

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Halka Arz Bilgileri

DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.	
Borsa Kodu	DAPGM
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %50 Yurt İçi Kurumsal : %40 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	15-16-17-18 Şubat 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	200.000.000 TL
Sermaye Artırımı	0 TL
Ortak Satışı	30.020.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	200.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,01%
Talep Toplama Fiyatı	18,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	555.370.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.700.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.700.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	13,11
FD/FAVÖK1 2021Ç3	11,04
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	10,91
PD/DD 2021Ç3	5,77

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	13,11
FD/FAVÖK1 2021Ç3	11,04
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	10,91
PD/DD 2021Ç3	5,77

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider dahil edilerek hesaplanan FAVÖK rakanına göre

Özet Bilgi

- DAP Gayrimenkul, 04.02.1981 tarihinde Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile kurulmuş olup 15.10.2005 tarihinde el değiştirip Ağaoğlu Grubu bünyesine katılmış ve çeşitli konut projeleri inşa etmiştir. 2015 yılında Ziya Yılmaz ve Rafet Yılmaz, Şirket'in hisselerini tamamını Ağaoğlu Grubu'ndan devralmıştır.
- Şirket, inşaat faaliyetlerinde bulunmak amacıyla kurulmuş olup geliştirmekte olduğu projelerde ağırlıklı olarak konut olarak kullanılan bağımsız bölümler üretmektedir.
- Şirket'in tamamlamış olduğu proje İstmarina Projesi ve istmarina Ortak Girişimi'dir. İstmarina Projesi'nde 1.501 adet konut ve 350 adet ticari üniteden 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.
- Şirket'in Emlak GYO ile gelir paylaşımı modeli ile halen devam etmekte olan 4 adet projesi bulunmaktadır.
 1. İstanbul Üsküdar Barbaros Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Validebağ Projesi)
 2. İstanbul Çekmeköy Taşdelen Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Çekmeköy Projesi)
 3. İstanbul Şişli Teşvikiye Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Nişantaşı Projesi)
 4. İstanbul Sarıyer Ayazağa Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi (Levent Projesi)
- Validebağ İş Ortaklığı, Şirket ve Istlife tarafından 2015 yılının Ekim ayında Emlak GYO'nun "İstanbul Üsküdar Barbaros Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı" işi ihalesine teklif verilmesi üzerine İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur. 2017 yılı içerisinde başlanan projenin inşaatı tamamlanmış ve 05.04.2021 tarihinde yapı kullanma izin belgeleri alınmıştır. 09.06.2021 tarihi itibarı ile projede yer alan 319 adet konutun 238 adedi ve 47 adet ticari ünitenin 42 adedi üçüncü kişi alıcılara satılmıştır. Şirket payına 11 adet konut (toplam brüt satış alanı 2.210 metrekare) ve 1 adet ticari ünite (brüt satış alanı 283 metrekare) kalmıştır.
- Çekmeköy İş Ortaklığı, Şirket ve Istlife 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 inşaat tamamlanma oram 30.09.2021 itibarıyla %53,4'tür. Proje inşaatının 2023 yılında tamamlanması beklenmektedir. Çekmeköy Projesi'nde 138.788 metrekare satılabilir alana sahip 947 adet konut ve 12.684 metrekare satılabilir alana sahip 74 adet ticari ünite bulunmaktadır.
- Nişantaşı İş Ortaklığı, Şirket ve Istlife 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'nin inşaat tamamlanma oranı 30.09.2021 itibarıyla %24,6'dır. Proje inşaatının 2024 yılında tamamlanması beklenmektedir. Projede 46.724 metrekare satılabilir alana sahip 160 adet konut ve 308 metrekare satılabilir alana sahip bir adet ticari ünite satılmıştır. Nişantaşı Projesi kapsamında ayrıca yaklaşık toplam 5.500 metrekare satış alanına sahip ofislerin yer alması planlanmaktadır.
- 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. Proje kapsamında satılabilir 160.000 metrekare konut alanı ve 10.000 metrekare ticari alanın olması beklenmektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Şirket'in mevcut pay sahiplerinden Ziya Yılmaz'ın sahip olduğu 18.012.000 TL nominal değerli 18.012.000 adet ve Rafet Yılmaz'ın sahip olduğu 12.008.000 TL nominal değerli 12.008.000 adet paylar olmak üzere, toplam 30.020.000 TL nominal değerli 30.020.000 adet payın halka arz kapsamında satılması sonucunda Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Ortaklık Yapısı

DAP Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Ziya Yılmaz	108.000.000	54,00%	89.988.000	44,99%
Rafet Yılmaz	72.000.000	36,00%	59.992.000	30,00%
Dap Yapı İnşaat San ve Tic. A.Ş.	20.000.000	10,00%	20.000.000	10,00%
Halka Açık Kısım		0,00%	30.020.000	15,01%
Toplam	200.000.000	100,0%	200.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

DAP Gayrimenkul Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/09
Dönen Varlıklar	150.550.522	170.142.595	561.831.897	882.586.348
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
İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	3.850.610	45.351	124.478	34.405
İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	130.672.338	131.131.102	145.218.696	123.205.964
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
İlişkili Taraplardan Peşin Ödenmiş Giderler				127.521.576
İlişkili Olmayan Taraplardan Peşin Ödenmiş Giderler			3.496.078	58.286.946
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	139.505	161.042	325.359	892.366
Diğer Dönen Varlıklar			17.386.994	8.149.177
Duran Varlıklar	128.132.367	192.390.962	519.776.172	1.475.053.587
İştirakler, İş Ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklardaki Yatırımlar	100.000	100.000	100000	
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	2.046.921	2.020.432
Şerefiye			1.807.224	1.807.224
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar		261.060	239.697	213.208
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 VARLIKLAR	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/09
Kısa Vadeli Yükümlülükler	76.862.996	117.399.566	436.932.702	480.436.134
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>	4.680.803	24.808.003	13.889.840	13.256.359
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	54.917.378	72.124.549	94.135.090	89.049.734
Ertelenmiş Gelirler		22.241	192.388.511	191.827.584
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		73.687	36.415	170.131
Kısa Vadeli Karşılıklar			2.243.912	19.524.894
Uzun Vadeli Yükümlülükler	172.938.806	196.896.056	408.947.673	1.235.300.408
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>		7.906.963	1.707.803	5.000.000
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	13.520.081	1.426.816	1.985.635	4.485.834
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 Sağ. Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	133.871	176.707	503.435	724.017
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.710.705	17.120.542	87.839.363	157.890.904
ÖZKAYNAKLAR	28.881.087	48.237.935	235.727.694	641.903.393
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	28.881.087	48.237.935	235.576.212	641.524.834
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	10.000.000	200.000.000
Kar veya Zar. Yen. Sınıf.ma. Birikmiş Diğ. Kap.Gel. veya Gid.	-8.665	9.852	-7.541	-64.030
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)</i>	-8.665	9.852	-7.541	-64.030
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kaz./(Kay.)</i>	-8.665	9.852	-7.541	-64.030
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.238.770	5.238.770	5.238.770	5.238.770
<i>Yasal Yedekler</i>	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 KAYNAKLAR	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Dap Gayrimenkul Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/09	2021/09	Son4Ç
Hasılat	63.276.758	64.796.070	582.983.211	339.321.832	602.801.332	846.462.711
Yıllık Değişim		2,4%	799,7%		77,6%	
Satışların Maliyeti (-)	-38.071.816	-29.506.846	-283.083.365	-153.712.550	-250.517.079	-379.887.894
Yıllık Değişim		-22,5%	859,4%		63,0%	
BRÜT KAR/ZARAR	25.204.942	35.289.224	299.899.846	185.609.282	352.284.253	466.574.817
Yıllık Değişim		40,0%	749,8%		89,8%	
Brüt Kar Marjı	39,8%	54,5%	51,4%	54,7%	58,4%	55,1%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-210.363	-946.849	-4.720.607	-3.390.018	-25.838.717	-27.169.306
Pazarlama Giderleri (-)	-9.647.455	-9.048.489	-31.173.835	-19.322.163	-64.510.336	-76.362.008
Faaliyet Karı	15.347.124	25.293.886	264.005.404	162.897.101	261.935.200	363.043.503
Yıllık Değişim		64,8%	943,8%		60,8%	
Faaliyet Kar Marjı	24,3%	39,0%	45,3%	48,0%	43,5%	42,9%
Amortisman	194.105	223.205	343.354	231.375	651.272	763.251
FAVÖK1	15.541.229	25.517.091	264.348.758	163.128.476	262.586.472	363.806.754
Yıllık Değişim		64,2%	936,0%		61,0%	
FAVÖK1 Marjı	24,6%	39,4%	45,3%	48,1%	43,6%	43,0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.450.254	738.870	2.488.788	4.936.619	7.762.079	5.314.248
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.675.383	-423.909	-671.808	-534.511	-562.292	-699.589
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	15.121.995	25.608.847	265.822.384	167.299.209	269.134.987	367.658.162
Yıllık Değişim		69,3%	938,0%		60,9%	
FAVÖK2	15.316.100	25.832.052	266.165.738	167.530.584	269.786.259	368.421.413
Yıllık Değişim		68,7%	930,4%		61,0%	
FAVÖK2 Marjı	24,2%	39,9%	45,7%	49,4%	44,8%	43,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler			1.025.690	1.000.938	400.000	424.752
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	15.121.995	25.608.847	266.848.074	168.300.147	269.534.987	368.082.914
Finansman Gelirleri	722.838	229.713	7.171.339	90.134	11.783.617	18.864.822
Finansman Giderleri (-)	-4.339.543	-1.665.668	-19.363.250	-7.229.669	-14.405.934	-26.539.515
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	11.505.290	24.172.892	254.656.163	161.160.612	266.912.670	360.408.221
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-3.069.895	-4.834.561	-67.144.480	-40.008.086	-50.682.429	-77.818.823
Dönem Vergi Gideri/Geliri		-73.687	-36.415		-170.131	-206.546
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-3.069.895	-4.760.874	-67.108.065	-40.008.086	-50.512.298	-77.612.277
DÖNEM KARI/ZARARI	8.435.395	19.338.331	187.511.683	121.152.526	216.230.241	282.589.398
Dönem Karı/Zararının Dağılımı						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			156.013	71.115	225.130	310.028
Ana Ortaklık Payları	8.435.395	19.338.331	187.355.670	121.081.411	216.005.111	282.279.370

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Garanti Yatırım, DAP Gayrimenkul'un halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) kullanarak nihai şirket değeri belirlemiştir. İNA'nın kullanılmış olmasını makul karşılamakla birlikte Çarpan Analizi'nin de kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. DAP Gayrimenkul özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Garanti Yatırım tarafından Çarpan Analizi yöntemi fiyat tespit raporunda gösterilmiş olup değerlemeye dahil edilmemiştir. Çarpan Analizinden elde edilen piyasa değeri göz önüne bulundurulduğunda muhafazakar tarafta kalmak açısından çarpan değerinin şirket değeri hesaplamasına dahil edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021 yılı son çeyreği-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket'in satış gelirleri projeksiyonu oluştururken proje satışlarından tahsilat ve nakit avans iadeleri olmak üzere 2 başlığa ayrılarak varsayımlarda bulunulmuştur.
- Proje satışlarından tahsilatlar tahmininde, Şirket'in, projeksiyon dönemi boyunca Emlak Konut GYO'dan yapacağı tahsilatlar öngörülürken bağımsız bölüm ön satış miktarları, satış fiyatları, yapılan satışlardan tahsilat hızları, inşaat tamamlanma oranları ve toplam keşif tutarı temel varsayımlar olarak kullanılmıştır.
- Nakit avans ve diğer alacak iadeleri; Emlak Konut GYO'ya proje başlangıcında verilen nakit avanslardır. 30.09.2021 tarihi itibarıyla Emlak Konut GYO'ya Çekmeköy Projesi için 35.555.200 TL, Nişantaşı Projesi için 70.550.000 TL ve Levent Projesi için 311.100.000 TL tutarında nakit avans verilmiştir. Levent Projesi için verilen 311.100.000 TL tutarındaki avansın, Emlak GYO ile yapılan sözleşme çerçevesinde inşaat tamamlanma oranlarında nakit olarak iade edileceği varsayılmıştır. Çekmeköy ve Nişantaşı projelerinde ise Emlak Konut ile yapılan sözleşmede avans iadesine dair hükümleri bulunmamakta olup konu açık bırakılmıştır. Bu sebeple avans tutarının proje tamamlandıktan sonra iade edileceği varsayılmıştır.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirket'in faaliyet giderleri, tapu harcı ve marka kullanım bedeli, personel giderleri, satış ve reklam giderleri gibi ana kalemlerden oluşmaktadır. Değerleme çalışması kapsamında tapu harcı ve marka kullanım bedelleri ayrı ayrı, bunun dışındaki faaliyet giderleri pazarlama, satış ve genel yönetim giderleri olarak sınıflandırılarak projekte edilmiştir.
- Şirket'in pazarlama ve satış giderleri ile genel yönetim giderleri öngörülürken projeksiyon dönemlerinde yapılan toplam satış tutarlarının %3'ü oranında olması beklenmektedir.
- **Kurumlar Vergisi:** Vergi oranının, 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket her bir proje için ilgili kurumlar vergisini projenin tamamlanmasını takip eden yılda ödemektedir. Bununla paralel olarak Validebağ Projesi, Çekmeköy Projesi, Nişantaşı Projesi ve Levent Projesi ile ilgili kurumlar vergilerinin sırasıyla 2022, 2024, 2025 ve 2026 yıllarında ödenmesi öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 2021 yılı risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin 1 Şubat 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %22,97 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca (2026 yılı dahil) risksiz getiri oranının %22,97 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. Nihai değer hesaplamasında kullanılan indirgeme oranının hesaplamasında risksiz getiri oranı için geçmiş 5 yıldaki (01.02.2017-01.02.2022) risksiz getiri oranı ortalaması olan %14,82 dikkate alınmış ve nihai değer hesaplamasında %14,82'ye göre hesaplanan indirgeme oranı kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca kullanılan %22,97'lik risksiz getiri oranını makul bulmakla birlikte nihai değer hesaplamasında kullanılan indirgeme oranı hesaplamasında da %22,97 risksiz getiri oranının kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

- **Şirket risk primi:** Şirket nakit akımlarının sektördeki değişen koşullara paralel olarak yıllar arasında değişkenlik göstermesi nedeniyle muhafazakâr yaklaşım sergilemek adına %2'lik şirket risk primi eklenmiştir.
 - **Yeni proje risk primi:** Levent Projesi'nde inşaatın henüz başlamamış olması, gerekse Şirket'in uzun dönemde yapacağı projelerin kesinleşmemiş olması nedeniyle daha yüksek riskli olarak değerlendirilmesi gerektiği düşüncesiyle Levent Projesi ve nihai değer hesaplarında kullanılmak üzere %2'lik risk primine ek olarak %2'lik yeni proje risk primi daha eklenmiştir.
 - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** Devam eden projeler için özsermaye maliyeti %30,5 ve yeni proje için ise %32,5 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti 2021 yılı için %20,43 ve sonrası için %27,56 olarak alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %43,54 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM devam eden projeler için 2021 yılı için %23,87, 2022 yılı için %26,44 ve sonrası için %26,80 olarak hesaplanırken, yeni projeler için ise sırasıyla %25,00, %27,71 ve %27,93 olarak hesaplanmıştır. Nihai dönem indirgeme oranı ise %19,93 olarak hesaplanmıştır.
 - Nihai dönem değeri belirlenirken, Şirket'in 2022-2026 yılları arasındaki ortalama nakit akışı (ONA) bulunmuş ve bu ortalamanın %2 ile büyüyeceği öngörülmüştür.
 - Sonuçta İNA'dan şirket için, 4,95 milyar TL olarak hesaplanan firma değerinden 317,7 milyon TL tutarındaki net borç çıkarılarak 4,64 milyar TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Değer
İNA	4.637.033.044
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,10
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	5.082.941.417
Ödenmiş Sermaye	200.000.000
Pay Başı Değer	25,41
Halka Arz İskontosu	27,2%
Halka Arz Fiyatı	18,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'dan hesaplanmış 30.09.2021 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 03.02.2022 tarihindeki karşılığı, 2021 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmış %27,2 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 18,50 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- DAP Gayrimenkul'ün fiyat tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. DAP Gayrimenkul'ün özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- DAP Gayrimenkul'un halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yanı sıra Çarpan Analizi'nin de kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Garanti Yatırım tarafından Çarpan Analizi yöntemi fiyat tespit raporunda gösterilmiş olup değerlemeye dahil edilmemiştir. Çarpan Analizinden elde edilen yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerinin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarından elde edilen çarpan değerleri göz önünde bulundurulduğunda muhafazakar tarafta kalmak açısından çarpan değerinin şirket değeri hesaplamasına dahil edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. İNA'dan hesaplanan değer iskontosuz halka arz değeri 5,1 milyar TL iken çarpandan hesaplanan değer yaklaşık 3 milyar TL olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.
- Risksiz getiri oranı 2021 yılı için 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin 1 Şubat 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %22,97 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca (2026 yılı dahil) risksiz getiri oranının %22,97 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. Nihai değer hesaplamasında kullanılan indirgeme oranının hesaplamasında risksiz getiri oranı için geçmiş 5 yıldaki (01.02.2017-01.02.2022) risksiz getiri oranı ortalaması olan %14,82 dikkate alınmış ve nihai değer hesaplamasında %14,82'ye göre hesaplanan indirgeme oranı kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca kullanılan %22,97'lik risksiz getiri oranını makul bulmakla birlikte nihai değer hesaplamasında kullanılan indirgeme oranı hesaplamasında da %22,97 risksiz getiri oranının kullanılması gerektiği kanaatindeyiz zira 10 yıllık devlet tahvili projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri olarak %22,97'yi garanti etmektedir.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'dan hesaplanmış 30.09.2021 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 03.02.2022 tarihindeki karşılığı, 2021 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmış olması makuldür.
- Garanti Yatırım tarafından hesaplanan Serbest Nakit Akımları(SNA) değerleri aynen kullanılarak %26,80 AOSM ve %2 yerine %5 uç değer büyümesi ile yapılan İNA analizi sonucu şirket için Garanti Yatırım tarafından hesaplanan değer altında bir halka arz değerine ulaşılabilmektedir. %27,2 iskonto uygulanmış halka arz değeri olan 18,50 TL'nin Garanti Yatırım'ın kullanmış olduğu nakit akım ve indirgeme varsayımları dahilinde makul olduğunu düşünmekle beraber daha farklı varsayımlar kullanılması halinde daha farklı değere ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.