

DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
15 Şubat 2022

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş'nin (Garanti Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (kısaca "İhraççı", "DAP Gayrimenkul" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

DAP GAYRİMENKUL GELİŞTİRME HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	15 - 18 Şubat 2022
Halka Arz Fiyatı	18.50 TL
Halka Arz İskonto Oranı	27,20%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	200,000,000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	200,000,000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	15,01%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	30.020.000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 iş günü süre ile toplam fon büyüklüğü 300 milyon TL olmak üzere yapılması planlanmaktadır.
Taahhütler	Şirket ve ortakların 1 yıl boyunca pay satışı yapmayacağı taahhüt edilmiştir.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	%50 Yurt İçi Bireysel, %40 Yurt İçi Kurumsal, %10 Yurt Dışı Kurumsal
Borsa Kodu	DAPGM
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	10.2.2022

Kaynak: Dap Gayrimenkul Geliştirme İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, ağırlıklı olarak konut, AVM, okul, hastane, ofis ve otel inşaat projeleri geliştiren DAP Yapı Grubu altında faaliyet göstermektedir. 1999 yılında faaliyetlerine başlayan Dap Yapı Grubu bugüne kadar İstanbul ve İzmir’de 26 projede yaklaşık 2,5 milyon m² inşaat tamamlamıştır. Grup, 2013’ten bugüne kadar peyzaj mimarisi, güvenli ev, en iyi ticari gökdelen, ofis tasarımı, otel tasarımı vb. alanlarında toplam 41 ödül kazanmıştır.

Şirket’in 2018 yılında tamamlanan İstmarina Projesi ve İstmarina Ortak Girişimi adlı projeleri yanında, 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)

Şirket ve İstlife tarafından 2015 yılının Ekim ayında Emlak GYO'nun "İstanbul Üsküdar Barbaros Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı" işi ihalesine teklif verilerek 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 inşaat henüz başlanmamıştır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Ziya Yılmaz	A	40.000.000	20%	40.000.000	20,0%
	C	68.000.000	34%	49.988.000	24,99%
Rafet Yılmaz	B	26.666.668	13,33%	26.666.668	13,33%
	C	45.333.332	22,67%	33.325.332	16,66%
Dap Yapı San. Ve Tic. A.Ş.	C	20.000.000	10%	20.000.000	10%
Halka Açık Kısmı	C	-	-	30.020.000	15,01%
Toplam		200,000,000	100%	200,000,000	100%

Kaynak: Dap Gayrimenkul Geliştirme İzahname

4. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

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 sahibinin tasarrufunda olacaktır.

5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Garanti BBVA Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda 3 değerlendirme yaklaşımına yer verilse de değerlendirme yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi kullanılmıştır.

5.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket, projelerini geliştirdiği arsaların sahibi olan Emlak Konut GYO ile 'arsa satışı karşılığı hasılat paylaşımı' modeli üzerinden gelir yaratmaktadır. Satışların tahsilatları Emlak Konut GYO tarafından yapılmakta olup, hakediş usulü ile gelir paylaşımı yapılarak nakit yaratılmaktadır.

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021 yılının son çeyreği – 2026 yıllarını kapsamaktadır. Değerleme yapılırken proje satışlarından tahsilat ve nakit avans iadeleri olmak üzere 2 başlık altında satış geliri tahmini oluşturulmuştur. Proje satışlarından tahsilatlar tahmininde, şirketin 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 iadeleri ise 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.

Şirketin inşaat maliyetleri öngörülürken her bir proje için inşaat bütçe tutarları ve toplam proje alanları kullanılmış, 30.09.2021 tarihi itibarıyla baz metrekaşe inşaat maliyetleri hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemindeki maliyet fiyat artışları öngörülürken öncelikle 2015 yılından 2021 yılı Eylül ayına kadarki inşaat maliyetlerinin YBBO'su ile aynı dönemdeki enflasyonun YBBO'su arasındaki fark hesaplanmıştır. Bulunan fark, projeksiyon döneminde öngörülen enflasyon beklentisinin üzerine eklenmiş ve maliyet artış oranları hesaplanmıştır. Baz maliyetler, hesaplanan maliyet artış oranları ile artırılarak inşaatın yıllar içindeki metrekaşe maliyet tutarları öngörülmüştür.

Şirketin 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. Şirketin pazarlama ve satış giderleri ile genel yönetim giderleri öngörülürken projeksiyon dönemlerinde yapılan toplam satış tutarlarının %3'ü oranında olması beklenmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin Şubat 2022 itibarıyla faiz getirisi olan %22,97 dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca 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. Risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Beta değeri 1,0 olarak alınmıştır. Şirket nakit akımlarının sektördeki değişen koşullara paralel olarak yıllar arasında değişkenlik göstermesi nedeniyle muhafazakar yaklaşım sergilemek adına %2'lik şirket risk primi eklenmiştir. Şirketin borçlarının ağırlıklı ortalama faiz oranı olan %20,43'de sabit kalacağı, sonraki yıllarda ise şirketin güncel borçlanma dinamikleri dikkate alındığında risksiz getiri oranının %20 üzerinde olacağı varsayılmıştır. Vergi oranının, 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM, devam eden projeler için 2021 yılında %23,87, 2022 yılında %26,44, sonraki yıllar için %26,80 olarak hesaplanırken, yeni projeler için sırasıyla %25,00, %27,71 ve %27,93 olarak hesaplanmıştır. Nihai dönem AOSM %19,93 olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 4.954,7 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

Sonuç

Sonuç olarak 30.09.2021 tarihi için 4.954,7 milyon TL şirket değeri bulunmuş, bu değerden net finansal borç tutarı çıkarılarak 4.637 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. 30.09.2021 tarihli öz sermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 03.02.2022 tarihindeki karşılığı 2021 yılı öz kaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 03.02.2022 tarihindeki şirket öz sermaye değeri 5.082,9 milyon TL'dir. Bulunan hedef değere %27,2 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 18,5 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

İNA Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri**TL**

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 Geliştirme İzahname

Halka Arz Fiyatı ve İskontosu**TL**

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 Geliştirme İzahname

6. GÖRÜŞ

Fiyat Tespit Raporu'nda DAP Gayrimenkul hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünürüz.

DAP Gayrimenkul'un halka arz fiyatının tespitinde çarpan analizinin de kullanılmasının gerektiği düşüncesindeyiz. Halka arz edilen şirkete benzer olarak alınan hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin F/K, PD/DD, FD/FAVÖK gibi çarpanların şirket değeri hesaplamasına dahil edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bunun ışığında çarpan analizi ve/veya farklı enflasyon, büyüme varsayımların dahil edilmesiyle birlikte farklı değerlere ulaşılabileceğini dikkate alıyoruz.

2021 yıl risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin Şubat 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %22,97 olarak dikkate alınmış. Bunu makul olarak karşılıyoruz. Ancak 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 hesaplanmıştır. Bunun da %22,97 olarak kullanılmasının daha doğru olacağı görüşündeyiz.

Halka arz değerinin hesaplanmasında kullanılan %27,2 iskonto oranının makul olduğu görüşündeyiz.

DAP Gayrimenkul için pay başına değer 18,50 TL olarak belirlenmiş olup, bu değeri yukarıda belirtilen konular çerçevesinde makul bulmaktayız

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.