

**Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (“Dap Gayrimenkul” veya “Şirket”)
“Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu**

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin kararlarını izahname ve eklerini inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Yapısı:

DAP GAYRİMENKUL HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri - Yöntemi	15/02/2022-18/02/2022 – Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Ortak Satışı	30.020.000 TL Ziya Yılmaz (18.012.000 TL), Rafet Yılmaz (12.008.000 TL)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	25,41 TL
Halka Arz İskontosu	27,2 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	18,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	555.370.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%15,01
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır

Kaynak: Dap Gayrimenkul İzahname ve Ekleri

Ortaklık Yapısı

Şirket’in güncel ortaklık yapısı, sermaye tutarları ve yüzdeleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Ziya Yılmaz	A	40.000.000,00	20,00%	40.000.000,00	20,00%
	C	68.000.000,00	34,00%	49.988.000,00	24,99%
Rafet Yılmaz	B	26.666.668,00	13,33%	26.666.668,00	13,33%
	C	45.333.332,00	22,67%	33.325.332,00	16,66%
Dap Yapı	C	20.000.000,00	10,00%	20.000.000,00	10,00%
Halka Açık Kısım	-	-	-	30.020.000,00	15,01%
Toplam		200.000.000,00	100	200.000.000,00	100

Kaynak: Dap Gayrimenkul İzahname

Dap Gayrimenkul Hakkında

Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş., 04.02.1981 tarihinde Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile kurulmuştur. Şirket, 15.10.2005 tarihinde el değiştirip Ağaoğlu Grubu bünyesine katılmış ve çeşitli konut projeleri inşa etmiştir. 2015 yılında Dap Yapı Grubu otaklarından, Ziya Yılmaz ve Rafet Yılmaz, Şirket'in hisselerinin tamamını Ağaoğlu Grubu'ndan devralmıştır. Aynı yıl Validebağ Konakları projesinin ihalesi Şirket tarafından kazanılmış ve 2021 yılında proje tamamlanmıştır. Şirket'in Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. unvanını aldığı 9 Aralık 2021 tarihinde TTSG'de ilan olmuştur.

Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş., DAP Yapı Grubu altında faaliyet gösteren bir şirkettir. 1999 yılında faaliyetlerine başlayan Dap Yapı Grubu bugüne kadar İstanbul ve İzmir'de 26 projede yaklaşık 2,5 milyon m² inşaat tamamlamıştır. Dap Yapı Grubu, projelerinde ağırlıklı olarak konut projeleri geliştirmekle birlikte, AVM, okul, hastane, ofis ve otel inşaatları da gerçekleştirmiştir. Dap Yapı Grubu, 2013 yılından bugüne kadar peyzaj mimarisi, güvenli ev, en iyi ticari gökdelen, ofis tasarımı, otel tasarımı vb. alanlarında toplam 41 ödül kazanmıştır.

Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.'nin ticaret siciline tescil ettiren merkez adresi, Altayçeşme Mahallesi Çamlı Sk. Dap Royal Center Sit. B Blok Apt. No: 16 B/8 Maltepe/İstanbul dir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket'in 2018 yılında tamamlanan İstmarina Projesi ve İstmarina Ortak Girişimi adlı projeleri yanında halen devam etmekte olan 4 adet projesi bulunmaktadır.

İstmarina Projesi ihalesinin kazanılması ardından 04.02.2013 tarihinde Emlak GYO ile sözleşme imzalamıştır. Projede 1.501 adet konut ve 350 adet ticari ünitelerden oluşan toplam 1.851 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. İstmarina Projesi için inşaat ruhsatları 14.03.2014 tarihinde alınmış ve bir yandan projenin inşaatına bir yandan da projede yer alan bağımsız bölümlerin satışlarına başlanmıştır. İstmarina Projesi'nin inşaatı 2018 yılında tamamlanmıştır.

Devam Eden Projeler

Şirket'in Emlak GYO ile gelir paylaşımı modeli ile halen devam etmekte olan 4 adet projesi bulunmaktadır.

İstanbul Üsküdar Barbaros Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Validebağ Projesi)

Validebağ İş Ortaklığı; Şirket ve İstlife tarafından 2015 yılının Ekim ayında Emlak GYO'nun "İstanbul Üsküdar Barbaros Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı" işi ihalesine teklif vermek üzere İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur. 2017 yılı içerisinde başlanan projenin inşaatı tamamlanmış olup, projede yer alan 319 adet konutun 238 adedi ve 47 adet ticari ünitenin 42 adedi üçüncü kişi alıcılara satılmıştır. Validebağ Projesi'nin tamamlanması ve yapı kullanma izin belgesinin alınması ile satışı yapılmamış bağımsız bölümler, önce akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi uyarınca, 09.06.2021 tarihi itibarı ile Validebağ İş Ortaklığı ile Emlak GYO arasında paylaşılmıştır.

İstanbul Çekmeköy Taşdelen Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Çekmeköy Projesi)

Çekmeköy İş Ortaklığı, Şirket ve İstlife tarafından 2018 yılının Nisan ayında Emlak GYO'nun "İstanbul Çekmeköy Taşdelen Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı" işi üzerine İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur.

2020 yılında başlanan Çekmeköy Projesi'nin inşaatı devam etmektedir. 25.10.2021 tarihi itibarıyla Çekmeköy Projesi'nde 138.788 metrekare satılabilir alana sahip 947 adet konutun 946 adedi ve 12.684 metrekare satılabilir alana sahip 74 adet ticari ünitenin ise 62 adedi (toplam brüt satış alanı 9.248 metrekare) satılmış durumdadır.

İstanbul Şişli Teşvikiye Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Nişantaşı Projesi)

Nişantaşı İş Ortaklığı, Şirket ve İstlife tarafından 2018 yılının Nisan ayında Emlak GYO'nun "İstanbul Şişli Teşvikiye Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı" işi ihalesine teklif vermeleri üzerine İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur. 2021 yılı itibarıyla inşaat çalışmalarına başlanan Nişantaşı Projesi'nde 25.10.2021 tarihi itibarıyla 46.724 metrekare satılabilir alana sahip 160 adet konutun 118'i (toplam brüt satış alanı 32.048 metrekare) satılmıştır. Bununla beraber 308 metrekare satılabilir alana sahip ticari ünitelerin henüz satışı gerçekleşmemiştir.

İstanbul Sarıyer Ayazağa Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Levent Projesi)

Levent Projesi, Emlak GYO'ya ait olan İstanbul İli, Sarıyer İlçesi, Ayazağa Mahallesi'nde konumlu 3 ada 36 parseldeki arsa üzerinde, 08.04.2021 tarihinde imzalanan "İstanbul Sarıyer Ayazağa Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi Sözleşmesi" uyarınca yüklenici sıfatıyla Şirket tarafından geliştirilmektedir. Levent Projesi'nin tasarım ve planlama süreçleri devam etmektedir. Proje alanında bulunan riskli yapılar için yıkım ruhsatı alınmıştır. Proje satış ofisinin imalatı tamamlanmış olup, satışa veya inşaatla henüz başlanmamıştır.

Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 30.09.2020 ve 30.09.2021 yılları bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2018 - 31.12.2018	01.01.2019 - 31.12.2019	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2020 - 30.09.2020	01.01.2021 - 30.09.2021
Hasılat	63.276.758	64.796.070	582.983.211	339.321.832	602.801.332
Satışların Maliyeti	-38.071.816	-29.506.846	-283.083.365	-153.712.550	-250.517.079
Brüt Kar	25.204.942	35.289.224	299.899.846	185.609.282	352.284.253
Genel Yönetim Giderleri	-210.363	-946.849	-4.720.607	-3.390.018	-25.838.717
Pazarlama Giderleri	-9.647.455	-9.048.489	-31.173.835	-19.322.163	-64.510.336
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.450.254	738.870	2.488.788	4.936.619	7.762.079
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.675.383	-423.909	-671.808	-534.511	-562.292
Esas Faaliyet Karı	15.121.995	25.608.847	265.822.384	167.299.209	269.134.987
Yatırımların Karlarından/ (zararlarından) Paylar	-	-	1.025.690	1.000.938	400.000
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı	15.121.995	25.608.847	266.848.074	168.300.147	269.534.987
Finansman Gelirleri	722.838	229.713	7.171.339	90.134	11.783.617
Finansman Giderleri	-4.339.543	-1.665.668	-19.363.250	-7.229.669	-14.405.934
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	11.505.290	24.172.892	254.656.163	161.160.612	266.912.670
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-3.069.895	-4.834.561	-67.144.480	-40.008.086	-50.682.429
Dönem Vergi Gideri	-	-73.687	-36.415	-	-170.131
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-3.069.895	-4.760.874	-67.108.065	-40.008.086	-50.512.298
Dönem Karı	8.435.395	19.338.331	187.511.683	121.152.526	216.230.241

Kaynak: Dap Gayrimenkul İzahname

Şirket'in brüt kar marjı 2018 yılında %40 iken takip eden yıllarda %50'nin üzerine çıkmış ve 2021 yılı ilk dokuz ayında %58'e ulaşmıştır. Proje bazlı incelendiğinde brüt kar marjının yıllar itibarıyla arttığı görülmektedir. Validebağ Projesi'nde 2018 yılında %40 olan brüt kar marjı 2021 yılı ilk dokuz aylık döneminde %61'e kadar yükselmiştir. Bu durumun temel nedeni ise projenin tamamlanma tarihlerine yaklaşıldıkça inşaat harcamalarının daha önceden yapılmış olması nedeniyle maliyetinin sabit kalırken, stokta kalan ünitelerin satış fiyatlarının ve projeden beklenen hasılatın artmaya devam etmesi olmuştur. Faaliyet giderlerinin hasılatı oranının 2021 yılındaki artışı büyük ölçüde pazarlama giderleri içerisindeki vergi giderlerinin artması ile genel yönetim giderleri içerisindeki bağış gideri kaynaklıdır.

Şirket'in net dönem karı, 2018, 2019 ve 2020 mali yılları için sırasıyla 8.435.395 TL, 19.338.331 TL ve 187.511.683 TL olarak gerçekleşmiştir. Net kar marjı aynı dönemler için sırasıyla %13,33, %29,84 ve %32,16 olmuştur. Şirket'in net dönem karı 2020 yılının üçüncü çeyreği ve 2021 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla sırasıyla 121.152.526 ve 216.230.241 TL olarak gerçekleşmiştir. Net Kar marjı aynı dönemler için sırasıyla %35,70 ve %35,87 olmuştur.

Karlılık Analizi	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Net Satışlar	63.276.758	64.796.070	582.983.211	339.321.832	602.801.332
Brüt Kar	25.204.942	35.289.224	299.899.846	185.609.282	352.284.253
Brüt Kar Marjı	40%	54%	51%	55%	58%
Esas Faaliyet Karı	15.121.995	25.608.847	265.822.384	167.299.209	269.134.987
Faaliyet Kar Marjı	23,90%	39,52%	45,60%	49,30%	44,65%
FAVÖK	15.316.100	25.832.052	266.165.738	167.530.584	269.786.259

FAVÖK Marjı	24,20%	39,87%	45,66%	49,37%	44,76%
Net Kar	8.435.395	19.338.331	187.511.683	121.152.526	216.230.241
Net Kar Marjı	13,33%	29,84%	32,16%	35,70%	35,87%

Kaynak: Dap Gayrimenkul İzahname

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıda sunulmuştur.

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	144.776	1.102.509	84.108.697	177.290.083
Ticari Alacaklar	-	7.490.526	7.655.588	-
Diğer Alacaklar	134.522.948	131.176.453	145.343.174	123.240.369
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>3.850.610</i>	<i>45.351</i>	<i>124.478</i>	<i>34.405</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>130.672.338</i>	<i>131.131.102</i>	<i>145.218.696</i>	<i>123.205.964</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	-	-	278.552.582	313.805.186
Stoklar	3.157.187	17.707.965	24.963.425	73.400.645
Peşin Ödenmiş Giderler	12.586.106	12.504.100	3.496.078	185.808.522
<i>İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>127.521.576</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>12.586.106</i>	<i>12.504.100</i>	<i>3.496.078</i>	<i>58.286.946</i>
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	139.505	161.042	325.359	892.366
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	17.386.994	8.149.177
Toplam Dönen Varlıklar	150.550.522	170.142.595	561.831.897	882.586.348
Duran Varlıklar				
İştirakler, İş Ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklardaki Yatırımlar	100.000	100.000	100.000	-
Diğer Alacaklar	19.926	19.926	19.926	321.873.300
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	119.536.751	176.205.792	480.636.421	1.048.170.923
Maddi Duran Varlıklar	564.178	449.724	1.152.019	4.039.514
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	191.832	261.060	2.046.92	2.020.432
<i>Şerefiye</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1.807.224</i>	<i>1.807.224</i>
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>191.832</i>	<i>261.060</i>	<i>239.697</i>	<i>213.208</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	84.500	77.187
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.641.940	7.286.273	11.412.078	30.965.456
Diğer Duran Varlıklar	2.077.740	8.068.187	24.324.307	67.906.775
Toplam Duran Varlıklar	128.132.367	192.390.962	519.776.172	1.475.053.587
Toplam Varlıklar	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.557.503	-	25.816.396	2.841.024
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	11.670.528	12.999.327	18.798.125	112.926.663
Ticari Borçlar	3.908.727	7.185.879	89.181.631	48.680.768
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	128.057	185.880	442.782	2.158.977
Diğer Borçlar	59.598.181	96.932.552	108.024.930	102.306.093
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>4.680.803</i>	<i>24.808.003</i>	<i>13.889.840</i>	<i>13.256.359</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>54.917.378</i>	<i>72.124.549</i>	<i>94.135.090</i>	<i>89.049.734</i>
Ertelenmiş Gelirler	-	22.241	192.388.511	191.827.584
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	73.687	36.415	170.13
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	2.243.912	19.524.894
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	76.862.996	117.399.566	436.932.702	480.436.134
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	24.006.779	21.623.644	7.234.978	379.261.835
Diğer Borçlar	13.520.081	9.333.779	3.693.438	9.485.834
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>7.906.963</i>	<i>1.707.803</i>	<i>5.000.000</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>13.520.081</i>	<i>1.426.816</i>	<i>1.985.635</i>	<i>4.485.834</i>
Ertelenmiş Gelirler	124.567.370	148.641.384	309.676.459	687.937.818
Uzun Vadeli Karşılıklar	133.871	176.707	503.435	724.017
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>133.871</i>	<i>176.707</i>	<i>503.435</i>	<i>724.017</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.710.705	17.120.542	87.839.363	157.890.904
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	172.938.806	196.896.056	408.947.673	1.235.300.408
Özkaynaklar	28.881.087	48.237.935	235.727.694	641.903.393
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-	-	235.576.212	641.524.834

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	10.000.000	200.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş				
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-8.665	9.852	-7.541	-64.030
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-8.665	9.852	-7.541	-64.030
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/ Kayıpları	-8.665	9.852	-7.541	-64.030
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.238.770	5.238.770	5.238.770	5.238.770
Yasal Yedekler	5.238.770	5.238.770	5.238.770	5.238.770
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	5.215.587	13.650.982	32.989.313	220.344.983
Net Dönem Karı/Zararı	8.435.395	19.338.331	187.355.670	216.005.111
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	151.482	378.559
Toplam Özkaynaklar	28.881.087	48.237.935	235.727.694	641.903.393
Toplam Kaynaklar	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935

Kaynak: Dap Gayrimenkul İzahname

Şirket'in dönen varlıklarını nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ile diğer dönen varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır. 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihli mali tablolar incelendiğinde dönen varlıkların sırasıyla 150.550.522 TL, 170.142.595 TL, 561.831.897 TL ve 882.586.348 TL olduğu görülmektedir.

Dönen varlıklar 31.12.2018'den 31.12.2019'a %13, 31.12.2019'dan 31.12.2020'ye %230, 31.12.2020'den 30.09.2021 tarihine kadar %57 oranında artış göstermiştir. Dönen varlıkların aktif büyüklüğü içindeki payı 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihlerinde sırasıyla %54, %47, %52 ve %37 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket, 2020 yılı içindeki net nakit girişine bağlı olarak nakit ve nakit benzerleri bakiyesini 84.108.697 TL'ye yükseltmiş, 2021 yılı ilk dokuz ayında gerçekleşen net nakit girişi neticesinde dönem sonunu 177.290.083 TL bakiye ile tamamlamıştır. Çekmeköy, Validebağ ve Nişantaşı Projeleri'nden hakedişler neticesinde elde edilen nakit, aynı projelerin inşaatının yanı sıra Levent Projesi'nde proje alanının hazırlanmasında da kullanılmıştır. 2021 yılı içinde meydana gelen en büyük nakit hareketlerinden birisi de Levent Projesi için 311.100.000 TL kredi kullanılarak Emlak GYO'ya yapılan ödemedir. Kısa vadeli müşteri sözleşmelerinden doğan varlıkların tamamı devam eden Validebağ projesine ait elde edilen hasılatlardan oluşmaktadır. Alıcılar Emlak GYO'ya ödeme yapmakta, ardından Şirket, payına düşen kısmı Emlak GYO'dan tahsil etmektedir. Söz konusu alacaklar için Türkiye Emlak Katılım Bankası A.Ş.'nin 63,460,000 TL alacak temliki bulunmaktadır. Söz konusu temlikin Şirket'in ortaklık payına düşen kısmı 38,076,000 TL'dir.

Şirket'in duran varlıkları; iştirakleri, iş ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklar'ındaki yatırımlar, diğer alacaklar, müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar, maddi ve maddi olmayan duran varlıklar, peşin ödenmiş giderler, ertelenmiş vergi varlığı ile diğer duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır. 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihli mali tablolar incelendiğinde duran varlıkların sırasıyla 128.132.367 TL, 192.390.962 TL, 519.776.172 TL ve 1.475.053.587 TL olduğu görülmektedir. Duran varlıklar 31.12.2018'den 31.12.2019'a %50, 31.12.2019'dan 31.12.2020'ye %170, 31.12.2020'den 30.09.2021 tarihine kadar %184 oranında artış göstermiştir. Duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihlerinde sırasıyla %46, %53, %48, ve %63 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in İstmarına Ortak Girişimi'ndeki 100.000 TL değerindeki iştirak payının, Şirket'in ilişkili tarafı olan Yüzyıl Mimarlık'a 500.000 TL bedel ile 29.06.2021 tarihinde satışı gerçekleştirilmiştir. 2021 yılında başlanan Levent Projesi için Emlak GYO'ya verilen 311.100.000 TL tutarındaki teminat Şirket'in uzun vadeli alacaklarındaki en önemli kalemdir.

Uzun vadeli müşteri sözleşmelerinden doğan varlıkların tamamı devam eden Çekmeköy ve Nişantaşı projelerine ait elde edilen hasılatlardan oluşmaktadır. Alıcılar Emlak GYO'ya ödeme yapmakta, ardından Şirket payına düşen kısmı Emlak GYO'dan tahsil etmektedir. Söz konusu alacaklar için T.C. Ziraat Bankası A.Ş.'nin 90.000.000 TL alacak temliki bulunmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü ve kısa vadeli karşılıklar kalemlerinden oluşmaktadır. 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihli mali tablolar incelendiğinde kısa vadeli yükümlülüklerin sırasıyla 76.862.996 TL, 117.399.566 TL, 436.932.702 TL ve 480.436.134 TL olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülükler 31.12.2018'den 31.12.2019'a %53, 31.12.2019'dan 31.12.2020'ye %272, 31.12.2020'den 30.09.2021 tarihine kadar %10 oranında artış göstermiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihlerinde sırasıyla %28, %32, %40, ve %20, olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli borçlanmalar ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları Şirket'in kullanmış olduğu Türk Lirası cinsi kredilerden oluşmaktadır. Yıllar içinde Şirket'in proje sayısının artışına paralel olarak finansman ihtiyacı artış göstermiş ve bunun sonucunda Şirket yeni kredi kullanımları gerçekleştirmiştir.

Ticari borçlar yıllar içinde değişiklik göstermiş olsa da artış eğilimindedir. Yapılan sözleşmeler uyarınca oluşan gider tahakkukları Şirket'in geliştirmekte olduğu projeler için yüklenici firmalara yapmış olduğu sözleşmeler gereği hak ediş tarihinde ödenecek ancak henüz ödenmemiş tutarların, ilgili mali dönemde tahakkuk eden kısmını göstermektedir. Yapılan sözleşme uyarınca oluşan gider tahakkukları 2020 yılında Çekmeköy Projesi sebebiyle diğer yıllarda daha fazla olsa da 2021 yılında ilgili hak ediş faturalarının kesilmesi sonucu tutar azalmıştır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, uzun vadeli borçlanmalar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü kalemlerinden oluşmaktadır. 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihli mali tablolar incelendiğinde uzun vadeli yükümlülüklerin sırasıyla 172.938.806 TL, 196.896.056 TL, 408.947.673 TL ve 1.235.300.408 TL olduğu görülmektedir. Uzun vadeli yükümlülükler 31.12.2018'den 31.12.2019'a %14, 31.12.2019'dan 31.12.2020'ye %108, 31.12.2020'den 30.09.2021 tarihine kadar %202 oranında artış göstermiştir. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihlerinde sırasıyla %62, %54, %38 ve %52 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket operasyonel ihtiyaçlarına göre zaman zaman uzun vadeli borçlanma yapabilmektedir. Uzun vadeli borçlanmalardaki en büyük değişim 2021 yılında görülmektedir. Bu dönemde Levent Projesi için verilen teminatın yanı sıra, yüklenici firmalara verilen avanslar ve devam eden projeler dolayısıyla oluşan inşaat maliyetleri Şirket'in finansman ihtiyacını arttırmış, Şirket artan finansman ihtiyacının büyük kısmını uzun vadeli borçlanma yoluyla karşılamıştır. Uzun vadeli ertelenmiş gelirler alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır. Alınan sipariş avansları, Projeler'in ilerleme raporlarıyla uyumlu olarak sözleşmede yazılı oranlar ile hakediş esasına göre Emlak GYO tarafından Şirket'e yapılan ödemeler olup ilgili Proje'nin kalan süresine bağlı olarak kısa veya uzun vadeli olarak sınıflanmaktadır. 30.09.2021 tarihi ile biten mali dönemde yer alan alınan sipariş avansları Çekmeköy ve Nişantaşı Projeleri'ne, 31.12.2020 ile biten mali dönemde yer alan alınan sipariş avansları Çekmeköy Projesi'ne aittir. 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerdeki alınan sipariş avansları ise Validebağ Projesi'ne aittir.

Şirket'in özkaynakları, ana ortaklığa ait özkaynaklar ve kontrol gücü olmayan paylar kalemlerinden oluşmaktadır. 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihli mali tablolar incelendiğinde özkaynakların sırasıyla 28.881.087 TL, 48.237.935 TL, 235.727.694 TL ve 641.903.393 TL olduğu görülmektedir. Özkaynaklar 31.12.2018'den 31.12.2019'a %67, 31.12.2019'dan 31.12.2020'ye %389, 31.12.2020'den 30.09.2021 tarihine kadar %172 oranında artış göstermiştir. Özkaynakların toplam kaynaklar içindeki payı 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihlerinde sırasıyla %10, %13, %22 ve %27 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in özkaynakları yıllar geçtikçe artış göstermektedir, 2019, 2020 ve 2021 yıllarında özkaynakların artışının temel sebebi Şirket'in artan karlılığı olurken, 30/09/2021 dönemi içinde Şirket 40 Milyon TL'si nakit, 150 Milyon TL yedeklerden olmak üzere toplam 190 Milyon TL sermaye artırımını gerçekleştirmiştir.

Önemli Hususlar

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelir Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır.

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Değerleme Yöntemleri

Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.'nin fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmış ancak aşağıda belirtilen sebeplerden ötürü Garanti Yatırım tarafından sadece Gelir Yaklaşımı içeren İndirgenmiş Nakit Akım Analizi değerlemeye baz olarak kullanılmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Pazar Yaklaşımı

Şirket'in faaliyetleri gereği ve proje bazlı nakit yaratma kapasitesi nedeniyle, değerlendirme konusu varlığa önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların olmadığına Garanti Yatırım tarafından kanaat getirilmiştir. Pazar Yaklaşımı kapsamında ID/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları incelenmiş fakat bu yaklaşımın kullanılması uygun bulunmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in mevcutta geliştirmekte olduğu projelerden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminlerin bulunduğu kanaati ve gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için, Gelir Yaklaşımı içeren değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

“Çarpan Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Nihai değerlemeye baz edilmemekle birlikte, Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizi FTR'de yer verilmiştir. Bu kapsamda ID/FAVÖK, İD/Satışlar, Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları incelenmiş ve bu çarpanlardan en yaygın kullanılan İD/FAVÖK ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları ortalamaları ve bu ortalama çarpanlara göre Şirket özkaynak değerleri belirlenmiştir.

BİST inşaat şirketlerinden Enka İnşaat ve Sanayi Anonim Şirketi, İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Ticaret Anonim Şirketi, Tekfen Holding Anonim Şirket'inin ID/FAVÖK çarpanı 7,62x, ortalama Fiyat/Kazanç çarpanı 12,01x'dir. Ortalama hesaplamalarında uç değer çarpanlar dikkate alınmamıştır, Faaliyetleri gereği Şirket ile benzerlik göstermeyen şirketlerin de çarpanları dikkate alınmadığında yukarıdaki ortalama çarpan hesaplamalarına sadece 3 şirket dahil edilmiştir.

Yurtdışı benzer şirketler analizinde, Capital IQ veri tabanı üzerinden Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin İD/FAVÖK ve F/K çarpanları incelenmiştir. Benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında uç değerler elimine edilmiş ve ortalama hesabına dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları**Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları**

BİST Şirketleri F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
Net Dönem Karı	282.589.398
Ortalama Çarpanı (F/K)	12,01
Özkaynak Değeri	3.392.729.169

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

BİST Şirketleri İD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
FAVÖK	368.421.413
Ortalama Çarpanı (İD/FAVÖK)	7,62
Şirket Değeri	2.806.358.641
Net Borç Pozisyonu	317.739.439
Özkaynak Değeri	2.488.619.202

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Global Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
Net Dönem Karı	282.589.398
Ortalama Çarpanı (F/K)	10,15
Özkaynak Değeri	2.867.273.022

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

Global Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
FAVÖK	368.421.413
Ortalama Çarpan (İD/FAVÖK)	9,21
Şirket Değeri	3.391.925.933
Güncel Net Borç Pozisyonu	317.739.439
Özkaynak Değeri	3.074.186.494

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

"İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") metodu 30.09.2021-31.12.2026 dönemleri için projekte edilmiştir.

Gelir Tablosu Projeksiyonu:

Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla dört adet aktif projesi bulunmaktadır ve projeksiyonlarda bu dört projeye yer verilmiştir. Bu projeler Validebağ Projesi, Çekmeköy Projesi, Nişantaşı Projesi ve Levent Projesi'dir. Bu projelerde Emlak Konut GYO ile "Arsa Satışı Karşılığı Hasılat Paylaşımı" sözleşmeleri akdedilmiştir. Sözleşmelere göre Şirket, bu projelerden sözleşmelerde belirlenen paylaşım oranı doğrultusunda gelir elde edecektir.

Şirket, Projeler'de inşa edilen Bağımsız Bölümler'i ilgili ilçe belediyesinden inşaat ruhsatının alınması ile ön satışa çıkartmaktadır. Bağımsız Bölümler'in satın alan alıcılarla akdedilen satış vaadi sözleşmeleri uyarınca alıcılar Bağımsız Bölüm bedellerini sözleşmede kararlaştırılan ödeme planına göre Emlak Konut GYO'ya ödemektedir. Şirket ise inşaatın tamamlanma oranına bağlı olarak Emlak Konut GYO'ya hakediş faturası keserek satış gelirlerinden payına düşen kısmı tahsil etmektedir.

Şirket, finansal tablolarında projelerden beklediği toplam gelir tutarlarını inşaatların tamamlanma oranları doğrultusunda ilgili yıllarda hasılat kaydederken, kaydedilen hasılatın direkt nakit olarak tahsil edilmesi mümkün olmayabilmektedir. Satışların tahsilatları, her bir Proje için Emlak Konut GYO ile yapılan sözleşme çerçevesinde Şirket'in Emlak Konut GYO'ya kestiği hakediş faturalarına göre gerçekleşmektedir. Hakediş tutarları belirlenirken, o ana kadar yapılan Bağımsız Bölüm ön satışları, buna mukabil müşterilerden yapılan tahsilatlar, inşaat tamamlanma oranları ve TKT göz önünde bulundurulmaktadır. Şirket'in finansal tablolarında uyguladığı muhasebe politikaları doğrultusunda hasılat ve maliyet kaydetme yönteminin Emlak Konut GYO'ya hakediş faturası kesilmesi yöntemiyle yapılan tahsilatlardan önemli bir şekilde farklılık göstermesinden dolayı, İNA değerlemesinde, Şirket'in dönemlere göre nakit giriş ve çıkış tutarları öngörülmüş ve değerlemede kullanılan nakit akımlarının belirlenmesi bu yöntemle gerçekleştirilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesabında; 2021 yılı risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 1 Şubat 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %22,97 dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Vergi öncesi borçlanma maliyetinin 2021 yılında, 30.09.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in borçlarının ağırlıklı ortalama faiz oranı olan %20,43'te sabit kalacağı, sonraki yıllarda ise Şirket'in güncel borçlanma dinamikleri dikkate alındığında risksiz getiri oranının %20 üzerinde olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu varsayım korunmuştur.

Şirket'in güncel borç/özkaynaklar oranının, projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Benzer şirketlerin belirlenememesi nedeniyle kaldıraçlı beta, değerlendirme varsayımlarında yaygın olarak kullanılan yaklaşım gereğince 1 olarak kabul edilmiştir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır;

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Nihai Dönem
Risksiz Getiri Oranı	22,97%	22,97%	22,97%	22,97%	22,97%	22,97%	14,82%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Şirket Risk Primi	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Yeni Proje Risk Primi	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	43,54%	43,54%	43,54%	43,54%	43,54%	43,54%	43,54%
Kaldıraçlı beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Efektif Vergi Oranı	25,00%	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Sermaye Maliyeti (Devam Eden Projeler)	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	-
Sermaye Maliyeti (Yeni Proje)	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	32,50%	24,30%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	20,43%	27,56%	27,56%	27,56%	27,56%	27,56%	17,79%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	15,30%	21,20%	21,20%	21,20%	21,20%	21,20%	14,23%
AOSM (Devam Eden Projeler)	23,87%	26,44%	26,80%	26,80%	26,80%	26,80%	-
AOSM (Yeni Projeler)	25,00%	27,71%	27,93%	27,93%	27,93%	27,93%	19,93%

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonuçları

TL	30.09.2021- 31.12.2021	31.12.2021- 31.12.2022	31.12.2021- 31.12.2022	31.12.2023- 31.12.2024	31.12.2024- 31.12.2025	31.12.2025- 31.12.2026
Proje Satışlarından Tahsilat	149.383.602	1.323.146.306	1.959.252.913	3.459.716.845	1.905.080.718	1.196.173.764
Nakit Avans İadeleri	22.905.190	93.330.000	128.885.200	163.880.000	31.110.000	-
Toplam Nakit Girişleri	172.288.792	1.416.476.306	2.088.138.113	3.623.596.845	1.936.190.718	1.196.173.764
İnşaat Maliyetleri	82.383.173	890.601.790	897.343.440	753.156.767	252.849.115	-
İnşaat Maliyetleri						
Avans İadeleri (-)	18.679.482	40.113.840	66.661.266	2.066.988	-	-
Toplam İnşaat Maliyetleri Nakit Çıkışları	63.703.691	850.487.950	830.682.174	751.089.779	252.849.115	-
Satış, Pazarlama ve Genel Yönetim Giderleri	16.062.242	153.931.011	140.516.069	143.685.004	-	-
SBağış Ödemeleri	10.000.000	-	-	-	-	-
Tapu Harcı ve Marka Bedeli	1.808.353	30.171.497	87.087.043	100.542.586	56.646.543	35.739.337
Toplam Faaliyet Giderleri Nakit Çıkışları	27.870.594	184.102.508	227.726.443	244.227.590	56.646.543	35.739.337
Faaliyetlere İlişkin Net Nakit Akışı	80.714.507	381.885.848	1.029.729.496	2.628.279.477	1.626.695.060	1.160.434.427
Vergi	-	42.832.632	-	71.226.231	297.274.887	882.677.129

TL	30.09.2021- 31.12.2021	31.12.2021- 31.12.2022	31.12.2021- 31.12.2022	31.12.2023- 31.12.2024	31.12.2024- 31.12.2025	31.12.2025- 31.12.2026
Serbest Nakit Akımları (Konsolide)	80.714.507	339.053.216	1.029.729.496	2.557.053.245	1.329.420.173	277.757.298
Azınlık Payları	1.468.787	-6.806.079	5.165.906	2.888.604	757.357	399.186
Serbet Nakit Akımları (Ana Ortaklık Payı)	79.245.720	345.859.294	1.024.563.591	2.554.164.641	1.328.662.816	277.358.112
İndirgeme Faktörü (Devam Eden Projeler)	0,97	0,84	0,67	0,52	0,41	0,33
İndirgeme Faktörü (Yeni Projeler)	0,97	0,84	0,66	0,51	0,4	0,31
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları	77.153.033	290.497.986	674.250.187	1.324.134.496	531.015.942	87.779.856
Projeksiyon Dönemi Değeri			2.984.831.500			
Nihai Değer			1.969.940.983			
İNA Şirket Değeri			4.954.772.483			

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

Nihai değer hesaplanırken $(ONA \times (1 + \%2) / (\%19,93 - \%2)) \times 0,31$ formülü kullanılmıştır ve aşağıdaki tabloda nihai değer hesaplaması gösterilmiştir.

Nihai Değer	TL
2022-2026 Ortalama Nakit Akımı	1.106.121.691
Sonsuz Büyüme Oranı	2,00%
Ortalama Nakit Akımı x (1 + %2)	1.128.244.125
2026 yılı Nihai Değeri	6.293.474.281
İskonto Faktörü	0,31
Nihai Değer Bugünkü Değeri	1.969.940.983

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

Projeksiyon dönemi boyunca değişen AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2021 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 30.09.2021 tarihindeki özsermaye değeri 4.637.033.044 TL olarak hesaplanmıştır. 30.09.2021 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerleme tarihi olan 03.02.2022 tarihindeki karşılığı, 2021 yılı Özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 03.02.2022 tarihindeki şirket özsermaye değeri **5.082.941.417 TL**'dir.

İNA Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri

İNA Şirket Değeri	4.954.772.483
Net Finansal Borç	317.739.439
İNA Özsermaye Değeri	4.637.033.044
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,10
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	5.082.941.417

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Garanti Yatırım, Fiyat Tespit Raporunda Şirket için nihai değeri sadece İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır.

Değerleme Raporunda genel olarak;

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği varsayılmıştır.

Ayrıca Garanti Yatırım, İNA yöntemi ile yapılan değerlemenin Şirket'in öngörülleri baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığını ve geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmeyeceğini söylemekte ve projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değerin değişebileceğini belirtmektedir. Bu bilgiler çerçevesinde nihai değer olarak belirlenen 5.082.941.417 TL üzerine %27,2 halka arz iskontosu kullanılarak 3.700.000.000 TL özkaynak değerine ve 18,5 TL pay başına değere ulaşılmıştır. Aşağıdaki tabloda söz konusu rakamların detayları verilmektedir.

Halka Arz Fiyatı ve İskontosu

	Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri	5.082.941.417
Pay Adedi	200.000.000
Pay Başına Fiyat (TL)	25,41
Halka Arz Fiyatı (TL)	18,50
Halka Arz İskonto Oranı	27,20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	3.700.000.000

Kaynak: Dap Gayrimenkul Fiyat Tespit Raporu

Genel Değerlendirme

- ✓ Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda, Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali tabloların kapsamlı ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- ✓ Değerleme çalışmasına baz edilen yaklaşımların net ve açıklanabilir olduğunu düşünmekteyiz. Nihai değer hesaplamasında İNA kullanılmasını inşaat sektöründeki uygulamalar itibarıyla doğru bir uygulama olduğunu düşünmekteyiz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan AOSM'nin makul olduğunu düşünmekle birlikte devam eden değer hesaplamasında ileriye dönük olarak projekte edilen nakit akımlarının, sürdürülebilirlik çerçevesinde devam eden değer için daha yüksek bir iskonto uygulanabileceğini düşünmekteyiz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde son dönemde yaşanan kur ve enflasyon üzerindeki yüksek değişkenlik nedeniyle, farklı enflasyon ve büyüme varsayımları ile farklı sonuçlara ulaşılabileceğini belirtmek isteriz.

Sonuç

DAP Gayrimenkul için belirlenen nihai özkaynak değerine %27,20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına değer 18,50 TL olarak belirlenmiş olup, bu değeri yukarıda belirtilen konular çerçevesinde makul bulmaktayız.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.