019-2020 Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Yıllar itibarıyla yurt sayısındaki değişimler yukarıdaki tabloda görüldüğü gibidir. Bazı yıllarda sayılarda izlenen düşüşlerde yurtların eskimesi ya da işlevselliğini yitirmesi gibi nedenlerle kullanımdan çıkarılmasının etkili olduğu düşünülmektedir.

Tablo 10: 2020 Yılı Isparta ve Kütahya İlleri Kredi Yurtlar Kurumu Yurtları

|         | Erkek | Kadın | Toplam Yurt Kapasitesi |
|---------|-------|-------|------------------------|
| Isparta | 5.511 | 9.694 | 15.205                 |
| Kütahya | 3.729 | 7.066 | 10.795                 |

Kaynak: MEB İstatistikleri Örgün Eğitim 2019-2020 Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2019-2020 dönemi itibarıyla Isparta ve Kütahya illerinde Kredi Yurtlar Kurumu'na bağlı 13'er adet yükseköğretim yurdu bulunmaktadır. Söz konusu yurtların kapasitelerinin ortalama %65'lik kısmı kız öğrenciler için, %35'lik kısmı ise erkek öğrenciler için tahsis edilmiştir.

Firmanın Isparta ve Kütahya'da Kredi Yurtlar Kurumu'na bağlı iki adet yurdu bulunmaktadır. Isparta'da ki yurdun 4.032 kişilik yatak kapasitesiyle şehirdeki toplam KYK yurt yatak kapasitesi içinde %27'lik bir paya sahip olduğu görülmektedir. Diğer yandan Kütahya'daki yurdun toplam kapasitesinin 3.200 kişi olup, bu sayı şehirdeki toplam KYK yurt yatak kapasitesi içinde %30'luk bir paya tekabül etmektedir.





## Mevcut Durum Analizi

## Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. (Isparta Yurt Yatırımları, Firma), 2015 yılında üniversitelerde görevli olan personeller ve öğrenciler için konaklama, barınma, yemek, içmek ve sosyal ihtiyaçların karşılanması amacıyla yurt, yemekhane, sosyal ve ticari alan yatırımlarının yapılması, kiralanması, işletilmesi ve işlettilmesi amacıyla kurulmuştur. Firma güncel durumda Isparta ve Kütahya illerinde yer alan yurtlardan kira geliri elde etmektedir.

2015 yılında Isparta ilinde Maliye Hazinesi'nin sahibi olduğu 178.651 m<sup>2</sup>'lik taşınmaz üzerinde Isparta Şehir Hastanesi Yatırım İşletme A.Ş. ("Isparta Şehir Hastanesi")'ye 27 yıl süre ile daimî ve müstakil nitelikte üst hakkı tanınmıştır. Isparta Şehir Hastanesi'nin sahip olduğu üst hakkı doğrultusunda 2015 yılında Isparta Yurt Yatırımları ile brüt 67.000 m<sup>2</sup> kapalı alanı olan öğrenci yurdunun ve sosyal yaşam merkezinin inşaatı ve yurdun T.C. Gençlik ve Spor Bakanlığı Yüksek Öğrenim Kredi ve Yurtlar Kurumu Genel Müdürlüğü ("Kredi Yurtlar Kurumu", "KYK")'ne kiraya verilmesine ilişkin 22 yıllık süreyi kapsayacak şekilde bir sözleşme imzalanmıştır. İnşaatın tamamlanmasının akabinde Kredi Yurtlar Kurumu 17.09.2018 tarihi itibarıyla yurda öğrenci alımına başlamıştır. 4.032 yatak kapasiteli yurdun işletmesi 15 yıllık süreyle Kredi Yurtlar Kurumu'na ait olup Isparta Yurt Yatırımları, Kredi Yurtlar Kurumu'ndan düzenli kira geliri elde etmektedir.

Isparta Yurt Yatırımları, 2016 yılında Dumlupınar Üniversitesi'ne ait Kütahya ilinde yer alan 24.878 m<sup>2</sup>'lik arazi üzerine brüt 30.000 m<sup>2</sup> kapalı alanı olan özel öğrenci yurdu ve en az 2.500 m<sup>2</sup>'lik sosyal yaşam merkezi inşaatı ile yurdun işletilmesine ilişkin 29 yıl geçerli olacak irtifak hakkı almıştır. 2018 yılında ise Kredi Yurtlar Kurumu ile 15 yıllık süreyi kapsayan kira sözleşmesi imzalanmıştır. Yurt inşaatının tamamlanmasının ardından Kredi Yurtlar Kurumu 07.09.2019 tarihi itibarıyla yurda öğrenci alımına başlamıştır. 3.200 yatak kapasiteli yurt için Kredi Yurtlar Kurumu, Isparta Yurt Yatırımları'na düzenli kira ödemesi yapmaktadır. Ayrıca Firma yurt içerisinde yer alan sosyal yaşam merkezinde yer alan 1.800 m<sup>2</sup>'lik ticari alanlardan kira geliri elde etmektedir.

Isparta Yurt Yatırımları, Isparta ilinde yer alan yurdun kullanım hakkına 2042 yılına kadar, Kütahya ilinde yer alan yurdun kullanım hakkına 2045 yılı sonuna kadar sahiptir.

Isparta Yurt Yatırımları'nın 2020 yılı 9 aylık dönem itibarıyla sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

Tablo 11: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık Yapısı (2020/9 İtibarıyla)

| Ortak Adı                           | Bin TL        | Payı (%)    |
|-------------------------------------|---------------|-------------|
| Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 25.000        | 100%        |
| <b>Toplam</b>                       | <b>25.000</b> | <b>100%</b> |



Tablo 12: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık ve Sermaye Tablosu

| Tarih  | Firma Unvanı                  | Ortaklık Yapısı                     | Toplam Sermaye |
|--------|-------------------------------|-------------------------------------|----------------|
| Mar-15 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 50.000 TL      |
| Mar-18 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 20.050.000 TL  |
| Kas-19 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 25.000.000 TL  |
| Ara-20 | Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. | Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. | 78.000.000 TL* |

\*2020 yılı Aralık ayında artırılan 53 milyon TL'lik sermayenin; 27,2 milyon TL'lik kısmı nakit olarak, 25,8 milyon TL'lik kısmı ise ortaklara borçlar hesabından aktarım yoluyla karşılanmıştır.

31.12.2020 tarihi itibarıyla Isparta Yurt Yatırımları hisselerinde herhangi bir rehin bulunmamaktadır. Isparta Yurt Yatırımları'nın %100 sahibi konumundaki Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. ("Akfen İnşaat") 1977 yılında endüstriyel tesislerin fizibilite ve mühendislik hizmetlerini gerçekleştirmek üzere kurulmuş, havalimanı terminalleri ve bağlı altyapı inşaatları, doğalgaz boru hatları/dağıtım sistemleri, hastaneler, okullar, endüstriyel santraller, hidroelektrik ve termal enerji üretim santralleri, su dağıtım, kanalizasyon sistemleri ve atık su arıtma gibi farklı sektörlerle ilişkin inşaat projelerinde yer alarak faaliyet alanını genişletmiştir. Ayrıca firma otel ve hidroelektrik santral inşaatlarının yanı sıra kurduğu ve iş ortağı olduğu SPV firmalar aracılığıyla şehir hastanesi ve öğrenci yurdu yatırımları gerçekleştirmektedir.

## Mevcut Durum Analizi

Isparta Yurt Yatırımları'nın mevcut durum finansal analizinde; 2017, 2018 ve 2019 yılları ile 2020 ilk 9 aylık döneme ait finansal verileri için; Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS)'na göre düzenlendiği beyan edilen solo finansal tabloları kullanılmıştır.

Tablo 13: Isparta Yurt Yatırımları Gelir Tablosu Göstergeleri

| Isparta Yurt Yatırımları               |                |                |                 |                |
|----------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| (Bin TL)                               | 2017           | 2018           | 2019            | 2020/9         |
| Hasılat                                | -              | 2.587          | 13.762          | 16.963         |
| Satışların maliyeti (-)                | -              | (2.221)        | (8.932)         | (7.266)        |
| <b>Brüt kar</b>                        | -              | <b>367</b>     | <b>4.830</b>    | <b>9.697</b>   |
| Genel yönetim giderleri (-)            | (14)           | (3.910)        | (1.252)         | (51)           |
| Esas faaliyetlerden diğer gelirler     | -              | 131.310        | 296             | 69             |
| Esas faaliyetlerden diğer giderler (-) | -              | (42)           | (6.319)         | (7.013)        |
| <b>Esas faaliyet karı</b>              | <b>(14)</b>    | <b>127.725</b> | <b>(2.445)</b>  | <b>2.703</b>   |
| Finansman gelirleri                    | -              | -              | 334             | 1              |
| Finansman giderleri (-)                | (1.806)        | (5.958)        | (8.502)         | (5.011)        |
| <b>Vergi öncesi kar</b>                | <b>(1.820)</b> | <b>121.766</b> | <b>(10.613)</b> | <b>(2.308)</b> |
| - Dönem vergi gideri                   | -              | -              | -               | -              |
| - Ertelenmiş vergi geliri              | -              | (24.582)       | 1.440           | 1.357          |
| <b>Net dönem karı</b>                  | <b>(1.820)</b> | <b>97.185</b>  | <b>(9.174)</b>  | <b>(950)</b>   |

Tablo 14: Isparta Yurt Yatırımları Bilanço Göstergeleri

| <b>Isparta Yurt Yatırımları</b>               | <b>2017</b>   | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020/9</b>  |
|-----------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>(Bin TL)</b>                               |               |                |                |                |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                     | 73            | 144            | 44             | 1.603          |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar | -             | 1.358          | 2              | 42             |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar  | -             | 302            | 683            | 1.458          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                        | 13.331        | 4.367          | 993            | 655            |
| Diğer Dönen Varlıklar                         | -             | 8.887          | 15.785         | 15.399         |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>                 | <b>13.404</b> | <b>15.057</b>  | <b>17.507</b>  | <b>19.158</b>  |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar  | 2             | 2              | 1              | 1              |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                 | 17.810        | 171.975        | 205.411        | 198.803        |
| Maddi Duran Varlıklar                         | 8             | 5              | 2              | -              |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                      | 6             | -              | -              | -              |
| Diğer Duran Varlıklar                         | 3.075         | -              | -              | -              |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>                 | <b>20.901</b> | <b>171.982</b> | <b>205.414</b> | <b>198.804</b> |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                       | <b>34.305</b> | <b>187.039</b> | <b>222.922</b> | <b>217.962</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                      | -             | -              | 812            | 812            |
| İlişkili Taraflara Ticari Borçlar             | -             | 3.113          | 14.031         | 23.524         |
| İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar     | 68            | 49             | 179            | 155            |
| İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar      | -             | -              | 7              | 7              |
| Ertelenmiş Gelirler                           | 4             | 457            | 772            | 888            |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler               | 1.199         | 639            | 24             | 7              |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>       | <b>1.271</b>  | <b>4.258</b>   | <b>15.825</b>  | <b>25.393</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                      | -             | -              | 2.775          | 2.462          |
| İlişkili Taraflara Ticari Borçlar             | -             | -              | 961            | -              |
| İlişkili Taraflara Diğer Borçlar              | 14.900        | 42.886         | 44.080         | 33.134         |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                  | -             | 24.576         | 23.136         | 21.779         |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>       | <b>14.900</b> | <b>67.462</b>  | <b>70.952</b>  | <b>57.374</b>  |
| Ödenmiş Sermaye                               | 50            | 20.050         | 25.000         | 25.000         |
| Hisse Senedi İhraç Primleri                   | -             | -              | 25.050         | 25.050         |
| Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkı               | -             | -              | -              | -              |
| Geçmiş Yıllar Karları/Zararları               | 19.904        | (1.916)        | 95.269         | 86.095         |
| Net Dönem Karı/Zararı                         | (1.820)       | 97.185         | (9.174)        | (950)          |
| Sermaye Yedekleri/Diğer Fonlar                | -             | -              | 25.050         | 25.050         |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>                     | <b>18.134</b> | <b>115.319</b> | <b>136.145</b> | <b>135.195</b> |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                       | <b>34.305</b> | <b>187.039</b> | <b>222.922</b> | <b>217.962</b> |

Firma, Kredi Yurtlar Kurumu'na kiraya verdiği Isparta ve Kütahya'daki öğrenci yurtlarından kira geliri elde etmektedir. Isparta yurdu için Kredi Yurtlar Kurumu ile 2018 yılında sözleşme imzalanmış olup sözleşme kapsamında inşaatın tamamlanmasını takiben yurda öğrenci alımlarının başlaması ile kira sözleşmesinin geçerlilik kazanacağı belirtilmektedir. Sözleşme içerisinde Kredi Yurtlar Kurumu'nun öğrenci alımlarına 17.09.2018 tarihinde başladığı bilgisi de yer almaktadır. Kütahya yurdu için ise Kredi Yurtlar Kurumu ile 2018 yılında benzer nitelikte sözleşme imzalanmış, Firma tarafından Kredi Yurtlar Kurumu'nun öğrenci alımlarına 17.09.2019 tarihinde başladığı bilgisi alınmıştır.

2017 yılında devam eden yurt inşaatlarına bağlı olarak Firmanın cirosu oluşmadığı izlenmektedir. 2018 yılı Eylül ayında Isparta yurt inşaatının tamamlanarak Kredi Yurtlar Kurumu tarafından kira ödemelerinin başlaması ile düşük seviyede kira geliriyle yılın kapatıldığı görülmektedir. 2019 yılında ise Isparta yurdunun tam yıl boyunca faaliyet göstermesi, Kütahya yurdunun ise eylül ayı itibarıyla öğrenci



kabulüne başlaması ile Kredi Yurtlar Kurumu tarafından yapılan kira ödemelerinin etkisi ile Firma cirosunda artış gerçekleşmiştir. 2020 yılı 9 aylık dönemde ise hem Isparta hem de Kütahya yurtlarının tam dönem faaliyette olmasının etkisi ile önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha yüksek kira geliri elde edildiği izlenmektedir.

Firmanın incelenen dönemler itibarıyla satılan hizmet maliyetleri; Isparta Şehir Hastanesi'ne ödenen kira bedeli, Dumlupınar Üniversitesi'ne ödenen irtifak hakkı bedelleri, yine Dumlupınar Üniversitesi'ne ödenen ciro payı ödemeleri ve sigorta, bakım onarım, elektrik vb. giderlerden oluşmaktadır. Genel yönetim giderleri ise danışmanlık giderleri, vergi, resim ve harç giderleri, genel ofis giderleri vb. giderlerden oluşmaktadır.

Firma Dumlupınar Üniversitesi'ne aylık olarak Kredi Yurtlar Kurumu'ndan aldığı kira gelirleri ve ticari alan gelirleri üzerinden %1 oranında ciro payı ödemesi gerçekleştirmektedir. Ayrıca Firma yurt kira gelirleri üzerinden %0,948 oranında damga vergisi ödemektedir. Firmanın incelenen dönemler itibarıyla satılan hizmet maliyetlerinin ve genel yönetim giderlerinin detayları aşağıdaki şekildedir:

Tablo 15: Isparta Yurt Yatırımları Maliyet Kırılımları

| Satılan Hizmet Maliyeti (Bin TL) | 2018         | 2019          | 2020/9       |
|----------------------------------|--------------|---------------|--------------|
| Kira Giderleri                   | 2.221        | 8.037         | 6.680        |
| Diğer                            |              | 895           | 586          |
| <b>Toplam</b>                    | <b>2.221</b> | <b>8.932</b>  | <b>7.266</b> |
| Genel Yönetim Giderleri (Bin TL) |              |               |              |
| Genel Yönetim Giderleri          | 3.910        | 1.252         | 51           |
| <b>Genel Toplam</b>              | <b>6.130</b> | <b>10.184</b> | <b>7.317</b> |

2019 yılında yayınlanan TFRS-16 kiralamalara ilişkin yönetmelik kapsamında Firmanın Kütahya yurdu için Dumlupınar Üniversitesi'ne olan kira ödemelerinin bir kısmının da bilançoda yükümlülükler içerisinde takip edildiği izlenmektedir.



Grafik 10: Mevcut Yıllar Ciro ve FAVÖK Gelişimi



Yatırım döneminde olmasına bağlı olarak 2017-2018 yıllarında faaliyetlerinden fon yaratamayan Firmanın, 2019 yılında Isparta yurdunun tam yıl faaliyet göstermesi, Kütahya yurdunun ise Eylül ayı itibarıyla faaliyete geçmesi ile FAVÖK marjının %52 seviyesine yükseldiği izlenmektedir. 2020 yılı 9 aylık dönemde ise hem Isparta hem de Kütahya yurtlarından tüm aylarda kira geliri elde edilmesi sebebiyle FAVÖK marjının da %72 seviyesine yükseldiği görülmektedir.

Firmanın 2019 yılında ve 2020 yılı 9 aylık dönemde esas faaliyetlerden diğer giderleri yatırım amaçlı gayrimenkullere ilişkin gerçeğe uygun değer kayıplarından oluşmaktadır. 2018 yılında esas faaliyetlerinden diğer gelirleri ise yatırım amaçlı gayrimenkullere ilişkin değerlendirme artışlarından oluşmaktadır. İncelenen dönemlerde finansman giderlerinin ağırlıklı kısmı ilişkili taraflara ilişkin adet faiz giderlerinden ve TFRS-16 kapsamında ödenen kiralara ilişkin faiz giderlerinden oluşmaktadır. Adet faizlerinin nakit çıkışı yaratmadığı belirtilmiştir.

Firmanın 2020/9 aylık dönem itibarıyla 218 milyon TL seviyesindeki aktif büyüklüğü ağırlıklı olarak duran varlıklardan ve diğer dönen varlıklar içerisinde yer alan devreden KDV tutarlarından oluşmaktadır. Finansal riski bulunmayan Firmanın mevcut yıllarda aktif finansmanı ise özkaynaklara ilaveten ağırlıklı olarak grup firmaları ve ortak borçları ile sağlanmaktadır.

Firmanın ilişkili olmayan taraflardan ticari alacakları Kredi Yurtlar Kurumu'ndan olan alacaklardan oluşurken, ilişkili olmayan taraflara ticari borçları ise danışmanlık hizmetleri, elektrik giderlerine ilişkin borçlardan oluşmaktadır.

Firmanın Kredi Yurtlar Kurumu'ndan olan kira alacaklarının tahsilatlarının düzenli şekilde yapılmasından ötürü 2019 yılından bu yana kayda değer bir alacak bakiyesi bulunmadığı ve nakit açığı da oluşmadığı izlenmektedir.

*W. H.*



Firmanın incelenen dönemlerde ilişkili olmayan taraflardan diğer alacakları vergi dairesi alacaklarından oluşmaktadır. Kısa vadeli ilişkili taraflara borçları grup firması Isparta Şehir Hastanesi'ne olan kiralama sözleşmesi kapsamında Isparta yurdu için ödenmesi gereken ancak ödenmeyen kiralar sebebiyle biriken borçlardan oluşmakta olup uzun vadeli ilişkili taraflara diğer borçları ise yatırımların finansmanına yönelik ortak Akfen İnşaat'a olan borçlardan oluşmaktadır.

Firmanın kısa ve uzun vadeli borçlanmaları TFRS-16 kapsamında sınıflanan Kütahya yurdu için Dumlupınar Üniversitesi'ne yapılan kira ödemelerinden oluşmaktadır.

Firma 21.12.2020 tarihinde 53 milyon TL'lik sermaye artışı yapmış olup; artışın 27,2 milyon TL'lik kısmı nakdi, 25,8 milyon TL'lik kısmı ortak borçlarından transfer yoluyla gerçekleşmiştir. 2020/9 aylık dönem itibarıyla Firma yükümlülükleri içerisinde yer alan 33,1 milyon TL'lik ortak borçlarının 21.12.2020 tarihine kadar ağırlıklı olarak kira tahsilatlarından sağlanan fonlarla ödemeler yapılarak 25,8 milyon TL'ye gerilediği, sermaye artışı ile söz konusu kalan borçların özkaynaklara aktarıldığı belirtilmiştir. Isparta Şehir Hastanesi'ne olan borçların ise 21.12.2020 tarihine kadar biriken kiralar ile artış göstererek 27,2 milyon TL seviyesine kadar yükseldiği, nakdi sermaye artışı ile bu borçların da tamamının kapatıldığı bilgisi alınmıştır.

Firmanın özsermayesinin aktif finansmanındaki payı 2017 yılında %53 seviyesinde hesaplanırken, 2018 yılında yapılan 20 milyon TL'lik sermaye artışının etkisi ile %62 seviyesine yükselmiştir. 2020 yılı Aralık ayında gerçekleşen sermaye artışıyla birlikte Firmanın özsermaye büyüklüğünün tekrar yükseldiği dikkat çekmektedir.

## Geleceğe Yönelik Varsayımlar ve Değerleme



## Değerleme Yöntemleri

Bir şirketin değerlemesinde kullanılabilecek çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bunlar, şirketin salt gelecekteki faaliyet performansını (nakit yaratımı, temettü verimi vb.) dikkate alan yöntemler olabildiği gibi, şirketin mevcut ve gelecekteki büyüklüğünün ve performansının, benzer şirketlerle karşılaştırılmasını ve seçilmiş piyasa göstergelerini esas alan fiyat çarpanlarıyla değerlendirilmesini, bilanço kalemlerinin güncel piyasa değerlerini dikkate alan uygulamaları da içerebilmektedir.

Isparta Yurt Yatırımları'nın değer tespitine yönelik bu çalışmada Firma için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık) yöntemleri esas alınmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA):

İNA yönteminde Firmaların gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile vergi ödemelerinin, gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır.

Projeksiyon yılları itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, Girişim Değeri'dir (Enterprise Value). Bu değerden Özsermaye Değeri'ne ulaşmak için Girişim Değeri'nden toplam net finansal borç, ortak/grup içi borçlar ve kıdem tazminatı yükümlülüğü gibi nakit çıkışı oluşturacak nitelikteki yükümlülükler düşürülürken; mevcutsa ortak/grup içi alacaklar gibi nakit girişi oluşturacak nitelikteki varlıklar eklenmektedir.

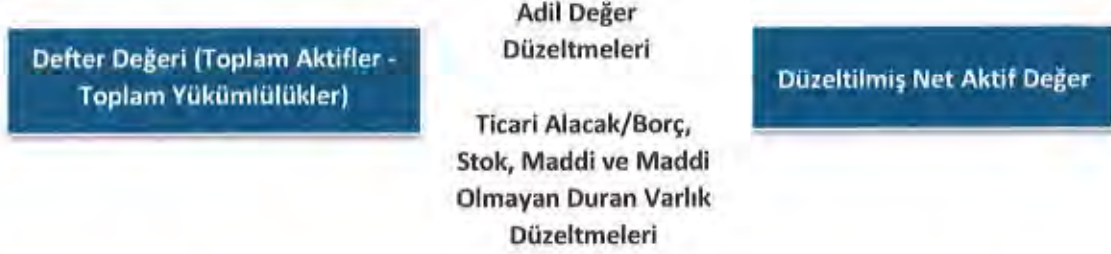
İNA yönteminde; gelecekteki nakit akımlarının değerlemenin olduğu tarihe iskonto edilmesinde kullanılan katsayının hesaplanmasında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM, WACC – Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemek için kullanılan bileşenler Ek:1'de verilmiştir.

### Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık):

Firmanın net aktif değeri toplam aktiflerinin adil değerinden toplam yükümlülüklerinin çıkarılması ile bulunmuştur.

$$\text{NET AKTİF DEĞER} = \text{Toplam Aktiflerin Adil Değeri} - \text{Toplam Borçlar}$$

Yukarıdaki formülde görüldüğü gibi, Net Aktif Değer şirketin özkaynaklarına eşit olup bu değerın hesaplanması için bilançoda ilgili ve gerekli düzeltmeler yapılmalıdır. Bu düzeltmeler ve Net Aktif Değer arasındaki ilişki aşağıda sunulmuştur:



Düzeltilmiş Net Aktif Değerin hesaplanmasında tüm maddi ve maddi olmayan duran varlıkların yeniden değerlendirme çalışmaları ile ticari borçlar, ticari alacaklar, stoklar, finansal borçlar ve diğer bilanço kalemlerine ilişkin gerçeğe uygun değer düzeltmeleri dikkate alınmıştır. Şirket'in NAD'ı, Firma tarafından temin edilen UFRS bilançoları, güncel ekspertiz raporları ve bilanço döneminden sonra gerçekleşen önemli gelişmeler dikkate alınarak hesaplanmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme

### Projeksiyon Varsayımları

Firmanın kira geliri elde ettiği Isparta yurdunun kullanım hakkı 2015 yılında yapılan sözleşme ile 27 yıllığına Isparta Şehir Hastanesi'ne verilmiştir. Isparta Yurt Yatırımları, grup firması olan Isparta Şehir Hastanesi'nin kiracısı konumunda olup Isparta Şehir Hastanesi'nin Isparta yurdunu kullanım hakkı 2042 yılı Temmuz ayında sona erecektir.

Firmanın bir diğer kira geliri elde ettiği Kütahya yurdunun ise kullanım hakkı 2016 yılında imzalanan sözleşme ile 29 yıllığına Isparta Yurt Yatırımları'na ait olup, 2045 yılı sonunda kullanım hakkı sona erecektir.

Yurtların kullanım hakkı süreleri dikkate alınarak Firmanın serbest nakit akım projeksiyonu önümüzdeki 25 yılı kapsayacak şekilde 2021-2045 yılları arasına yönelik olarak hesaplanmıştır.

Değerleme çalışması Firmanın faaliyet para birimi dikkate alınarak TL cinsinden gerçekleştirilmiştir. Çalışma kapsamında dikkate alınan TL bazında TÜFE ve ÜFE tahminleri; 2021-2045 yılları arası dönem için TSKB Danışmanlık Hizmetleri'nin öngörülerini yansıtmaktadır.

Tablo 16: Yıllık Ortalama TÜFE ve ÜFE Tahminleri

| Göstergeler               | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| TÜFE (yıllık, ortalama %) | 13,8% | 10,8% | 10,1% | 9,7%  | 10,1% | 9,9%  | 9,9%  | 10,0% | 10,1% |
| ÜFE (yıllık, ortalama %)  | 16,4% | 11,8% | 11,1% | 10,8% | 11,3% | 11,0% | 11,2% | 11,3% | 11,5% |



| Göstergeler               | 2030  | 2031  | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 |
|---------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| TÜFE (yıllık, ortalama %) | 10,2% | 9,2%  | 8,6% | 8,0% | 7,4% | 6,8% | 6,7% | 6,7% |
| ÜFE (yıllık, ortalama %)  | 11,7% | 10,2% | 9,4% | 8,6% | 7,8% | 7,0% | 7,2% | 7,2% |

| Göstergeler               | 2038 | 2039 | 2040 | 2041 | 2042 | 2043 | 2044 | 2045 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| TÜFE (yıllık, ortalama %) | 6,4% | 6,1% | 6,0% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% |
| ÜFE (yıllık, ortalama %)  | 6,8% | 6,6% | 6,5% | 6,6% | 6,6% | 6,5% | 6,6% | 6,6% |

Kaynak: TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Firmanın projeksiyon çalışmasında; ilerleyen dönemlerde de Isparta, Kütahya yurtlarından ve Kütahya yurdunun sosyal yaşam merkezi içerisinde yer alan ticari alanlardan kira geliri elde edeceği varsayılmıştır. Kredi Yurtlar Kurumu, Isparta ve Kütahya yurtları için Firmanın kiracısı konumundadır. Kredi Yurtlar Kurumu ile kira sözleşmeleri aylık kira tutarı üzerinden belirlenmekte olup, yurtların doluluk oranları aylık kira tutarı üzerinde değişiklik yaratmamaktadır.

Firmanın projeksiyon dönemlerindeki gelir öngörülleri; kira sözleşmeleri, Firma tarafından paylaşılmış olan iş planı ve TSKB tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Firmanın kira geliri elde ettiği Isparta yurdu için 2018 yılında Kredi Yurtlar Kurumu ile imzalanan sözleşme kapsamında yurdun kullanıma açıldığı ilk yıl olan 17.09.2018-17.09.2019 tarihleri arasında sözleşmede belirlenen aylık 985 bin TL'lik kira fiyatı üzerinden %15'lik indirim yapılarak aylık 838 bin TL kira ödemesi belirlenmiştir. Takip eden dönemlerde ise her yılın Eylül ayı artış ayı olmak üzere, belirlenmiş olan indirimsiz 985 bin TL'lik baz kira tutarının o yıla ilişkin TÜFE oranında artışı dikkate alınarak kira fiyatlarının belirleneceği belirtilmiştir. Isparta yurdu için 2020 yılı Eylül ayında Kredi Yurtlar Kurumu'nun ödemekle yükümlü olduğu aylık kira tutarı 1.312 bin TL seviyesinde olup 2021 yılı Ocak-Ağustos aylarında da aynı kira tutarı üzerinden ödeme yapılacaktır. Kira tutarının 2021 yılı Eylül ayında aynı yılın TÜFE oranı ile artış göstererek 1.492 bin TL seviyesine yükseleceği ve 2021 yılı sonuna kadarki sürede de bu tutar üzerinden tahsilat yapılacağı varsayılmıştır.

Firmanın kira geliri elde ettiği bir diğer yurt olan Kütahya yurdunun, Kredi Yurtlar Kurumu ile imzalanan sözleşme kapsamında; yurdun kullanıma açıldığı ilk yıl olan 17.09.2019-17.09.2020 tarihleri arasında sözleşmede belirlenen aylık 825 bin TL'lik kira fiyatı üzerinden %15'lik indirim yapılarak aylık 701 bin TL kira ödemesi belirlenmiştir. Takip eden dönemlerde ise her yılın Eylül ayı artış ayı olmak üzere, belirlenmiş olan indirimsiz 825 bin TL'lik baz kira tutarının o yıla ilişkin TÜFE oranında artışı dikkate alınarak kira fiyatlarının belirleneceği belirtilmiştir. Kütahya yurdu için 2020 yılı Eylül ayında Kredi Yurtlar Kurumu'nun ödemekle yükümlü olduğu aylık kira tutarı 920 bin TL seviyesinde olup 2021 yılı Ocak-Ağustos aylarında da aynı kira tutarı üzerinden ödeme yapılacaktır. Kira tutarının 2021 yılı Eylül ayında aynı yılın TÜFE oranı ile artış göstererek 1.047 bin TL seviyesine yükseleceği ve 2021 yılı sonuna kadarki sürede de bu tutar üzerinden tahsilat yapılacağı varsayılmıştır.



Her iki yurt için de 2021 yılı sonraki dönemlerde geçmiş yıllarda olduğu şekilde her yılın Eylül ayı kira artış ayı olarak dikkate alınmış, o yılın Eylül-Aralık ve sonraki yılın Ocak-Ağustos ayları için kira ödemelerinde artırılan kira tutarları dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda projeksiyon yılları boyunca Kredi Yurtlar Kurumu'nun Isparta ve Kütahya yurtları için Firma'ya ödemekle yükümlü olduğu aylık kira tutarlarının gelişimi aşağıdaki tabloda sunulmakta olup; tablo içerisindeki aylık kira bedelleri ilgili yılın Eylül ayında artırılan ve son 4 ay geçerli olan kira tutarını yansıtmaktadır.

Çalışmamızda Firmanın yıllık kira gelirleri hesaplanırken; ilk 8 aylık dönem için bir önceki yılın aylık kira bedeli, son 4 aylık kira geliri olarak ise içinde bulunulan yılın Eylül ayında artırılan kira bedeli dikkate alınmaktadır.

**Tablo 17: Projeksiyon Yılları Aylık Kira Tutarları**

| Aylık Kira Fiyatı (Bin TL)      | 2020/Eylül | 2020 Son 3 Ay | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|---------------------------------|------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Isparta Yurdu Aylık Kira Tutarı | 1.312      | 1.312         | 1.492 | 1.654 | 1.820 | 1.997 | 2.199 | 2.417 | 2.657 |
| Kütahya Yurdu Aylık Kira Tutarı | 920        | 920           | 1.047 | 1.160 | 1.277 | 1.401 | 1.542 | 1.695 | 1.864 |
| Aylık Kira Fiyatı (Bin TL)      | 2028       | 2029          | 2030  | 2031  | 2032  | 2033  | 2034  | 2035  | 2036  |
| Isparta Yurdu Aylık Kira Tutarı | 2.924      | 3.219         | 3.549 | 3.874 | 4.205 | 4.540 | 4.874 | 5.203 | 5.550 |
| Kütahya Yurdu Aylık Kira Tutarı | 2.051      | 2.258         | 2.489 | 2.717 | 2.950 | 3.184 | 3.418 | 3.649 | 3.892 |
| Aylık Kira Fiyatı (Bin TL)      | 2037       | 2038          | 2039  | 2040  | 2041  | 2042  | 2043  | 2044  | 2045  |
| Isparta Yurdu Aylık Kira Tutarı | 5.920      | 6.297         | 6.682 | 7.080 | 7.515 | 7.971 | -     | -     | -     |
| Kütahya Yurdu Aylık Kira Tutarı | 4.152      | 4.417         | 4.687 | 4.966 | 5.271 | 5.591 | 5.929 | 6.290 | 6.672 |

\*Her yılın Eylül ayında kira artışları yapılmakta olup, Eylül ayı kirası artırılmış tutardan oluşmaktadır. Yukarıdaki tabloda 2021 yılı ve sonraki yıllarda o yıla ilişkin Eylül-Aralık aylarında ödenecek kira tutarları görülmektedir. Ocak-Ağustos aylarına ilişkin kira ödemeleri tabloda yer alan bir yıl önceki kira tutarları üzerinden yapılacaktır.

\*\*Hem Isparta hem de Kütahya yurtlarında kira artışı 2020 yılı Eylül ayında yapıldığı için son 3 aylık dönemde de aynı kira tutarı hesaplamalara dahil edilmiştir.

\*\*\*Isparta yurdunun projeksiyon çalışması sözleşmenin bitiş tarihi olan 2042 yılı Temmuz ayına kadar ki gelir varsayımları üzerinden yapılmıştır. 2042 yılında kira tutarının bir önceki yıl seviyesinde görülmesinin nedeni, kira artışlarının Eylül ayında yapılması nedeni ile 2041 yılı Eylül ayında artışı yapılmış kira tutarının geçerliliğini sürdürmesidir.

Firma, Kütahya yurdundaki sosyal yaşam alanları içerisinde yer alan ticari alanlardan kira geliri elde etmekte olup güncel dönemde bir adet dükkânın market olarak kiraya verildiği, kiraya verilmiş olan dükkânın toplam kiralanabilir alan olan 1.800 m<sup>2</sup>'nin %20'sini oluşturduğu, kalan kiralanabilir alanlardan henüz kira geliri elde edilmediği belirtilmiştir. Firma 2020 yılında ticari alanlardan aylık 7,3 bin TL gelir elde etmektedir. 2020 yılında Covid-19 pandemisi sebebiyle alınan önlemlerden birisi uzaktan eğitime geçiş yapılması olmuştur. Uzaktan eğitimin 2021 yılı ilk yarısını da içinde bulunduracak şekilde devam edecek olması dikkate alınarak, Kütahya yurdunda yer alan ticari alanların 2021 yılında da mevcut doluluk oranını koruyacağı, aşı çalışmaları kapsamında 2022 yılında salgın etkilerinin görece azalması varsayımı ile doluluk oranının %30 seviyesine yükseleceği, takip eden yıllarda da %50 seviyesini koruyacağı dikkate alınmıştır.



2020 yılı Eylül ayında Kütahya yurdundan aylık 7,3 bin TL kira geliri elde edilmekte olup, sonraki yıllarda kira gelirlerinin Eylül ayı kira tutarı artış ayı olmak üzere, o yıla konu TÜFE tahmini ile artış göstereceği varsayılmıştır.

Isparta, Kütahya yurtlarına ve Kütahya yurdunda yer alan ticari alanlara ilişkin aylık kira tutarları üzerinden gelir tahminleri aşağıdaki gibidir:

**Tablo 18: Projeksiyon Yılları Gelir Varsayımları**

| Gelirler (Bin TL)               | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Isparta Yurdu Kira Geliri       | 16.463        | 18.554        | 20.510        | 22.550        | 24.776        | 27.261        | 29.963        | 32.951        | 36.266        |
| Kütahya Yurdu Kira Geliri       | 11.547        | 13.013        | 14.385        | 15.816        | 17.377        | 19.120        | 21.015        | 23.111        | 25.436        |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri | 91            | 154           | 283           | 312           | 342           | 377           | 414           | 455           | 501           |
| <b>Toplam</b>                   | <b>28.101</b> | <b>31.721</b> | <b>35.179</b> | <b>38.678</b> | <b>42.495</b> | <b>46.757</b> | <b>51.392</b> | <b>56.517</b> | <b>62.204</b> |

| Gelirler (Bin TL)               | 2030          | 2031          | 2032          | 2033          | 2034          | 2035           | 2036           | 2037           |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Isparta Yurdu Kira Geliri       | 39.952        | 43.888        | 47.813        | 51.803        | 55.816        | 59.805         | 63.824         | 68.078         |
| Kütahya Yurdu Kira Geliri       | 28.021        | 30.782        | 33.535        | 36.334        | 39.148        | 41.946         | 44.765         | 47.749         |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri | 552           | 606           | 661           | 716           | 771           | 826            | 882            | 941            |
| <b>Toplam</b>                   | <b>68.525</b> | <b>75.276</b> | <b>82.009</b> | <b>88.853</b> | <b>95.735</b> | <b>102.577</b> | <b>109.471</b> | <b>116.768</b> |

| Gelirler (Bin TL)               | 2038           | 2039           | 2040           | 2041           | 2042           | 2043          | 2044          | 2045          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Isparta Yurdu Kira Geliri       | 72.551         | 77.105         | 81.776         | 86.698         | 91.809         | -             | -             | -             |
| Kütahya Yurdu Kira Geliri       | 50.886         | 54.080         | 57.356         | 60.808         | 64.529         | 68.443        | 72.595        | 77.012        |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri | 1.003          | 1.065          | 1.130          | 1.198          | 1.271          | 1.348         | 1.430         | 1.517         |
| <b>Toplam</b>                   | <b>124.440</b> | <b>132.250</b> | <b>140.262</b> | <b>148.705</b> | <b>110.889</b> | <b>69.791</b> | <b>74.026</b> | <b>78.529</b> |

\*2021 yılında Isparta Yurdu kira geliri için Ocak-Ağustos aylarında aylık 1,3 milyon TL'lik kira tutarı ve Eylül-Aralık ayları için aylık 1,5 milyon TL'lik kira tutarı; Kütahya yurdu için Ocak-Ağustos aylarında aylık 920 bin TL aylık kira tutarı, Eylül-Aralık ayları için 1 milyon TL'lik kira tutarı dikkate alınmıştır.

\*\*2022 ve sonraki dönemlerde Isparta ve Kütahya yurtları için kira gelirleri hesaplanırken Ocak-Ağustos ayları için yukarıdaki kira tutarları tablosunda bir önceki yılda gösterilen kira tutarları, Eylül-Aralık aylarında ise o yıl için gösterilmiş olan kira tutarları dikkate alınmıştır.

Firma Isparta yurdu için grup firması olan Isparta Şehir Hastanesi'ne kira ödemekte olup, yurdun bulunduğu arazinin üst kullanım hakkı Isparta Şehir Hastanesi'ne aittir. Isparta Şehir Hastanesi ile Isparta Yurt Yatırımları arasında ilk kira sözleşmesi 2015 yılında imzalanmış olup 2020 yılı Aralık ayında söz konusu sözleşme revize edilmiştir. Revize edilen sözleşme kapsamında 2021 yılı süresince aylık ödenecek kira tutarının 100 bin TL olacağı, kira artışlarının her yılın Ocak ayında yapılacağı belirtilmektedir. Bu kapsamda Isparta Şehir Hastanesi'ne ödenecek kira tutarlarının sözleşme dikkate alınarak her yılın Ocak ayında o yılın ÜFE oranı ile artış yapılacağı varsayılmış olup 2021 yılı ve sonraki dönemlerde bu varsayım doğrultusunda kira artışları dikkate alınmıştır. 2019 yılında Isparta yurduna ilişkin kira ödemelerinin projeksiyon döneminin başlangıç yılı olan 2021 yılında 1,2 milyon TL seviyesine gerilemesinde mevcut sözleşmenin yenilenmiş olması etkili olmuştur.

Firma, yıllar itibarıyla Kütahya yurdu için Dumlupınar Üniversitesi'ne irtifak hakkı ödemesi yapmaktadır. Ödemeler yılda bir kez olmak üzere Eylül ayında yapılacak olup, her yılın Eylül ayında o yılın ÜFE oranı ile irtifak hakkı ödemelerinin artış göstereceği varsayılmıştır. 2020 yılı Eylül ayında 880 bin TL irtifak hakkı ödemesi yapılmış olup, bir sonraki ödeme 2021 yılı Eylül ayında 1.024 bin TL olarak



gerçekleştirilecektir. Firma ayrıca Dumlupınar Üniversitesi'ne Kütahya yurdu geliri üzerinden %1 oranında ciro payı ödemesi yapmakla yükümlüdür.

Firma hem Isparta hem de Kütahya yurtlarından elde ettiği gelirler üzerinden yıllar itibarıyla damga vergisi ödemekte olup damga vergisi, projeksiyon yılları boyunca güncel oranı yansıtan %0,948 olarak dikkate alınmıştır.

Projeksiyon yılları boyunca hizmet maliyeti öngörülleri aşağıdaki şekildedir:

**Tablo 19: Projeksiyon Yılları Hizmet Maliyetleri Öngörülleri**

| Hizmet Maliyetleri (Bin TL)                | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Isparta Yurdu Şehir Hastanesi Kira Ödemesi | 1.200        | 1.342        | 1.490        | 1.651        | 1.838        | 2.040        | 2.269        | 2.525        | 2.815        |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi        | 1.024        | 1.145        | 1.272        | 1.410        | 1.569        | 1.742        | 1.936        | 2.155        | 2.403        |
| Kütahya Yurdu Ciro Payı Ödemesi            | 116          | 132          | 147          | 161          | 177          | 195          | 214          | 236          | 259          |
| Damga Vergisi Ödemesi                      | 266          | 299          | 331          | 364          | 400          | 440          | 483          | 531          | 585          |
| <b>Toplam</b>                              | <b>2.606</b> | <b>2.918</b> | <b>3.240</b> | <b>3.586</b> | <b>3.983</b> | <b>4.417</b> | <b>4.903</b> | <b>5.447</b> | <b>6.063</b> |

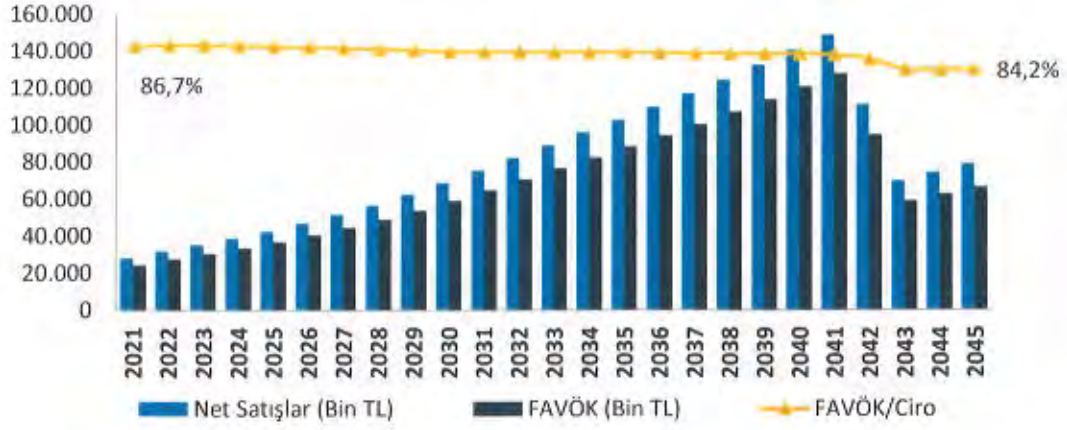
| Hizmet Maliyetleri (Bin TL)                | 2030         | 2031         | 2032         | 2033         | 2034         | 2035          | 2036          | 2037          |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Isparta Yurdu Şehir Hastanesi Kira Ödemesi | 3.145        | 3.467        | 3.794        | 4.122        | 4.445        | 4.758         | 5.102         | 5.469         |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi        | 2.684        | 2.959        | 3.238        | 3.518        | 3.794        | 4.061         | 4.355         | 4.668         |
| Kütahya Yurdu Ciro Payı Ödemesi            | 286          | 314          | 342          | 370          | 399          | 428           | 456           | 487           |
| Damga Vergisi Ödemesi                      | 644          | 708          | 771          | 836          | 900          | 965           | 1.029         | 1.098         |
| <b>Toplam</b>                              | <b>6.759</b> | <b>7.447</b> | <b>8.145</b> | <b>8.846</b> | <b>9.538</b> | <b>10.211</b> | <b>10.943</b> | <b>11.722</b> |

| Hizmet Maliyetleri (Bin TL)                | 2038          | 2039          | 2040          | 2041          | 2042          | 2043         | 2044         | 2045         |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Isparta Yurdu Şehir Hastanesi Kira Ödemesi | 5.842         | 6.226         | 6.628         | 7.067         | 7.565         | -            | -            | -            |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi        | 4.987         | 5.315         | 5.658         | 6.032         | 6.428         | 6.848        | 7.298        | 7.776        |
| Kütahya Yurdu Ciro Payı Ödemesi            | 519           | 551           | 585           | 620           | 658           | 698          | 740          | 785          |
| Damga Vergisi Ödemesi                      | 1.170         | 1.244         | 1.319         | 1.398         | 1.039         | 649          | 688          | 730          |
| <b>Toplam</b>                              | <b>12.518</b> | <b>13.336</b> | <b>14.190</b> | <b>15.118</b> | <b>11.890</b> | <b>8.195</b> | <b>8.727</b> | <b>9.292</b> |

Firmanın projeksiyon dönemlerinde operasyonel giderleri; mevcut gerçekleştirmeler ve Firma öngörülleri gözden geçirilerek kira gelirlerinin %4'ü olacak şekilde tahmin edilmiştir. Ticari alanlar için operasyonel gider öngörülmemiştir.

Firmanın 2021 yılında FAVÖK marjı %86,7 seviyesinde hesaplanmakta olup 2020/9 aylık döneme kıyasla yaşanan artışta Isparta Şehir Hastanesi'ne ödenen kira tutarlarının önemli düzeyde gerileyecek olması etkili olmaktadır. 2022 yılı ve sonraki dönemlerde cirosu üzerinden benzer oranlarda FAVÖK elde edeceği tahmin edilen Firmanın FAVÖK marjında cüzi seviyede de olsa yaşanan azalış; kira gelirlerinin artış tahminlerinin TÜFE varsayımları, kira ödemelerinin artış tahminlerinin ise ÜFE varsayımları ile yapılması neticesinde TÜFE/ÜFE artış oranları arasındaki farktan kaynaklanmaktadır.

Grafik 11: Projeksiyon Yılları Ciro ve FAVÖK Öngörülleri



Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda Firma özet karlılık sonuçları aşağıdaki gibidir:



Tablo 20: Projeksiyon Yılları Özet Karlılık Sonuçları-1

| Bin TL                                    | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          | 2031          | 2032          |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| TÜFE Tahmini                              | 13,8%         | 10,8%         | 10,1%         | 9,7%          | 10,1%         | 9,9%          | 9,9%          | 10,0%         | 10,1%         | 10,2%         | 9,2%          | 8,6%          |
| ÜFE Tahmini                               | 16,4%         | 11,8%         | 11,1%         | 10,8%         | 11,3%         | 11,0%         | 11,2%         | 11,3%         | 11,5%         | 11,7%         | 10,2%         | 9,4%          |
| İsparta Yurt KYK Kira Tutarı (Aylık)      | 1.492         | 1.654         | 1.820         | 1.997         | 2.199         | 2.417         | 2.657         | 2.924         | 3.219         | 3.549         | 3.874         | 4.205         |
| Kütahya Yurt KYK Kira Tutarı (Aylık)      | 1.047         | 1.160         | 1.277         | 1.401         | 1.542         | 1.695         | 1.864         | 2.051         | 2.258         | 2.489         | 2.717         | 2.950         |
| İsparta Yurt İrtifak Hakkı (Aylık)        | 100           | 112           | 124           | 138           | 153           | 170           | 189           | 210           | 235           | 262           | 289           | 316           |
| Ticari Alan (M2)                          | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         | 1.800         |
| Doluluk Oranı                             | 20%           | 30%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           | 50%           |
| Ticari Alan Kira Fiyatı (Aylık)           | 23            | 25            | 28            | 31            | 34            | 37            | 41            | 45            | 49            | 54            | 59            | 65            |
| Ciro Payı                                 | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            | 1%            |
| Damga Vergisi                             | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%          |
| İsparta Yurt Operasyonel Giderleri        | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            |
| Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri        | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            | 4%            |
| İsparta Yurt Kira Geliri                  | 16.463        | 18.554        | 20.510        | 22.550        | 24.776        | 27.261        | 29.963        | 32.951        | 36.266        | 39.952        | 43.888        | 47.813        |
| Kütahya Yurt Kira Geliri                  | 11.547        | 13.013        | 14.385        | 15.816        | 17.377        | 19.120        | 21.015        | 23.111        | 25.436        | 28.021        | 30.782        | 33.535        |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri           | 91            | 154           | 283           | 312           | 342           | 377           | 414           | 455           | 501           | 552           | 606           | 661           |
| <b>Gelirler</b>                           | <b>28.101</b> | <b>31.721</b> | <b>35.179</b> | <b>38.678</b> | <b>42.495</b> | <b>46.757</b> | <b>51.392</b> | <b>56.517</b> | <b>62.204</b> | <b>68.525</b> | <b>75.276</b> | <b>82.009</b> |
| İsparta Şehir Hastanesi'ne Kira Ödemeleri | 1.200         | 1.342         | 1.490         | 1.651         | 1.838         | 2.040         | 2.269         | 2.525         | 2.815         | 3.145         | 3.467         | 3.794         |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi       | 1.024         | 1.145         | 1.272         | 1.410         | 1.569         | 1.742         | 1.936         | 2.155         | 2.403         | 2.684         | 2.959         | 3.238         |
| <b>Toplam Ödemeler</b>                    | <b>2.487</b>  | <b>2.762</b>  | <b>3.061</b>  | <b>3.407</b>  | <b>3.782</b>  | <b>4.205</b>  | <b>4.680</b>  | <b>5.218</b>  | <b>5.829</b>  | <b>6.426</b>  | <b>7.032</b>  | <b>7.724</b>  |
| Ciro Payı Ödemesi                         | 116           | 132           | 147           | 161           | 177           | 195           | 214           | 236           | 259           | 286           | 314           | 342           |
| Damga Vergisi                             | 266           | 299           | 331           | 364           | 400           | 440           | 483           | 531           | 585           | 644           | 708           | 771           |
| <b>Satılan Hizmet Maliyeti</b>            | <b>2.605</b>  | <b>2.918</b>  | <b>3.240</b>  | <b>3.586</b>  | <b>3.983</b>  | <b>4.417</b>  | <b>4.903</b>  | <b>5.447</b>  | <b>6.063</b>  | <b>6.759</b>  | <b>7.447</b>  | <b>8.145</b>  |
| <b>Brüt Kar</b>                           | <b>25.494</b> | <b>28.803</b> | <b>31.939</b> | <b>35.092</b> | <b>38.512</b> | <b>42.341</b> | <b>46.490</b> | <b>51.070</b> | <b>56.141</b> | <b>61.766</b> | <b>67.829</b> | <b>73.864</b> |
| <b>Brüt Kar Marjı</b>                     | <b>90,7%</b>  | <b>90,8%</b>  | <b>90,8%</b>  | <b>90,7%</b>  | <b>90,6%</b>  | <b>90,6%</b>  | <b>90,5%</b>  | <b>90,4%</b>  | <b>90,3%</b>  | <b>90,1%</b>  | <b>90,1%</b>  | <b>90,1%</b>  |
| İsparta Yurt Operasyonel Giderleri        | 659           | 742           | 820           | 902           | 991           | 1.090         | 1.199         | 1.318         | 1.451         | 1.598         | 1.756         | 1.913         |
| Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri        | 462           | 521           | 575           | 633           | 695           | 765           | 841           | 924           | 1.017         | 1.121         | 1.231         | 1.341         |
| <b>Operasyonel Giderler</b>               | <b>1.120</b>  | <b>1.263</b>  | <b>1.396</b>  | <b>1.535</b>  | <b>1.686</b>  | <b>1.855</b>  | <b>2.039</b>  | <b>2.242</b>  | <b>2.468</b>  | <b>2.719</b>  | <b>2.987</b>  | <b>3.254</b>  |
| <b>Toplam Giderler</b>                    | <b>3.727</b>  | <b>4.181</b>  | <b>4.636</b>  | <b>5.121</b>  | <b>5.669</b>  | <b>6.272</b>  | <b>6.942</b>  | <b>7.689</b>  | <b>8.531</b>  | <b>9.478</b>  | <b>10.434</b> | <b>11.399</b> |
| <b>FAVÖK</b>                              | <b>24.374</b> | <b>27.540</b> | <b>30.543</b> | <b>33.558</b> | <b>36.826</b> | <b>40.485</b> | <b>44.450</b> | <b>48.828</b> | <b>53.673</b> | <b>59.047</b> | <b>64.842</b> | <b>70.610</b> |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                        | <b>86,7%</b>  | <b>86,8%</b>  | <b>86,8%</b>  | <b>86,8%</b>  | <b>86,7%</b>  | <b>86,6%</b>  | <b>86,5%</b>  | <b>86,4%</b>  | <b>86,3%</b>  | <b>86,2%</b>  | <b>86,1%</b>  | <b>86,1%</b>  |

Tablo 21: Projeksiyon Yılları Özet Karlılık Sonuçları-2

| Bin TL                                    | 2033          | 2034          | 2035           | 2036           | 2037           | 2038           | 2039           | 2040           | 2041           | 2042           | 2043           | 2044           | 2045           |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| TÜFE Tahmini                              | 8,0%          | 7,4%          | 6,8%           | 6,7%           | 6,7%           | 6,4%           | 6,1%           | 6,0%           | 6,1%           | 6,1%           | 6,1%           | 6,1%           | 6,1%           |
| ÜFE Tahmini                               | 8,6%          | 7,8%          | 7,0%           | 7,2%           | 7,2%           | 6,8%           | 6,6%           | 6,5%           | 6,6%           | 6,6%           | 6,5%           | 6,5%           | 6,6%           |
| İsparta Yurt KYK Kira Tutarı (Aylık)      | 4.540         | 4.874         | 5.203          | 5.550          | 5.920          | 6.297          | 6.682          | 7.080          | 7.515          | 7.971          | 8.454          | 8.968          | 9.513          |
| Kütahya Yurt KYK Kira Tutarı (Aylık)      | 3.184         | 3.418         | 3.649          | 3.892          | 4.152          | 4.417          | 4.687          | 4.966          | 5.271          | 5.591          | 5.929          | 6.290          | 6.672          |
| İsparta Yurt İrtifak Hakkı (Aylık)        | 343           | 370           | 396            | 425            | 456            | 487            | 519            | 552            | 589            | 628            |                |                |                |
| Ticari Alan (M2)                          | 1.800         | 1.800         | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          | 1.800          |
| Doluluk Oranı                             | 50%           | 50%           | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            | 50%            |
| Ticari Alan Kira Fiyatı (Aylık)           | 70            | 75            | 80             | 85             | 91             | 97             | 103            | 109            | 115            | 122            | 130            | 138            | 146            |
| Ciro Payı                                 | 1%            | 1%            | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             |
| Damga Vergisi                             | 0,9%          | 0,9%          | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           | 0,9%           |
| İsparta Yurt Operasyonel Giderleri        | 4%            | 4%            | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             |
| Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri        | 4%            | 4%            | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             | 4%             |
| İsparta Yurt Kira Geliri                  | 51.803        | 55.816        | 59.805         | 63.824         | 68.078         | 72.551         | 77.105         | 81.776         | 86.698         | 91.889         | 97.061         | 102.326        | 107.695        |
| Kütahya Yurt Kira Geliri                  | 36.334        | 39.148        | 41.946         | 44.765         | 47.749         | 50.886         | 54.080         | 57.356         | 60.808         | 64.529         | 68.443         | 72.595         | 77.012         |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri           | 716           | 771           | 826            | 882            | 941            | 1.003          | 1.065          | 1.130          | 1.198          | 1.271          | 1.348          | 1.430          | 1.517          |
| <b>Gelirler</b>                           | <b>88.853</b> | <b>95.735</b> | <b>102.577</b> | <b>109.471</b> | <b>116.768</b> | <b>124.440</b> | <b>132.250</b> | <b>140.262</b> | <b>148.705</b> | <b>157.699</b> | <b>166.852</b> | <b>176.476</b> | <b>186.229</b> |
| İsparta Şehir Hastanesi'ne Kira Ödemeleri | 4.122         | 4.445         | 4.758          | 5.102          | 5.469          | 5.842          | 6.226          | 6.628          | 7.067          | 7.515          | 7.971          | 8.454          | 8.968          |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi       | 3.518         | 3.794         | 4.061          | 4.355          | 4.668          | 4.987          | 5.315          | 5.658          | 6.032          | 6.428          | 6.848          | 7.298          | 7.776          |
| <b>Toplam Ödemeler</b>                    | <b>7.640</b>  | <b>8.239</b>  | <b>8.819</b>   | <b>9.457</b>   | <b>10.137</b>  | <b>10.829</b>  | <b>11.541</b>  | <b>12.286</b>  | <b>13.100</b>  | <b>13.953</b>  | <b>14.846</b>  | <b>15.776</b>  | <b>16.724</b>  |
| Ciro Payı Ödemesi                         | 370           | 399           | 428            | 456            | 487            | 519            | 551            | 585            | 620            | 658            | 698            | 740            | 785            |
| Damga Vergisi                             | 836           | 900           | 965            | 1029           | 1098           | 1170           | 1244           | 1319           | 1397           | 1478           | 1561           | 1648           | 1739           |
| <b>Satılan Hizmet Maliyeti</b>            | <b>8.846</b>  | <b>9.538</b>  | <b>10.211</b>  | <b>10.943</b>  | <b>11.722</b>  | <b>12.518</b>  | <b>13.336</b>  | <b>14.190</b>  | <b>15.118</b>  | <b>16.099</b>  | <b>17.127</b>  | <b>18.204</b>  | <b>19.332</b>  |
| <b>Brüt Kar</b>                           | <b>80.007</b> | <b>86.197</b> | <b>92.366</b>  | <b>98.528</b>  | <b>105.046</b> | <b>111.921</b> | <b>118.914</b> | <b>126.072</b> | <b>133.587</b> | <b>141.500</b> | <b>149.725</b> | <b>158.272</b> | <b>167.197</b> |
| <b>Brüt Kar Marjı</b>                     | <b>90,0%</b>  | <b>90,0%</b>  | <b>90,0%</b>   | <b>90,0%</b>   | <b>90,0%</b>   | <b>89,9%</b>   | <b>89,9%</b>   | <b>89,9%</b>   | <b>89,8%</b>   | <b>89,8%</b>   | <b>88,3%</b>   | <b>88,2%</b>   | <b>88,2%</b>   |
| İsparta Yurt Operasyonel Giderleri        | 2.072         | 2.233         | 2.392          | 2.553          | 2.723          | 2.902          | 3.084          | 3.271          | 3.468          | 3.675          | 3.891          | 4.118          | 4.356          |
| Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri        | 1.453         | 1.566         | 1.678          | 1.791          | 1.910          | 2.035          | 2.163          | 2.294          | 2.432          | 2.581          | 2.738          | 2.904          | 3.080          |
| <b>Operasyonel Giderler</b>               | <b>3.525</b>  | <b>3.799</b>  | <b>4.070</b>   | <b>4.344</b>   | <b>4.633</b>   | <b>4.937</b>   | <b>5.247</b>   | <b>5.565</b>   | <b>5.900</b>   | <b>6.256</b>   | <b>6.629</b>   | <b>7.022</b>   | <b>7.436</b>   |
| <b>Toplam Giderler</b>                    | <b>12.371</b> | <b>13.337</b> | <b>14.281</b>  | <b>15.287</b>  | <b>16.355</b>  | <b>17.456</b>  | <b>18.584</b>  | <b>19.755</b>  | <b>21.018</b>  | <b>22.375</b>  | <b>23.833</b>  | <b>25.400</b>  | <b>27.072</b>  |
| <b>FAVÖK</b>                              | <b>76.481</b> | <b>82.398</b> | <b>88.296</b>  | <b>94.185</b>  | <b>100.413</b> | <b>106.984</b> | <b>113.666</b> | <b>120.506</b> | <b>127.686</b> | <b>135.125</b> | <b>142.936</b> | <b>151.074</b> | <b>159.565</b> |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                        | <b>86,1%</b>  | <b>86,1%</b>  | <b>86,1%</b>   | <b>86,0%</b>   | <b>86,0%</b>   | <b>86,0%</b>   | <b>85,9%</b>   | <b>85,9%</b>   | <b>85,9%</b>   | <b>85,3%</b>   | <b>84,3%</b>   | <b>84,3%</b>   | <b>84,2%</b>   |

uzur



Tablo 22: Isparta Yurdu Özet Karlılık Sonuçları

| Bin TL                                    | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          | 2031          | 2032 | 2033 |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------|------|
| Isparta Yurt Kira Geliri                  | 16.463        | 18.554        | 20.510        | 22.550        | 24.776        | 27.261        | 29.963        | 32.951        | 36.266        | 39.952        | 43.888        |      |      |
| Isparta Şehir Hastanesi'ne Kira Ödemeleri | 1.200         | 1.342         | 1.490         | 1.651         | 1.838         | 2.040         | 2.269         | 2.525         | 2.815         | 3.145         | 3.467         |      |      |
| Damga Vergisi                             | 156           | 176           | 194           | 214           | 235           | 258           | 284           | 312           | 344           | 379           | 416           |      |      |
| <b>Brüt Kar</b>                           | <b>15.107</b> | <b>17.036</b> | <b>18.825</b> | <b>20.685</b> | <b>22.703</b> | <b>24.962</b> | <b>27.410</b> | <b>30.114</b> | <b>33.107</b> | <b>36.428</b> | <b>40.005</b> |      |      |
| Isparta Yurt Operasyonel Giderleri        | 659           | 742           | 820           | 902           | 991           | 1.090         | 1.199         | 1.318         | 1.451         | 1.598         | 1.756         |      |      |
| <b>FAVÖK</b>                              | <b>14.448</b> | <b>16.294</b> | <b>18.005</b> | <b>19.783</b> | <b>21.712</b> | <b>23.871</b> | <b>26.212</b> | <b>28.796</b> | <b>31.656</b> | <b>34.830</b> | <b>38.249</b> |      |      |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                        | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    |      |      |

| Bin TL                                    | 2032          | 2033          | 2034          | 2035          | 2036          | 2037          | 2038          | 2039          | 2040          | 2041          | 2042          |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Isparta Yurt Kira Geliri                  | 47.813        | 51.803        | 55.816        | 59.805        | 63.824        | 68.078        | 72.551        | 77.105        | 81.776        | 86.698        | 91.889        |
| Isparta Şehir Hastanesi'ne Kira Ödemeleri | 3.794         | 4.122         | 4.445         | 4.758         | 5.102         | 5.469         | 5.842         | 6.226         | 6.628         | 7.067         | 7.565         |
| Damga Vergisi                             | 453           | 491           | 529           | 567           | 605           | 645           | 688           | 731           | 775           | 822           | 877           |
| <b>Brüt Kar</b>                           | <b>43.566</b> | <b>47.190</b> | <b>50.842</b> | <b>54.480</b> | <b>58.117</b> | <b>61.964</b> | <b>66.021</b> | <b>70.147</b> | <b>74.372</b> | <b>78.609</b> | <b>82.957</b> |
| Isparta Yurt Operasyonel Giderleri        | 1.913         | 2.072         | 2.235         | 2.392         | 2.553         | 2.723         | 2.902         | 3.084         | 3.271         | 3.468         | 3.684         |
| <b>FAVÖK</b>                              | <b>41.653</b> | <b>45.118</b> | <b>48.609</b> | <b>52.088</b> | <b>55.564</b> | <b>59.241</b> | <b>63.119</b> | <b>67.063</b> | <b>71.101</b> | <b>75.341</b> | <b>79.273</b> |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                        | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    | <b>87%</b>    |

Tablo 23: Kütahya Yurdu Özet Karlılık Sonuçları

| Bin TL                              | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          | 2031          | 2032          | 2033          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kütahya Yurt Kira Geliri            | 11.547        | 13.013        | 14.385        | 15.816        | 17.377        | 19.120        | 21.015        | 23.111        | 25.436        | 28.021        | 30.782        | 33.535        | 36.334        |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri     | 91            | 154           | 283           | 312           | 342           | 377           | 414           | 455           | 501           | 552           | 606           | 661           | 716           |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi | 1.024         | 1.145         | 1.272         | 1.410         | 1.569         | 1.742         | 1.936         | 2.155         | 2.403         | 2.684         | 2.959         | 3.238         | 3.518         |
| Ciro Payı Ödemesi                   | 116           | 132           | 147           | 161           | 177           | 195           | 214           | 236           | 259           | 286           | 314           | 342           | 370           |
| Damga Vergisi                       | 109           | 123           | 136           | 150           | 165           | 181           | 199           | 219           | 241           | 266           | 292           | 318           | 344           |
| <b>Brüt Kar</b>                     | <b>10.388</b> | <b>11.767</b> | <b>13.114</b> | <b>14.407</b> | <b>15.809</b> | <b>17.379</b> | <b>19.079</b> | <b>20.956</b> | <b>23.034</b> | <b>25.338</b> | <b>27.824</b> | <b>30.298</b> | <b>32.816</b> |
| Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri  | 462           | 521           | 575           | 633           | 695           | 765           | 841           | 924           | 1.017         | 1.121         | 1.231         | 1.341         | 1.453         |
| <b>FAVÖK</b>                        | <b>9.926</b>  | <b>11.246</b> | <b>12.538</b> | <b>13.775</b> | <b>15.114</b> | <b>16.614</b> | <b>18.239</b> | <b>20.032</b> | <b>22.016</b> | <b>24.217</b> | <b>26.592</b> | <b>28.956</b> | <b>31.363</b> |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                  | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    |

| Bin TL                              | 2034          | 2035          | 2036          | 2037          | 2038          | 2039          | 2040          | 2041          | 2042          | 2043          | 2044          | 2045          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kütahya Yurt Kira Geliri            | 39.148        | 41.946        | 44.765        | 47.749        | 50.886        | 54.080        | 57.356        | 60.808        | 64.529        | 68.443        | 72.595        | 77.012        |
| Kütahya Ticari Alan Kira Geliri     | 771           | 826           | 882           | 941           | 1.003         | 1.065         | 1.130         | 1.198         | 1.271         | 1.348         | 1.430         | 1.517         |
| Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi | 3.794         | 4.061         | 4.355         | 4.668         | 4.987         | 5.315         | 5.658         | 6.032         | 6.428         | 6.848         | 7.298         | 7.776         |
| Ciro Payı Ödemesi                   | 399           | 428           | 456           | 487           | 519           | 551           | 585           | 620           | 658           | 698           | 740           | 785           |
| Damga Vergisi                       | 371           | 398           | 424           | 453           | 482           | 513           | 544           | 576           | 612           | 649           | 688           | 730           |
| <b>Brüt Kar</b>                     | <b>35.355</b> | <b>37.886</b> | <b>40.411</b> | <b>43.082</b> | <b>45.900</b> | <b>48.766</b> | <b>51.700</b> | <b>54.778</b> | <b>58.103</b> | <b>61.596</b> | <b>65.299</b> | <b>69.237</b> |
| Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri  | 1.566         | 1.678         | 1.791         | 1.910         | 2.035         | 2.163         | 2.294         | 2.432         | 2.581         | 2.738         | 2.904         | 3.080         |
| <b>FAVÖK</b>                        | <b>33.789</b> | <b>36.208</b> | <b>38.621</b> | <b>41.172</b> | <b>43.865</b> | <b>46.603</b> | <b>49.405</b> | <b>52.345</b> | <b>55.522</b> | <b>58.858</b> | <b>62.395</b> | <b>66.157</b> |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                  | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>85%</b>    | <b>84%</b>    | <b>84%</b>    | <b>84%</b>    | <b>84%</b>    | <b>84%</b>    | <b>84%</b>    |



Projeksiyon dönemlerinde oluşacak ilave işletme sermayesi hesaplamasında; mevcut durumda olduğu şekilde kira tahsilatlarının, kira ve irtifak hakkı ödemelerinin aylık olarak gerçekleştiği dikkate alınarak ortalama alacak tahsil vadesi ve ortalama satıcı vadesi 30 gün seviyesinde dikkate alınmıştır.

Firmanın nakit akımlarında kurumlar vergisi 2021 yılı ve sonraki dönemlerde %20 olarak alınmış, efektif vergi oranı kullanılmıştır. 2020/9 aylık dönem itibarıyla 4,5 milyon TL'lik birikmiş zararları 2020 yılı son 3 aylık dönemde ve 2021 yıllarında elde edilecek olan vergi matrahından düşüleceği varsayılmıştır. Firmanın 2020/9 aylık dönem itibarıyla 15,4 milyon TL tutarında devreden KDV'si izlenmekte olup tutarların 2023 yılına kadar mahsup edileceği hesaplanmaktadır.

Firmanın mevcut mali tablolarında yer alan duran varlıkları için projeksiyon yılları boyunca dikkate alınması gereken amortisman tutarları vergiye konu yasal mali tablolarda yer alan maddi duran varlık büyüklükleri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Binalar için 50 yıl, demirbaşlar için 5 yıl amortisman süresi dikkate alınmıştır.

Firmanın 2020/9 aylık dönemde 33,1 milyon TL tutarında Akfen İnşaat'a borcu bulunmaktadır. Yine aynı dönemde Isparta yurdunda kiralayan konumunda olan grup firmalarından Isparta Şehir Hastanesi'ne 23,5 milyon TL borcu izlenmektedir. Firmanın Isparta Şehir Hastanesi'ne olan borçları kiralama sözleşmesi kapsamında Isparta yurdu için geçmişte ödenmesi gereken ancak ödenmeyen birikmiş borçlardan oluşmaktadır.

Firma 21.12.2020 tarihinde 53 milyon TL'lik sermaye artışı yapmış olup; söz konusu artışın 27,2 milyon TL'lik kısmı nakdi, 25,8 milyon TL'lik kısmı ortak borçlarından transfer yoluyla gerçekleşmiştir. 2020/9 aylık dönem itibarıyla 33,1 milyon TL'lik ortak borçlarının 21.12.2020 tarihine kadar ağırlıklı olarak kira tahsilatlarından sağlanan fonlarla ödemeler yapılarak 25,8 milyon TL'ye gerilediği ve bu tutarın da sermaye artışı kararıyla birlikte şirket bünyesinden özkaynak hesabına transfer olduğu bilgisi alınmıştır.

2020/9 aylık dönem itibarıyla 23,5 milyon TL'lik Isparta Şehir Hastanesi'ne olan borçların 21.12.2020 tarihine kadar birikimler ile 27,2 milyon TL seviyesine yükseldiği ve bu tutarın da sermaye artışı kararıyla birlikte nakit olarak ödendiği bilgisi alınmıştır. Rapora konu değerlendirme çalışması 31.12.2020 tarihi itibarıyla gerçekleştirildiğinden projeksiyon yıllarında sermaye artışına ilişkin nakit giriş çıkış etkisi bulunmamaktadır.

Mevcut dönemde finansal borcu bulunmayan Firmanın projeksiyon dönemlerinde de nakit ihtiyacını gerektiren bir öngörü bulunmadığından finansal borcunun olmayacağı varsayılmıştır.

Kira gelirleri elde eden Firmanın Kredi Yurtlar Kurumu ile yapılmış olan sözleşmelerinde binaların kullanıldığı sürece kullanımdan kaynaklanan hasarların Kredi Yurtlar Kurumu'nun sorumluluğunda olduğu ibaresi yer aldığından projeksiyon yılları boyunca idame yatırım öngörülmemiştir.



İsparta Yurt Yatırımları'nın yukarıda belirtilen varsayımlar dikkate alınarak oluşturulan serbest nakit akımları 2021 yılından başlayarak sözleşme bitiş tarihlerine kadar hesaplanmış olup, hesaplanan nakit akımları aşağıda sunulmuştur:

Tablo 24: İsparta Yurt Yatırımları Serbest Nakit Akımları-1

| İsparta Yurt Yatırımları (Bin TL)     | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          | 2031          | 2032          |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Satışlar</b>                       | <b>28.101</b> | <b>31.721</b> | <b>35.179</b> | <b>38.678</b> | <b>42.495</b> | <b>46.757</b> | <b>51.392</b> | <b>56.517</b> | <b>62.204</b> | <b>68.525</b> | <b>75.276</b> | <b>82.009</b> |
| Maliyetler (amortisman dahil)         | (7.251)       | (7.703)       | (8.157)       | (8.643)       | (9.170)       | (9.722)       | (10.242)      | (10.990)      | (11.831)      | (12.778)      | (13.734)      | (14.699)      |
| <b>FVÖK</b>                           | <b>20.850</b> | <b>24.019</b> | <b>27.022</b> | <b>30.036</b> | <b>33.326</b> | <b>37.185</b> | <b>41.150</b> | <b>45.528</b> | <b>50.373</b> | <b>55.747</b> | <b>61.542</b> | <b>67.310</b> |
| FAVÖK                                 | 24.374        | 27.540        | 30.543        | 33.558        | 36.826        | 40.485        | 44.450        | 48.828        | 53.673        | 59.047        | 64.842        | 70.610        |
| FAVÖK Marjı                           | 86,7%         | 86,8%         | 86,8%         | 86,8%         | 86,7%         | 86,6%         | 86,5%         | 86,4%         | 86,3%         | 86,2%         | 86,1%         | 86,1%         |
| Efektif Vergi Oranı (t)               | 18,8%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         |
| <b>FVÖK * (1-t)</b>                   | <b>16.929</b> | <b>19.215</b> | <b>21.617</b> | <b>24.029</b> | <b>26.821</b> | <b>29.748</b> | <b>32.920</b> | <b>36.422</b> | <b>40.298</b> | <b>44.598</b> | <b>49.233</b> | <b>53.848</b> |
| Amortisman                            | 3.524         | 3.522         | 3.522         | 3.522         | 3.300         | 3.300         | 3.300         | 3.300         | 3.300         | 3.300         | 3.300         | 3.300         |
| İşletme Sermayesi İhtiyacı            | 3.735         | 4.682         | 5.047         | (263)         | (285)         | (319)         | (346)         | (382)         | (423)         | (469)         | (505)         | (503)         |
| <b>Net Nakit Akımı</b>                | <b>24.188</b> | <b>27.418</b> | <b>30.186</b> | <b>27.288</b> | <b>29.836</b> | <b>32.729</b> | <b>35.875</b> | <b>39.340</b> | <b>43.176</b> | <b>47.429</b> | <b>52.028</b> | <b>56.645</b> |
| WACC                                  | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         |
| İndirgeme Faktörü                     | 0,92          | 0,78          | 0,66          | 0,56          | 0,48          | 0,40          | 0,34          | 0,29          | 0,25          | 0,21          | 0,18          | 0,15          |
| <b>İndirgenmiş Net Nakit Akımları</b> | <b>22.276</b> | <b>21.418</b> | <b>19.867</b> | <b>15.335</b> | <b>14.221</b> | <b>13.232</b> | <b>12.302</b> | <b>11.442</b> | <b>10.551</b> | <b>9.924</b>  | <b>9.233</b>  | <b>8.527</b>  |

Tablo 25: İsparta Yurt Yatırımları Serbest Nakit Akımları-2

| İsparta Yurt Yatırımları (Bin TL)     | 2033          | 2034          | 2035           | 2036           | 2037           | 2038           | 2039           | 2040           | 2041           | 2042           | 2043          | 2044          | 2045          |
|---------------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Satışlar</b>                       | <b>88.853</b> | <b>95.735</b> | <b>102.577</b> | <b>109.471</b> | <b>116.768</b> | <b>124.440</b> | <b>132.250</b> | <b>140.262</b> | <b>148.705</b> | <b>110.889</b> | <b>69.791</b> | <b>74.026</b> | <b>78.529</b> |
| Maliyetler (amortisman dahil)         | (15.671)      | (16.637)      | (17.581)       | (18.779)       | (17.345)       | (18.446)       | (19.573)       | (20.745)       | (22.008)       | (17.264)       | (11.922)      | (12.620)      | (13.362)      |
| <b>FVÖK</b>                           | <b>73.181</b> | <b>79.098</b> | <b>84.996</b>  | <b>90.692</b>  | <b>99.423</b>  | <b>105.994</b> | <b>112.676</b> | <b>119.517</b> | <b>126.696</b> | <b>93.624</b>  | <b>57.869</b> | <b>61.405</b> | <b>65.167</b> |
| FAVÖK                                 | 76.481        | 82.398        | 88.296         | 94.185         | 100.413        | 106.984        | 113.666        | 120.506        | 127.686        | 94.614         | 58.858        | 62.395        | 66.157        |
| FAVÖK Marjı                           | 86,1%         | 86,1%         | 86,1%          | 86,0%          | 86,0%          | 86,0%          | 85,9%          | 85,9%          | 85,9%          | 85,3%          | 84,3%         | 84,3%         | 84,2%         |
| Efektif Vergi Oranı (t)               | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%          | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         |
| <b>FVÖK * (1-t)</b>                   | <b>58.545</b> | <b>63.279</b> | <b>67.997</b>  | <b>72.554</b>  | <b>79.538</b>  | <b>84.795</b>  | <b>90.141</b>  | <b>95.613</b>  | <b>101.357</b> | <b>74.900</b>  | <b>46.295</b> | <b>49.124</b> | <b>52.133</b> |
| Amortisman                            | 3.300         | 3.300         | 3.300          | 3.493          | 3.493          | 3.493          | 3.493          | 3.493          | 3.493          | 3.493          | 3.493         | 3.493         | 3.493         |
| İşletme Sermayesi İhtiyacı            | (512)         | (516)         | (514)          | (514)          | (543)          | (573)          | (583)          | (597)          | (626)          | 6.290          | (291)         | (309)         | 5.442         |
| <b>Net Nakit Akımı</b>                | <b>61.333</b> | <b>66.063</b> | <b>70.783</b>  | <b>75.533</b>  | <b>79.585</b>  | <b>85.212</b>  | <b>90.548</b>  | <b>96.007</b>  | <b>101.721</b> | <b>82.180</b>  | <b>46.994</b> | <b>49.805</b> | <b>58.565</b> |
| WACC                                  | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%          | 17,9%         | 17,9%         | 17,9%         |
| İndirgeme Faktörü                     | 0,13          | 0,11          | 0,09           | 0,08           | 0,07           | 0,06           | 0,05           | 0,04           | 0,03           | 0,03           | 0,02          | 0,02          | 0,02          |
| <b>İndirgenmiş Net Nakit Akımları</b> | <b>7.831</b>  | <b>7.154</b>  | <b>6.501</b>   | <b>5.884</b>   | <b>5.285</b>   | <b>4.776</b>   | <b>4.304</b>   | <b>3.871</b>   | <b>3.479</b>   | <b>2.384</b>   | <b>1.156</b>  | <b>1.039</b>  | <b>1.037</b>  |

21.12.2020 tarihinde nakit olarak gerçekleştirilen sermaye artışından sağlanan fonlarla bünyedeki grup içi borçların kapatılması sonucu nette bir nakit çıkışı etkisi bulunmadığından ötürü özsermaye değeri hesabına giderken grup içi borçlara yönelik bir nakit çıkışı etkisi gösterilmemiştir. İlaveten, ortaklara borçların da sermayeye transfer edilmesi sebebiyle ortak borçlarına ilişkin bir nakit çıkışı da yansıtılmamıştır. Cüzi seviyedeki nakit ve nakit benzerleri ile birlikte Isparta Yurt Yatırımları'nın İNA yöntemine göre *girişim değeri 223,1 milyon TL, özsermaye değeri 224,7 milyon TL* seviyesinde hesaplanmıştır.

Tablo 26: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

| 31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri (Bin TL) | 223.127        |
|-----------------------------------------------|----------------|
| (-) Ortaklara Borçlar                         | -              |
| (-) Isparta Şehir Hastanesi'ne Olan Borç      | -              |
| (-) Finansal Borçlar                          | -              |
| (+) Nakit ve Nakit Benzerleri                 | 1.603          |
| <b>Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>              | <b>224.730</b> |

### Duyarlılık Analizi

İNA yöntemine göre söz konusu senaryolar üzerinden ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) düzeyinde duyarlılık analizi yapılmış olup, senaryo bazında sonuçlar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 27: Duyarlılık Analizi

| (Bin USD)      | İNA (Girişim Değeri) | İNA (Özsermaye Değeri) |
|----------------|----------------------|------------------------|
| 16%            | 253.254              | 254.857                |
| 17%            | 236.008              | 237.611                |
| 18%            | 220.673              | 222.275                |
| 19%            | 206.989              | 208.592                |
| 20%            | 194.737              | 196.339                |
| Original %17,9 | 223.127              | 224.730                |

### Net Aktif Değer (Dayanak Varlık) Yöntemine Göre Değerleme

Isparta Yurt Yatırımları A.Ş.'nin Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık) yöntemi ile değerinin tespitinde, Firmadan temin edilen 30.09.2020 tarihli finansal tablolar ve Firmanın 2020 yılı son 3 aylık dönemde bilanço kalemlerinde gerçekleştiği bilinen önemli gelişmeler dikkate alınmış olup; yatırım amaçlı gayrimenkuller için ise **Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.** tarafından yapılmış olan ekspertiz raporlarında tespit edilen değerler göz önünde bulundurulmuş ve 31.12.2020 tarihli net aktif değer hesaplaması gerçekleştirilmiştir.

Firmanın sahip olduğu yukarıda bahse konu olan yatırım amaçlı gayrimenkullerine ilişkin değer düzeltilmesi yapılmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin piyasa değerininin hesaplanmasında, **Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.** tarafından gerçekleştirilen **28 Aralık 2020** tarihli ve **TSKB-2020-00002** sayılı Kütahya İli Merkez İlçesi Cıvı Mahallesi 102 Ada 2 Parselde kayıtlı "Arsa" nitelikli ana taşınmaz üzerinde Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. lehine kurulu irtifak hakkını ve **TSKB-2020-00003** sayılı Isparta İli Merkez İlçesi İstiklal 2 Mahallesi 9 Ada 112 Parselde kayıtlı gayrimenkul üzerinde kurulu üst



hakkını konu eden değerleme raporları dikkate alınmıştır. Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan değerleme raporunda gelir yaklaşımı uygulanmış olup, yıllar itibarıyla Firma faaliyetlerinden elde edileceği tahmin edilen net gelirler indirgeme faktörü kullanılarak değerleme konusu tarihe indirgenmiştir.

Firmanın 30.09.2020 tarihi itibarıyla 33,1 milyon TL tutarında ortak borcu ve 23,5 milyon TL tutarında Isparta Şehir Hastanesi'ne ilişkin grup içi borcu bulunmaktadır. 21.12.2020 tarihine kadar ortak borçları için ödemeler yapılarak (7,3 milyon TL) ortak borcu tutarının 25,8 milyon TL'ye gerilediği, Isparta Şehir Hastanesi'ne ilişkin borçların ise aynı tarihe kadar artış göstererek 27,2 milyon TL seviyesine kadar yükseldiği belirtilmiştir. Firma 21.12.2020 tarihinde 53 milyon TL'lik sermaye artışı yapmış olup; artışın 27,2 milyon TL'lik kısmı nakdi, 25,8 milyon TL'lik kısmı ortak borçlarından transfer yoluyla gerçekleşmiştir. Net Aktif Değerleme (NAD, Dayanak Varlık) yöntemine göre 30.09.2020 tarihi itibarıyla mali tabloların esas alınması ve ortak/grup içi borçların bilanço dönemi sonrası gerçekleşen sermaye artırımını yoluyla tamamen kapatıldığının bilinmesinden ötürü; söz konusu sermaye artışının 2020/9 aylık bilançoda bahsi geçen yükümlülükler ve özsermaye defter değeri üzerindeki etkileri aşağıdaki tabloda dikkate alınabilmektedir.

Tablo 28: Isparta Yurt Yatırımları A.Ş. Düzeltilmiş Net Aktif Değer

| Isparta Yurt Net Aktif Değer (Bin TL)                    | 30.09.2020<br>Bilanço<br>Bakiyeleri | Sermaye<br>Artışı<br>Öncesi<br>Değişiklikler | Sermaye<br>Artış<br>Etkisi | Düzeltilme    | Sonuç          |
|----------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------|---------------|----------------|
| (+) Nakit ve Nakit Benzerleri                            | 1.603                               | -                                            | -                          | -             | 1.603          |
| (+) İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar        | 42                                  | -                                            | -                          | -             | 42             |
| (+) İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar         | 1.458                               | -                                            | -                          | -             | 1.458          |
| (+) Peşin Ödenmiş Giderler                               | 655                                 | -                                            | -                          | -             | 655            |
| (+) Diğer Dönen Varlıklar                                | 15.399                              | (947)                                        | -                          | -             | 14.452         |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>                            | <b>19.157</b>                       | <b>(947)</b>                                 | <b>-</b>                   | <b>-</b>      | <b>18.210</b>  |
| (+) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                        | 195.212                             | -                                            | -                          | 86.413        | 281.625        |
| (+) Kullanım Hakkı Varlıkları                            | 3.591                               | -                                            | -                          | -             | 3.591          |
| (+) İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar         | 1                                   | -                                            | -                          | -             | 1              |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>                            | <b>198.804</b>                      | <b>-</b>                                     | <b>-</b>                   | <b>86.413</b> | <b>285.217</b> |
| (-) Kısa Vadeli Borçlanmalar                             | 812                                 | -                                            | -                          | -             | 812            |
| (-) İlişkili Taraflara Ticari Borçlar (Grup içi Borçlar) | 23.524                              | 3.668                                        | (27.192)                   | -             | -              |
| (-) İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar            | 155                                 | -                                            | -                          | -             | 155            |
| (-) İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar             | 7                                   | -                                            | -                          | -             | 7              |
| (-) Ertelenmiş Gelirler                                  | 888                                 | -                                            | -                          | -             | 888            |
| (-) Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                      | 7                                   | -                                            | -                          | -             | 7              |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                  | <b>25.393</b>                       | <b>3.668</b>                                 | <b>(27.192)</b>            | <b>-</b>      | <b>1.869</b>   |
| (-) Uzun Vadeli Borçlanmalar                             | 2.462                               | -                                            | -                          | -             | 2.462          |
| (-) İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (Ortak Borçları)    | 33.134                              | (7.326)                                      | (25.808)                   | -             | -              |
| (-) Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                         | 21.779                              | -                                            | -                          | 17.283        | 39.062         |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                  | <b>57.375</b>                       | <b>(7.326)</b>                               | <b>(25.808)</b>            | <b>17.283</b> | <b>41.524</b>  |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                  | <b>135.195</b>                      | <b>2.711</b>                                 | <b>53.000</b>              | <b>69.130</b> | <b>260.034</b> |

Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla düzeltme farkları dâhil edilerek hesaplanan düzeltilmiş **Net Aktif Değeri 260 milyon Türk Lirası** seviyesindedir.

*WJ J*

## Değerleme Sonucu



## Değerleme Sonucu

Isparta Yurt Yatırımları A.Ş.'nin değer tespitine yönelik kabul görmüş iki farklı yöntem kapsamında hesaplanan firma ve özsermaye değerleri aşağıda sunulmaktadır;

Tablo 29: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

| 31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri (Bin TL) | 223.127        |
|-----------------------------------------------|----------------|
| (-) Ortaklara Borçlar                         | -              |
| (-) Isparta Şehir Hastanesi'ne Olan Borç      | -              |
| (-) Finansal Borçlar                          | -              |
| (+) Nakit ve Nakit Benzerleri                 | 1.603          |
| <b>Özsermaye Değeri (Bin TL)</b>              | <b>224.730</b> |

Tablo 30: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

| Isparta Yurt Net Aktif Değer (Bin TL) | 31.12.2020     |
|---------------------------------------|----------------|
| <b>Düzeltilmiş Özsermaye Değeri</b>   | <b>260.034</b> |

Potansiyel şirket satın alma işlemine yönelik olarak piyasada genel kabul görmüş iki farklı yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemlerine göre ulaşılan sonuçların eşit oranlarda ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.

Tablo 31: Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri

| 31.12.2020 İtibarıyla (Bin TL)                                      | Değerleme Sonucu | Oran (%) | Ağırlıklandırılmış Değer |
|---------------------------------------------------------------------|------------------|----------|--------------------------|
| İNA Yöntemine Göre Özsermaye Değeri                                 | 224.730          | 50%      | 112.365                  |
| NAD Yöntemine Göre Özsermaye Değeri                                 | 260.034          | 50%      | 130.017                  |
| <b>Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b> |                  |          | <b>242.382</b>           |

Sonuç olarak, Isparta Yurt Yatırımları'nın İNA ve NAD yöntemlerine göre hesaplanan değerlerinin eşit ağırlıklı (İNA %50, NAD %50) ortalamasına dayandırılarak özsermaye değeri **242,4 milyon TL** olarak takdir edilmektedir.

Söz konusu şirket değerlemesi 30.09.2020 tarihli mali tablolar ve yıl sonuna kadarki önemli gelişmeler de dikkate alınarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla tespit edilmiş olup, özsermaye değerine giderken nakit ve nakit benzerleri bakiyesi olarak 30.09.2020 tarihli bilançoadaki tutar dikkate alınmıştır. Bununla beraber, esas olarak satışa konu tarih itibarıyla geçerli olacak bilanço bakiyelerinin şirket değeri üzerinde belirleyici olacağı hususu da değerlendirilmelidir.



## Ekler



## Ek:1 İndirgeme Oranı ve Bileşenlerinin Belirlenmesi

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (WACC) teorik ifadesi aşağıdaki gibidir,

$$WACC = (\text{Borç} / (\text{Borç} + \text{Özsermaye})) * \text{Borç Maliyeti} * (1 - \text{Vergi Oranı}) + (\text{Özsermaye} / (\text{Borç} + \text{Özsermaye})) * \text{Özsermaye Maliyeti}$$

Firmanın özsermaye maliyeti (cost of equity) ve borçlanma maliyeti (cost of debt), bu bileşenlerin piyasa değerleri üzerinden ağırlıklandırılarak ortalama Firmanın sermaye maliyeti hesaplanmaktadır.

### Ağırlıkların Belirlenmesi

Borç/(Borç+Özsermaye) ve Özsermaye/(Borç+Özsermaye) ağırlıklarının belirlenmesinde varsa geleceğe yönelik potansiyel finansman ihtiyaçları dikkate alınarak yapılan projeksiyonlar sonucu oluşan proforma bilançolardaki borç tutarları ile Firmanın hesaplanan özsermaye değeri üzerinden, her yıl değişen oranlar hesaplanmaktadır.

### Maliyetlerin Belirlenmesi

#### Borçlanma Maliyeti

Borçlanma Maliyeti (Cost of debt) olarak Firmanın kullanacağı kredilerin ortalama maliyeti ve piyasa koşullarına paralel seviyelerde izleneceği varsayılmıştır. Firmanın borçlanma maliyeti %17,9 seviyesinde alınmıştır.

Vergi oranı olarak Türkiye’de geçerli (t) kurumlar vergisi oranı; 2021 yılı ve sonraki yıllarda %20 olarak alınmıştır.

#### Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır. Matematiksel ifadesi:

$$Re = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

CAPM modelindeki  $R_f$  oranı, risksiz getiri oranını ifade etmektedir. Değerleme çalışmasında  $R_f$  oranı olarak, 10 yıl vadeli TL cinsinden tahvilin son bir yıllık ortalama getirisi (%12,4) dikkate alınmıştır.

## Bileşenlerinin Belirlenmesi

(Rm- Rf) oranı ise piyasadaki risk oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı belirtmektedir. Firmanın değerlendirme çalışmasında risk primi olarak genel kabul görmüş olan %5,5 seviyesi dikkate alınmıştır.

Beta seviyesi firmaların borç sermaye dengesinden etkilenmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarında işlem gören firmaların piyasa verisi niteliğindeki kaldıraçlı betalarını (levered beta) borç sermaye dengesinden arındırmak gerekmektedir. Bu işlem sonunda elde edilen betaya kaldıraçsız (unlevered beta) denmekte ve kendi firmamızın borç sermaye oranı ile tekrar kaldıraçlandırılarak hedef firmanın özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılmaktadır.

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Kaldıraçlı Beta}}{1 + \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}$$

Çalışmamızda beta, Firmanın faaliyet konusu ile doğrudan benzer faaliyeti yürüten halka açık Firma örneklemini bulunmadığı için 1 olarak dikkate alınmıştır.

## Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranına risk primi eklenmiştir. Yukarıda belirtilen hesaplama ve varsayımlar ışığında Isparta Yurt Yatırımları için yıllar itibarıyla hesaplanan sermaye maliyeti ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM – WACC) oranları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 32: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

|                            | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RF (Risksiz Faiz Oranı)    | 12,4%  | 12,4%  | 12,4%  | 12,4%  | 12,4%  | 12,4%  | 12,4%  | 12,4%  |
| Risk Primi                 | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   |
| Kaldıraçsız Beta           | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Kaldıraçlı Beta            | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Cd (Borç Maliyeti)         | 18,5%  | 18,5%  | 18,5%  | 18,5%  | 18,5%  | 18,5%  | 18,5%  | 18,5%  |
| Efektif Vergi Oranı        | 18,8%  | 20,0%  | 20,0%  | 20,0%  | 20,0%  | 20,0%  | 20,0%  | 20,0%  |
| Beta*(Rm-Rf)               | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   |
| Özsermaye Maliyeti         | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  |
| D/E(Borç/Özsermaye Değeri) | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| WACC                       | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  | 17,9%  |
| Ort WACC=                  | 17,9   |        |        |        |        |        |        |        |



|                            | 2029         | 2030         | 2031         | 2032         | 2033         | 2034         | 2035         | 2036         | 2037         |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RF (Risksiz Faiz Oranı)    | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        |
| Risk Primi                 | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         |
| Kaldıraçsız Beta           | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |
| Kaldıraçlı Beta            | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |
| Cd (Borç Maliyeti)         | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        |
| Efektif Vergi Oranı        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        |
| Beta*(Rm-Rf)               | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         |
| Özsermaye Maliyeti         | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        |
| D/E(Borç/Özsermaye Değeri) | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>WACC</b>                | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> |

|                             | 2038         | 2039         | 2040         | 2041         | 2042         | 2043         | 2044         | 2045         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RF (Risksiz Faiz Oranı)     | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        | 12,4%        |
| Risk Primi                  | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         |
| Kaldıraçsız Beta            | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |
| Kaldıraçlı Beta             | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |
| Cd (Borç Maliyeti)          | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        | 18,5%        |
| Efektif Vergi Oranı         | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        |
| Beta*(Rm-Rf)                | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         |
| Özsermaye Maliyeti          | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        | 17,9%        |
| D/E (Borç/Özsermaye Değeri) | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>WACC</b>                 | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> | <b>17,9%</b> |

## Ek:2 UFRS'ye Göre Düzenlenmiş Mali Tablolar

| Isparta Yurt Yatırımları                      |               |                |                |                |
|-----------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| (Bin TL)                                      | 2017          | 2018           | 2019           | 2020/9         |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                     | 73            | 144            | 44             | 1.603          |
| Ticari Alacaklar                              | -             | 1.358          | 2              | 42             |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar | -             | 1.358          | 2              | 42             |
| Diğer Alacaklar                               | -             | 302            | 683            | 1.458          |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar  | -             | 302            | 683            | 1.458          |
| Vergi Dairesinden Alacaklar                   | -             | 302            | 683            | 1.458          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                        | 13.331        | 4.367          | 993            | 655            |
| Verilen Avanslar                              | 13.331        | 3.934          | 500            | 182            |
| Gelecek Aylara Ait Giderler                   | -             | 427            | 485            | 473            |
| Diğer                                         | -             | 5              | 8              | 1              |
| Diğer Dönen Varlıklar                         | -             | 8.887          | 15.785         | 15.399         |
| Devreden KDV                                  | -             | 8.887          | 15.785         | 15.399         |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>                 | <b>13.404</b> | <b>15.057</b>  | <b>17.507</b>  | <b>19.158</b>  |
| Diğer Alacaklar                               | 2             | 2              | 1              | 1              |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar  | 2             | 2              | 1              | 1              |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                 | 17.810        | 171.975        | 205.411        | 198.803        |
| Maddi Duran Varlıklar                         | 8             | 5              | 2              | -              |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                      | 6             | -              | -              | -              |
| Diğer Duran Varlıklar                         | 3.075         | -              | -              | -              |
| Peşin Ödenen Vergi ve KDV Alacakları          | 3.075         | -              | -              | -              |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>                 | <b>20.901</b> | <b>171.982</b> | <b>205.414</b> | <b>198.804</b> |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                       | <b>34.305</b> | <b>187.039</b> | <b>222.922</b> | <b>217.962</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                      | -             | -              | 812            | 812            |
| Ticari Borçlar                                | 68            | 3.162          | 14.210         | 23.679         |
| İlişkili Taraflara Ticari Borçlar             | -             | 3.113          | 14.031         | 23.524         |
| İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar     | 68            | 49             | 179            | 155            |
| Diğer Borçlar                                 | -             | -              | 7              | 7              |
| İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar      | -             | -              | 7              | 7              |
| Ertelenmiş Gelirler                           | 4             | 457            | 772            | 888            |
| Kira Gelirleri                                | -             | 457            | 772            | 888            |
| Diğer                                         | 4             | -              | -              | -              |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler               | 1.199         | 639            | 24             | 7              |
| Ödenecek Vergi ve Fonlar                      | 1.199         | 639            | 24             | 7              |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>       | <b>1.271</b>  | <b>4.258</b>   | <b>15.825</b>  | <b>25.393</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                      | -             | -              | 2.775          | 2.462          |
| Ticari Borçlar                                | -             | -              | 961            | -              |
| İlişkili Taraflara Ticari Borçlar             | -             | -              | 961            | -              |
| Diğer Borçlar                                 | 14.900        | 42.886         | 44.080         | 33.134         |
| İlişkili Taraflara Diğer Borçlar              | 14.900        | 42.886         | 44.080         | 33.134         |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                  | -             | 24.576         | 23.136         | 21.779         |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>       | <b>14.900</b> | <b>67.462</b>  | <b>70.952</b>  | <b>57.374</b>  |
| Ödenmiş Sermaye                               | 50            | 20.050         | 25.000         | 25.000         |
| Hisse Senedi İhraç Primleri                   | -             | -              | 25.050         | 25.050         |
| Geçmiş Yıllar Karları/Zararları               | 19.904        | (1.916)        | 95.269         | 86.095         |
| Net Dönem Karı/Zararı                         | (1.820)       | 97.185         | (9.174)        | (950)          |
| Sermaye Yedekleri/Diğer Fonlar                | -             | -              | 25.050         | 25.050         |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>                     | <b>18.134</b> | <b>115.319</b> | <b>136.145</b> | <b>135.195</b> |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                       | <b>34.305</b> | <b>187.039</b> | <b>222.922</b> | <b>217.962</b> |



| Isparta Yurt Yatırımları                                        |                |                |                 |                |
|-----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| (Bin TL)                                                        | 2017           | 2018           | 2019            | 2020/9         |
| Hasılat                                                         | -              | 2.587          | 13.762          | 16.963         |
| Satışların Maliyeti (-)                                         | -              | (2.221)        | (8.932)         | (7.266)        |
| <b>Brüt kar</b>                                                 | -              | <b>367</b>     | <b>4.830</b>    | <b>9.697</b>   |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                                     | (14)           | (3.910)        | (1.252)         | (51)           |
| Personel Giderleri                                              | -              | (1.510)        | (632)           | -              |
| Danışmanlık Giderleri                                           | (3)            | (1.007)        | (80)            | (33)           |
| Vergi, Resim ve Harçlar                                         | (4)            | (57)           | (249)           | (3)            |
| Amortisman ve İtfa Giderleri                                    | (3)            | (3)            | (3)             | (2)            |
| Sigorta Giderleri                                               | -              | (21)           | -               | -              |
| Kira Giderleri                                                  | (2)            | (241)          | (59)            | -              |
| Seyahat ve Temsil Giderleri                                     | -              | (78)           | (8)             | -              |
| Reklam Giderleri                                                | -              | (12)           | -               | -              |
| Genel Ofis Giderleri                                            | -              | (404)          | (187)           | (1)            |
| Diğer                                                           | (2)            | (577)          | (32)            | (12)           |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Diğer Giderler               | -              | 131.268        | (6.023)         | (6.943)        |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Gerçeğe Uygun Değer Kaybı/Kazancı | -              | 131.308        | (6.318)         | (7.012)        |
| Diğer                                                           | -              | (40)           | 295             | 69             |
| <b>Esas faaliyet karı</b>                                       | <b>(14)</b>    | <b>127.725</b> | <b>(2.445)</b>  | <b>2.703</b>   |
| Finansman Gelirleri                                             | -              | -              | 334             | 1              |
| Kur Farkı Geliri                                                | -              | -              | 146             | 1              |
| İlişkili Taraflardan Faiz Geliri                                | -              | -              | 188             | -              |
| Finansman Giderleri (-)                                         | (1.806)        | (5.958)        | (8.502)         | (5.011)        |
| İlişkili Taraflardan Faiz Gideri (Not 30)                       | -              | (5.958)        | (7.690)         | (4.405)        |
| TFRS 16 Faiz Gideri                                             | -              | -              | (808)           | (605)          |
| Diğer                                                           | (1.806)        | (0)            | (4)             | (1)            |
| <b>Vergi öncesi kar</b>                                         | <b>(1.820)</b> | <b>121.766</b> | <b>(10.613)</b> | <b>(2.307)</b> |
| - Dönem Vergi Gideri                                            | -              | -              | -               | -              |
| - Ertelenmiş Vergi Geliri                                       | -              | (24.582)       | 1.440           | 1.357          |
| <b>Net dönem karı</b>                                           | <b>(1.820)</b> | <b>97.185</b>  | <b>(9.174)</b>  | <b>(950)</b>   |

uht

### Ek:3 Vergi Usul Kanunu'na Göre Düzenlenmiş Mali Tablolar

| Isparta Yurt Yatırımları VUK Bilanço Göstergeleri |               |               |                |                |
|---------------------------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| (Bin TL)                                          | 2017          | 2018          | 2019           | 2020/9         |
| Hazır Değerler                                    | 73            | 144           | 44             | 1.603          |
| Ticari Alacaklar (net)                            | -             | 1.358         | 2              | 42             |
| Diğer Alacaklar                                   | -             | 302           | 683            | 1.458          |
| Devreden KDV                                      | 3.075         | 8.686         | 15.785         | 15.399         |
| Diğer Dönen Varlıklar                             | 3             | 632           | 493            | 460            |
| Taahhütlere Verilen Avanslar                      | 8.689         | -             | -              | -              |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>                     | <b>11.840</b> | <b>11.121</b> | <b>17.007</b>  | <b>18.962</b>  |
| Maddi Duran Varlıklar (net)                       | 8             | 5             | 48.993         | 48.482         |
| <i>Arsa-Bina</i>                                  | -             | -             | 49.085         | 49.485         |
| <i>Diğer Sabit Kıymetler</i>                      | 11            | 11            | 1.120          | 1.120          |
| <i>Birikmiş amortismanlar</i>                     | (3)           | (6)           | (1.212)        | (2.123)        |
| Yapılmakta Olan Yatırımlar                        | 22.448        | 29.064        | 500            | 182            |
| Maddi Olmayan Dur. Var. (net)                     | -             | 23.966        | 37.156         | 35.423         |
| <i>Brüt Madd. Olmayan DV</i>                      | -             | 25.369        | 40.869         | 40.869         |
| <i>Birikmiş amortismanlar</i>                     | -             | (1.403)       | (3.713)        | (5.446)        |
| Diğer Duran Varlıklar                             | 32            | 1             | 1              | 13             |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>                     | <b>22.488</b> | <b>53.036</b> | <b>86.650</b>  | <b>84.100</b>  |
| <b>AKTİF TOPLAMI</b>                              | <b>34.330</b> | <b>64.158</b> | <b>103.657</b> | <b>103.062</b> |
| Ticari Borçlar                                    | 68            | 3.162         | 14.210         | 23.679         |
| Müşteri Avansları                                 | -             | 10            | 3              | 4              |
| Diğer Kısa Vadeli Borçlar                         | 1.203         | 1.085         | 800            | 895            |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Borçlar</b>                 | <b>1.270</b>  | <b>4.257</b>  | <b>15.013</b>  | <b>24.578</b>  |
| Ortaklara Borçlar (Net)                           | 14.900        | 42.886        | 45.041         | 33.134         |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Borçlar</b>                 | <b>14.900</b> | <b>42.886</b> | <b>45.041</b>  | <b>33.134</b>  |
| Ödenmiş Sermaye                                   | 50            | 20.050        | 25.000         | 25.000         |
| Kâr Yedekleri                                     | 19.928        | (10.582)      | (3.034)        | (6.447)        |
| Dönem Kar / Zararı                                | (1.820)       | 7.546         | (3.414)        | 1.747          |
| Sermaye Yedekleri/Diğer Fonlar                    | -             | -             | 25.050         | 25.050         |
| <b>Toplam Özsermaye</b>                           | <b>18.158</b> | <b>17.014</b> | <b>43.602</b>  | <b>45.350</b>  |
| <b>PASİF TOPLAMI</b>                              | <b>34.330</b> | <b>64.157</b> | <b>103.657</b> | <b>103.062</b> |

*Ukr*



| Isparta Yurt Yatırımları VUK Gelir Tablosu Göstergeleri |                |              |                |                |
|---------------------------------------------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| (Bin TL)                                                | 2017           | 2018         | 2019           | 2020/9         |
| Yurtiçi Satışlar                                        | -              | 2.904        | 13.899         | 18.146         |
| <b>Brüt Satışlar</b>                                    | -              | <b>2.904</b> | <b>13.899</b>  | <b>18.146</b>  |
| Satışlardan İndirimler                                  | -              | (317)        | (137)          | (1.183)        |
| <b>Net Satışlar</b>                                     | -              | <b>2.587</b> | <b>13.762</b>  | <b>16.963</b>  |
| Satılan Malın Maliyeti                                  | -              | (2.218)      | (9.742)        | (8.186)        |
| Amortisman                                              | -              | (1.406)      | (3.516)        | (2.643)        |
| Genel Yönetim Giderleri                                 | (14)           | (65)         | (82)           | (51)           |
| <b>Esas Faaliyet Kârı</b>                               | <b>(14)</b>    | <b>7.587</b> | <b>422</b>     | <b>6.083</b>   |
| <b>FAVÖK</b>                                            | <b>(14)</b>    | <b>8.993</b> | <b>3.938</b>   | <b>8.726</b>   |
| Finansman Giderleri (Net)                               | (1.806)        | -            | (4.132)        | (4.405)        |
| <i>Faiz Giderleri</i>                                   | <i>(1.806)</i> | -            | <i>(4.466)</i> | <i>(4.406)</i> |
| <i>Faiz Geliri ve M.K. Karı/Zararı</i>                  | -              | -            | 188            | -              |
| <i>Kambiyo Karları</i>                                  | -              | -            | 146            | 1              |
| Diğer Gelirler                                          | -              | 1            | 296            | 69             |
| Diğer Giderler                                          | -              | (42)         | -              | -              |
| <b>Devre Kârı</b>                                       | <b>(1.820)</b> | <b>7.546</b> | <b>(3.414)</b> | <b>1.747</b>   |
| Vergi                                                   | -              | -            | -              | -              |
| <b>Net Kâr</b>                                          | <b>(1.820)</b> | <b>7.546</b> | <b>(3.414)</b> | <b>1.747</b>   |

Uğur