

Isparta Yurt Yatırımları A.Ş.
Şirket Değerleme Raporu

25 Ocak 2021

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. Nispetiye Cad. No: 427 İstanbul
Tic. Sicil No: 42321 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

GİRİŞ VE KAPSAM	6
Yöntem	7
Yönetici Özeti.....	8
Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı	8
Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları.....	9
Değerleme Sonucu	11
SEKTÖREL GÖRÜNÜM	12
Eğitim ve Yurtlar Sektör Analizi	13
Yükseköğretim Kurumları	13
Yükseköğretim Öğrenci Sayıları	14
Okullaşma Oranı	17
MEVCUT DURUM ANALİZİ	23
Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı	24
Mevcut Durum Analizi.....	25
GELECEĞE YÖNELİK VARSAYIMLAR VE DEĞERLEME	30
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
DEĞERLEME SONUCU	45
Değerleme Sonucu	46
EKLER	47
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 Kısımları	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
INA	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 değerlendirme 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 değerlendirme 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 öngörülerini, 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%
Toplam	25.000	100%

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. İlaveten, 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
Özsermaye Değeri (Bin TL)	224.730

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
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	260.034

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
Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			242.382

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 bilançodaki 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



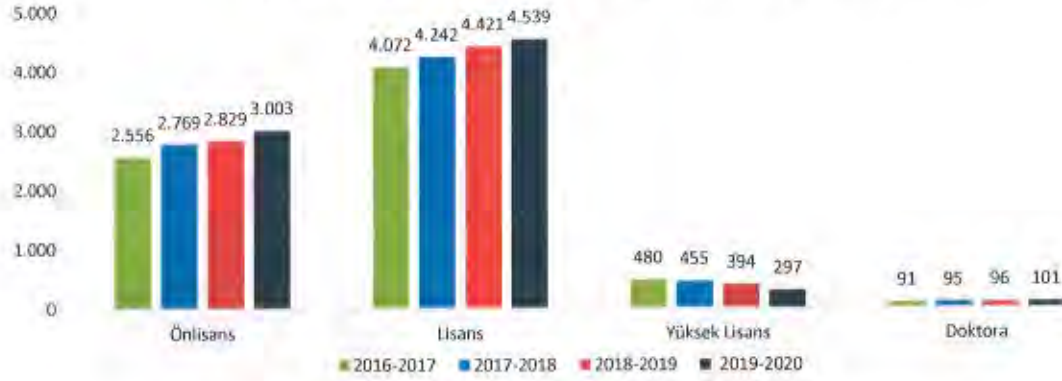
Kaynak: Yüksek Öğretim Bilgi Yönetim Sistemi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

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.

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

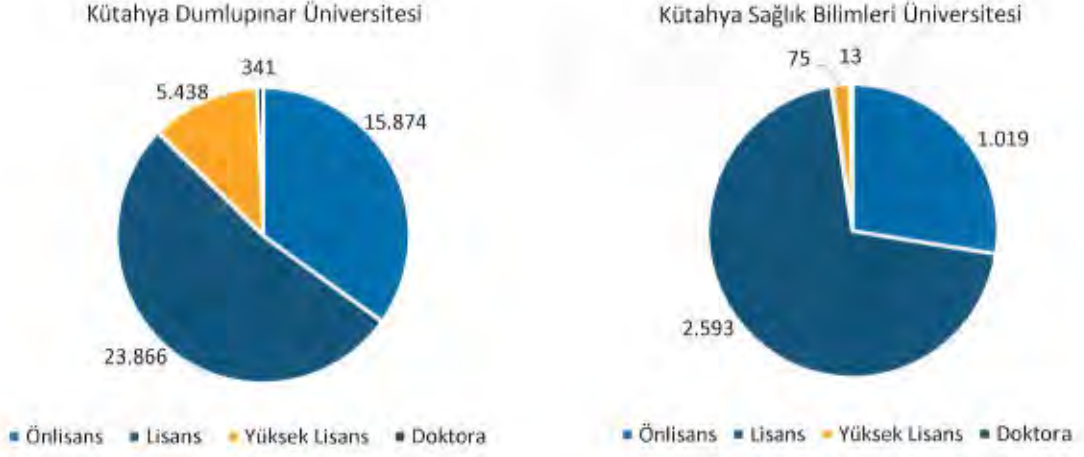


Kaynak: Yüksek Öğretim Bilgi Yönetim Sistemi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

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

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

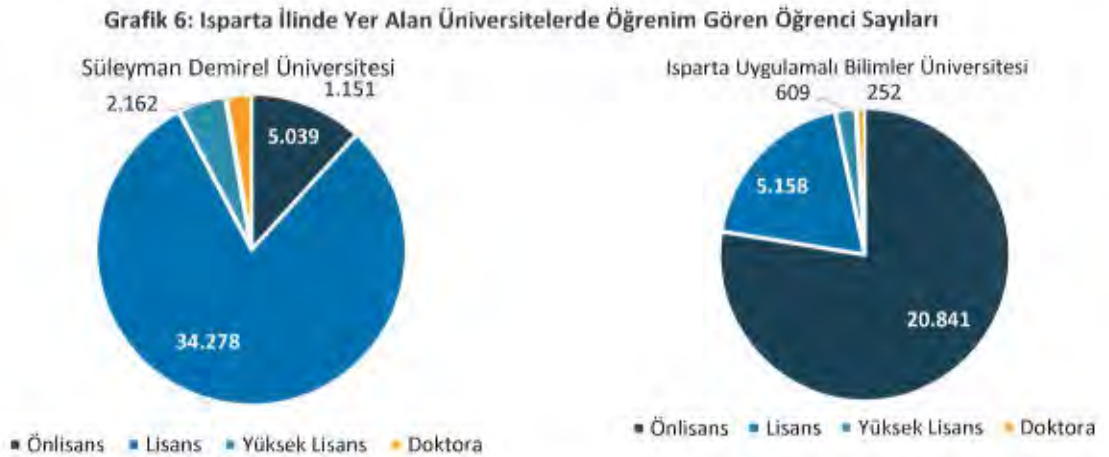
Grafik 5: Kütahya İlinde Yer Alan Üniversitelerde Öğrenim Gören Öğrenci Sayıları



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:

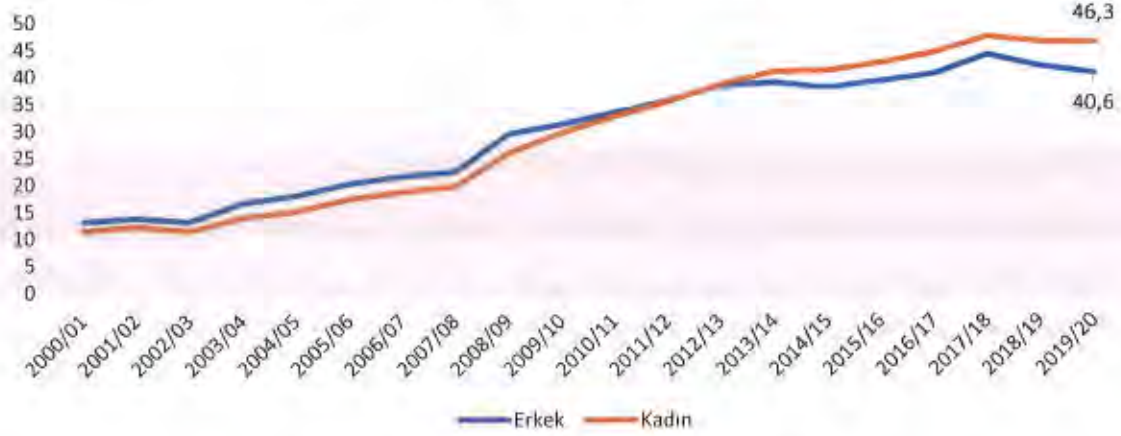


Kaynak: Süleyman Demirel Üniversitesi ve Isparta Uygulamalı Bilimler Üniversitesi İnternet Siteleri, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Okullaşma Oranı

Ülkemizde 2019-2020 öğretim döneminde yükseköğretim kurumları bazında okullaşma oranı %43,4 seviyesinde olup önceki yıllara kıyasla artış göstermiştir.¹ 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 kontenjanlarında yaşanan %8’lik gerileme etkili olmuştur. 2018 ve 2019 yıllarında yapılan kontenjan sayılarındaki düzenlemelerin

¹ 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

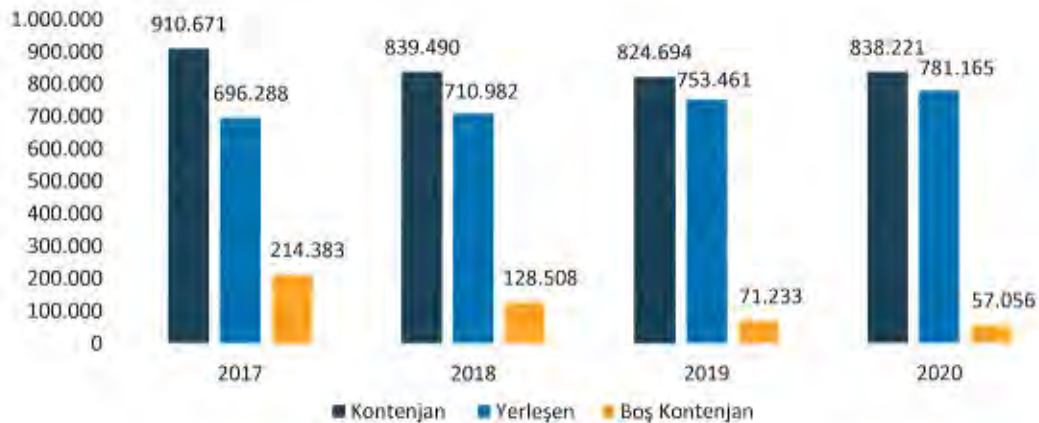
	2017	2018	2019	2020
<i>Sınav Başvuran Aday Sayıları</i>	2.265.844	2.381.412	2.528.031	2.436.958
Önlisans Programlarının Kontenjanları	436.904	354.859	376.940	380.172
Lisans Programlarının Kontenjanları	473.767	484.631	447.754	458.049
Toplam Kontenjan Sayısı	910.671	839.490	824.694	838.221

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



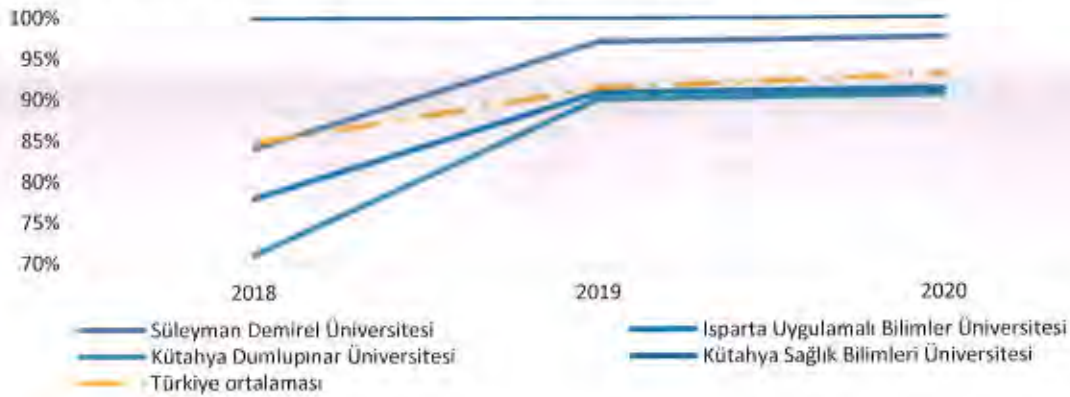
Kaynak: YÖK 2020 Yılı Yerleştirme Sonuçları Raporu, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

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 seyir izlerken, 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 Danışmanlık 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
Devlet	3.065	546.290	328.141	218.149
Isparta	39	5.932	3.248	2.684
Kütahya	51	8.122	5.072	3.050
Özel	4.614	468.757	225.742	243.015
Isparta	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
Toplam	4.614	468.757	225.742	243.015

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 kiralama 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 işlettirilmesi 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 m²'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 m² 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 m²'lik arazi üzerine brüt 30.000 m² kapalı alanı olan özel öğrenci yurdu ve en az 2.500 m²'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 m²'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%
Toplam	25.000	100%

Tablo 12: Isparta Yurt Yatırımları Ortaklık ve Sermaye Tablosu

Tarih	Firma Ünvanı	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				
(BİN TL)	2017	2018	2019	2020/9
Hasılat	-	2.587	13.762	16.963
Satışların maliyeti (-)	-	(2.221)	(8.932)	(7.266)
Brüt kar	-	367	4.830	9.697
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)
Esas faaliyet karı	(14)	127.725	(2.445)	2.703
Finansman gelirleri	-	-	334	1
Finansman giderleri (-)	(1.806)	(5.958)	(8.502)	(5.011)
Vergi öncesi kar	(1.820)	121.766	(10.613)	(2.308)
- Dönem vergi gideri	-	-	-	-
- Ertelenmiş vergi geliri	-	(24.582)	1.440	1.357
Net dönem karı	(1.820)	97.185	(9.174)	(950)

Tablo 14: Isparta Yurt Yatırımları Bilanço Göstergeleri

Isparta Yurt Yatırımları				
(Bin TL)	2017	2018	2019	2020/9
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
Toplam Dönen Varlıklar	13.404	15.057	17.507	19.158
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	-	-	-
Toplam Duran Varlıklar	20.901	171.982	205.414	198.804
TOPLAM VARLIKLAR	34.305	187.039	222.922	217.962
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
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.271	4.258	15.825	25.393
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
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.900	67.462	70.952	57.374
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
Toplam Özkaynaklar	18.134	115.319	136.145	135.195
TOPLAM KAYNAKLAR	34.305	187.039	222.922	217.962

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 başlandığı 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 başlandığı 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 yıl 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
Toplam	2.221	8.932	7.266
Genel Yönetim Giderleri (Bin TL)			
Genel Yönetim Giderleri	3.910	1.252	51
Genel Toplam	6.130	10.184	7.317

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.

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 kullanılacak 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.

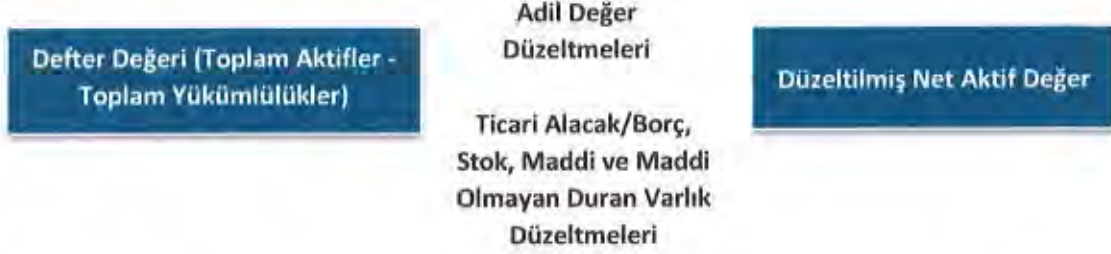
İNA yönteminde; gelecekteki nakit akımlarının değerlemenin olduğu tarihe iskonto edilmesinde kullanılan katsayının hesaplanmasında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM, WACC – Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemek 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 öngörülere; 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 m²'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
Toplam	28.101	31.721	35.179	38.678	42.495	46.757	51.392	56.517	62.204

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
Toplam	68.525	75.276	82.009	88.853	95.735	102.577	109.471	116.768

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
Toplam	124.440	132.250	140.262	148.705	110.889	69.791	74.026	78.529

*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 tutarınının 100 bin TL olacağı, kira artışlarının her yılın Ocak ayında yapılacağı belirtilmektedir. Bu kapsamda Isparta Şehir Hastanesi'ne ödenecek kira tutarlarınının 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 yurdu ile 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 öngörülürü aşağıdaki şekildedir:

Tablo 19: Projeksiyon Yılları Hizmet Maliyetleri Öngörülürü

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
Toplam	2.606	2.918	3.240	3.586	3.983	4.417	4.903	5.447	6.063

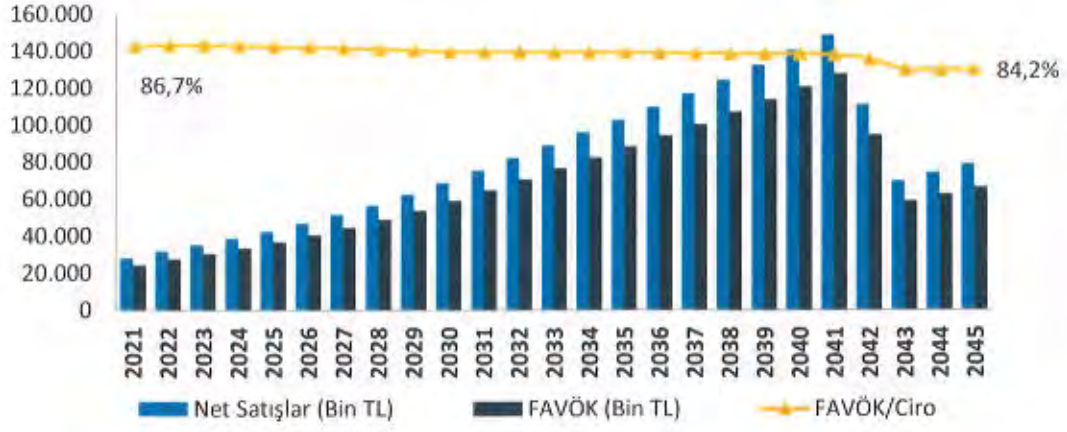
Hizmet Maliyetleri (Bin TL)	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Isparta Yurdu Şehir Hastanesi Kira Ödemesi	3.145	3.467	3.794	4.122	4.445	4.758	5.102	5.469
Kütahya Yurdu İrtifak Hakkı Ödemesi	2.684	2.959	3.238	3.518	3.794	4.061	4.355	4.668
Kütahya Yurdu Ciro Payı Ödemesi	286	314	342	370	399	428	456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

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
Toplam	12.518	13.336	14.190	15.118	11.890	8.195	8.727	9.292

Firmanın projeksiyon dönemlerinde operasyonel giderleri; mevcut gerçekleştirmeler ve Firma öngörülürü 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%
Isparta 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
Isparta 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%
Isparta 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%
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	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
Gelirler	28.101	31.721	35.179	38.678	42.495	46.757	51.392	56.517	62.204	68.525	75.276	82.009
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	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
Toplam Ödemeler	2.487	2.762	3.061	3.407	3.782	4.205	4.680	5.218	5.829	6.426	7.032	7.224
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
Satılan Hizmet Maliyeti	2.606	2.918	3.240	3.586	3.983	4.417	4.903	5.447	6.063	6.759	7.447	8.145
Brüt Kar	25.494	28.803	31.939	35.092	38.512	42.341	46.490	51.070	56.141	61.766	67.829	73.864
Brüt Kar Marjı	90,7%	90,8%	90,8%	90,7%	90,6%	90,6%	90,5%	90,4%	90,3%	90,1%	90,1%	90,1%
Isparta 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
Operasyonel Giderler	1.120	1.263	1.396	1.535	1.686	1.855	2.039	2.242	2.468	2.719	2.987	3.254
Toplam Giderler	3.727	4.181	4.656	5.121	5.669	6.272	6.942	7.689	8.531	9.478	10.434	11.399
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%

wa sh

Tablo 21: Projeksiyon Yılları Özet Karlılık Sonuçları-2

Bin TL	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
ÜFE 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	86.598	91.569	96.643	101.829	107.220
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
Gelirler	88.853	95.735	102.577	109.471	116.768	124.440	132.250	140.262	148.705	157.365	166.228	175.298	184.576
İsparta Şehir Hastanesi'ne Kira Ödemeleri	4.122	4.445	4.758	5.102	5.469	5.842	6.226	6.628	7.067	7.507	7.988	8.488	8.999
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
Toplam Ödemeler	7.640	8.239	8.819	9.457	10.137	10.829	11.541	12.286	13.100	13.936	14.836	15.796	16.772
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	1479	1564	1652	1744
Satılan Hizmet Maliyeti	8.846	9.538	10.211	10.943	11.722	12.518	13.336	14.190	15.118	16.099	17.132	18.220	19.364
Brüt Kar	80.007	86.197	92.366	98.528	105.046	111.921	118.914	126.072	133.587	141.366	149.396	157.678	166.212
Brüt Kar Marjı	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	89,9%	89,9%	89,9%	89,8%	89,8%	88,3%	88,2%	88,2%
İsparta Yurt Operasyonel Giderleri	2.072	2.233	2.392	2.553	2.723	2.902	3.084	3.271	3.468	3.670			
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
Operasyonel Giderler	3.525	3.799	4.070	4.344	4.633	4.937	5.247	5.565	5.900	6.251	6.676	7.108	7.560
Toplam Giderler	12.371	13.337	14.281	15.287	16.355	17.456	18.584	19.755	21.018	22.375	23.823	25.372	27.024
FAVÖK	76.481	82.398	88.296	94.185	100.413	106.984	113.666	120.506	127.668	135.091	142.768	150.674	158.852
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%

Handwritten signature

Tablo 22: Isparta Yurdu Özet Karlılık Sonuçları

Bilin TL	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	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	
Brüt Kar	15.107	17.036	18.825	20.685	22.703	24.962	27.410	30.114	33.107	36.428	40.005	
Isparta Yurt Operasyonel Giderleri	659	742	820	902	991	1.090	1.199	1.318	1.451	1.598	1.756	
FAVÖK	14.448	16.294	18.005	19.783	21.712	23.871	26.212	28.796	31.656	34.830	38.249	
FAVÖK Marjı	88%	88%	88%	88%	88%	88%	87%	87%	87%	87%	87%	
Bilin 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	7.505	
Damga Vergisi	453	491	529	567	605	645	688	731	775	822	871	
Brüt Kar	43.566	47.190	50.842	54.480	58.117	61.964	66.021	70.147	74.372	78.809	83.413	
Isparta Yurt Operasyonel Giderleri	1.913	2.072	2.235	2.392	2.553	2.723	2.902	3.084	3.271	3.468	3.674	
FAVÖK	41.653	45.118	48.609	52.088	55.564	59.241	63.119	67.063	71.101	75.341	79.739	
FAVÖK Marjı	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	

Tablo 23: Kütahya Yurdu Özet Karlılık Sonuçları

Bilin 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
Brüt Kar	10.388	11.767	13.114	14.407	15.809	17.379	19.079	20.956	23.034	25.338	27.824	30.298	32.816
Kütahya Yurt Operasyonel Giderleri	462	521	575	633	695	765	841	924	1.017	1.121	1.231	1.341	1.453
FAVÖK	9.926	11.246	12.538	13.775	15.114	16.614	18.239	20.032	22.016	24.217	26.592	28.956	31.363
FAVÖK Marjı	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Bilin 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	
Brüt Kar	35.355	37.886	40.411	43.082	45.900	48.766	51.700	54.778	58.103	61.596	65.299	69.237	
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	
FAVÖK	33.789	36.208	38.621	41.172	43.865	46.603	49.405	52.345	55.522	58.858	62.395	66.157	
FAVÖK Marjı	85%	85%	85%	85%	85%	85%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	

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
Satışlar	28.101	31.721	35.179	38.678	42.495	46.757	51.392	56.517	62.204	68.525	75.276	82.009
Maliyetler (amortisman dahil)	(7.251)	(7.703)	(8.157)	(8.643)	(8.570)	(9.572)	(10.242)	(10.990)	(11.831)	(12.778)	(13.734)	(14.699)
FVÖK	20.850	24.019	27.022	30.036	33.526	37.185	41.150	45.528	50.373	55.747	61.542	67.310
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%
FVÖK * (1-t)	16.929	19.215	21.617	24.029	26.821	29.748	32.920	36.422	40.298	44.598	49.233	53.848
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)
Net Nakit Akımı	24.188	27.418	30.186	27.288	29.836	32.729	35.875	39.340	43.176	47.429	52.028	56.645
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
İndirgenmiş Net Nakit Akımları	22.276	21.418	19.867	15.335	14.221	13.232	12.302	11.442	10.551	9.924	9.233	8.527

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
Satışlar	88.853	95.735	102.577	109.471	116.768	124.440	132.250	140.262	148.705	157.689	167.191	177.206	187.829
Maliyetler (amortisman dahil)	(15.671)	(16.637)	(17.581)	(18.779)	(19.345)	(18.446)	(19.573)	(20.745)	(22.008)	(17.264)	(11.922)	(12.620)	(13.362)
FVÖK	73.181	79.098	84.996	90.692	99.423	105.994	112.676	119.517	126.696	93.624	57.869	61.405	65.167
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%
FVÖK * (1-t)	58.545	63.279	67.997	72.554	79.538	84.795	90.141	95.613	101.357	74.900	46.295	49.124	52.133
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
Net Nakit Akımı	61.333	66.063	70.783	75.533	79.585	85.212	90.548	96.007	101.721	82.180	46.994	49.805	58.565
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
İndirgenmiş Net Nakit Akımları	7.831	7.154	6.501	5.884	5.285	4.776	4.304	3.871	3.479	2.384	1.156	1.039	1.037

ca s

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. İlâveten, 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
Özsermaye Değeri (Bin TL)	224.730

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 düzeltmesi 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 Cıvli 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 Bilanço Bakiyeleri	Sermaye Artışı Öncesi Değişiklikler	Sermaye Artış 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
Toplam Dönen Varlıklar	19.157	(947)	-	-	18.210
(+) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	195.212	-	-	86.413	281.625
(+) Kullanım Hakkı Varlıkları	3.591	-	-	-	3.591
(+) İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1	-	-	-	1
Toplam Duran Varlıklar	198.804	-	-	86.413	285.217
(-) 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
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	25.393	3.668	(27.192)	-	1.869
(-) 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
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	57.375	(7.326)	(25.808)	17.283	41.524
Özsermaye Değeri	135.195	2.711	53.000	69.130	260.034

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

WA 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
Özsermaye Değeri (Bin TL)	224.730

Tablo 30: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

Isparta Yurt Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	260.034

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
Isparta Yurt Yatırımları Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			242.382

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 bilançodaki 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.

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

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

$\frac{\text{Borç}}{\text{Borç} + \text{Özsermaye}}$ ve $\frac{\text{Özsermaye}}{\text{Borç} + \text{Özsermaye}}$ 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:

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

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%
WACC	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%

	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%
WACC	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%

Handwritten signature

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
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	-	1.358	2	42
Diğer Alacaklar	-	302	683	1.458
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	302	683	1.458
<i>Vergi Dairesinden Alacaklar</i>	-	302	683	1.458
Peşin Ödenmiş Giderler	13.331	4.367	993	655
<i>Verilen Avanslar</i>	13.331	3.934	500	182
<i>Gelecek Aylara Ait Giderler</i>	-	427	485	473
<i>Diğer</i>	-	5	8	1
Diğer Dönen Varlıklar	-	8.887	15.785	15.399
<i>Devreden KDV</i>	-	8.887	15.785	15.399
Toplam Dönen Varlıklar	13.404	15.057	17.507	19.158
Diğer Alacaklar	2	2	1	1
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	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	-	-	-
<i>Peşin Ödenen Vergi ve KDV Alacakları</i>	3.075	-	-	-
Toplam Duran Varlıklar	20.901	171.982	205.414	198.804
TOPLAM VARLIKLAR	34.305	187.039	222.922	217.962
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	812	812
Ticari Borçlar	68	3.162	14.210	23.679
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	3.113	14.031	23.524
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	68	49	179	155
Diğer Borçlar	-	-	7	7
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	-	7	7
Ertelenmiş Gelirler	4	457	772	888
<i>Kira Gelirleri</i>	-	457	772	888
<i>Diğer</i>	4	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.199	639	24	7
<i>Ödenecek Vergi ve Fonlar</i>	1.199	639	24	7
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.271	4.258	15.825	25.393
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	2.775	2.462
Ticari Borçlar	-	-	961	-
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	-	961	-
Diğer Borçlar	14.900	42.886	44.080	33.134
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	14.900	42.886	44.080	33.134
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	24.576	23.136	21.779
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.900	67.462	70.952	57.374
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
Toplam Özkaynaklar	18.134	115.319	136.145	135.195
TOPLAM KAYNAKLAR	34.305	187.039	222.922	217.962

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

uşi

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	-	-	-
Toplam Dönen Varlıklar	11.840	11.121	17.007	18.962
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
Toplam Duran Varlıklar	22.488	53.036	86.650	84.100
AKTİF TOPLAMI	34.330	64.158	103.657	103.062
Ticari Borçlar	68	3.162	14.210	23.679
Müşteri Avansları	-	10	3	4
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1.203	1.085	800	895
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	1.270	4.257	15.013	24.578
Ortaklara Borçlar (Net)	14.900	42.886	45.041	33.134
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	14.900	42.886	45.041	33.134
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
Toplam Özsermaye	18.158	17.014	43.602	45.350
PASİF TOPLAMI	34.330	64.157	103.657	103.062

Handwritten signature

İsparta Yurt Yatırımları VUK Gelir Tablosu Göstergeleri				
(Bin TL)	2017	2018	2019	2020/9
Yurtiçi Satışlar	-	2.904	13.899	18.146
Brüt Satışlar	-	2.904	13.899	18.146
Satışlardan İndirimler	-	(317)	(137)	(1.183)
Net Satışlar	-	2.587	13.762	16.963
Satılan Malın Maliyeti	-	(2.218)	(9.742)	(8.186)
Amortisman	-	(1.406)	(3.516)	(2.643)
Genel Yönetim Giderleri	(14)	(65)	(82)	(51)
Esas Faaliyet Kârı	(14)	7.587	422	6.083
FAVÖK	(14)	8.993	3.938	8.726
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)	-	-
Devre Kârı	(1.820)	7.546	(3.414)	1.747
Vergi	-	-	-	-
Net Kâr	(1.820)	7.546	(3.414)	1.747

Uğur