



DAP GAYRİMENKUL GELİŞTİRME ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU
03.02.2022



GARANTİ YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kadıköy Mahallesi Etiler Sok. No: 1
Demirkeçi Sk. No: 100/100
Beşiktaş - İSTANBUL

İçindekiler

1. ŞEKİLLER.....	3
2. KISALTMALAR	5
3. GİRİŞ	8
4. İŞİN KAPSAMI	9
5. HALKA ARZ GEREKÇESİ	12
6. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ.....	13
7. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ	24
8. DEĞERLEME	29
9. DEĞERLEME SONUCU.....	53

Şekiller

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi.....	13
Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi.....	13
Şekil 3 İnşaat ve Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörlerinin GSYH'daki Payları.....	16
Şekil 4 Takvim Etkisinden Arındırılmış Zincirlenmiş Gayrisafi Yurt İçi Hasıla Yıllık Değişim Oranları (Bir Önceki Senenin Aynı Çeyreğine Göre).....	17
Şekil 5 Konut Satış Sayıları (Türkiye Genel).....	18
Şekil 6 Yabancılara Yapılan Konut Satış Sayıları.....	19
Şekil 7 Konut Fiyat Endeksi (Türkiye) – Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre Değişim.....	19
Şekil 8 2021 Yılı İlk Dokuz Ay Konut Satış Sayıları – En Yüksek On Şehir.....	20
Şekil 9 Konut Satışları ve Fiyat Endeksi (İstanbul).....	21
Şekil 10 Ticari Gayrimenkul Fiyat Endeksi.....	22
Şekil 11 İstanbul Ofis Toplam Stok ve Doluluk Oranı.....	22
Şekil 12 İnşaat Maliyet Endeksi.....	23
Şekil 13 Gelir Tablosu.....	24
Şekil 14 Proje Bazında Hasılat.....	24
Şekil 15 Proje Bazında Tamamlanma Oranları.....	25
Şekil 16 Proje Bazında Brüt Kar.....	25
Şekil 17 Karlılık Analizi.....	26
Şekil 18 Bilanço.....	26
Şekil 19 Likidite Oranlar.....	28
Şekil 20 Borçluluk.....	28
Şekil 21 BIST Şirketleri.....	31
Şekil 22 Global Benzer Şirketler.....	33
Şekil 23 BIST Şirketleri Çarpanları.....	36
Şekil 24 BIST Şirketleri F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri.....	37
Şekil 25 BIST Şirketleri İD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri.....	38
Şekil 26 Global Benzer Şirket Çarpanları.....	38
Şekil 27 Global Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri.....	39
Şekil 28 Global Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri.....	39
Şekil 29 Net Finansal Borç (30 Eylül 2021 İtibarıyla).....	40
Şekil 30 Validebağ Projesi – 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Bağımsız Bölüm Satışları.....	42
Şekil 31 Çekmeköy Projesi – 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Bağımsız Bölüm Satışları.....	42
Şekil 32 Nişantaşı Projesi – 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Bağımsız Bölüm Satışları.....	43
Şekil 33 Bağımsız Bölüm Satış Projeksiyonları (% toplam metrekare).....	43
Şekil 34 Satış Fiyatları Artış Beklentileri.....	45
Şekil 35 Bağımsız Bölüm 'lerin Ortalama Yıllık Satış Fiyat Beklentileri.....	45
Şekil 36 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Ön Satış Gerçekleşmiş Bağımsız Bölümlerin Tahsilatları.....	46
Şekil 37 Proje bazında Yapılacak Ön Satışların Tahsilat Hızı Beklentileri.....	46
Şekil 38 "Arsa Karşılığı Gelir Paylaşımı" Sözleşmelerinde Yüklenici Payı.....	46
Şekil 39 Proje Bazında Tamamlanma Oranları.....	47
Şekil 40 Proje Bazında EKGYO Tarafından Onaylanmış Öngörülen İnşaat Tamamlanma Oranları.....	47
Şekil 41 Proje Satışlarından Tahsilat Beklentileri.....	48

Şekil 42 Projelerden Nakit Avans ve Diğer Alacak İadeleri.....	48
Şekil 43 Toplam İnşaat Alanı.....	49
Şekil 44 İnşaat Tamamlanma Oranları.....	49
Şekil 45 Maliyet Artış Beklentileri.....	49
Şekil 46 Projeler'in Ortalama Yıllık Metrekare İnşaat Maliyeti Beklentileri.....	49
Şekil 47 Toplam İnşaat Maliyeti Beklentileri.....	50
Şekil 48 Verilen Avans İadesi.....	50
Şekil 49 Marka Kullanım ve Tapu Harcı Bedelleri.....	51
Şekil 50 Pazarlama, Satış ve Genel Yönetim Giderleri.....	51
Şekil 51 Kurumlar Vergisi Beklentileri.....	51
Şekil 52 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması.....	53
Şekil 53 İNA Yöntemiyle Hesaplanan İşletme Değeri.....	54
Şekil 54 İNA Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri.....	55
Şekil 55 Halka Arz Fiyatı ve İskontosu.....	55

Kısaltmalar

Kısaltmalar	Tanımlar
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, Amerikan Doları, USD, \$, ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Ağaoğlu Grubu	Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş., Ali İbrahimağaoğlu, Hüseyin Avni İbrahimoğlu, Alican İbrahimağaoğlu, Hakkı İbrahimağaoğlu, Yurdağül Korkmaz
Ana Hissedarlar	Ziya Yılmaz, Rafet Yılmaz ve Dap Yapı
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Ata Denetim	Ata Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.
Bağımsız Bölüm	634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun 2'nci maddesine göre ana gayrimenkulün ayrı ayrı ve başlı başına kullanılmaya elverişli olan ve bağımsız mülkiyete konu olan bölümleri
Bağımsız Denetim Raporu	Ata Denetim tarafından hazırlanan, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020, 30 Eylül 2020 veya 30 Eylül 2021 tarihli bağımsız denetim raporları
Burgu Kule	İstanbul İli, Maltepe İlçesi, Altay Çeşme Mahallesi, 16601 Ada 32 Parselde kain gayrimenkul
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
Covid-19	Koronavirüs salgını 2019
Çekmeköy İş Ortaklığı	Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş. & Yüzyıl Mimarlık Proje Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Çekmeköy Adi Ortaklığı (Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ticaret unvanı 22.11.2021 tarihinde Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. olarak değiştirilmiştir.)
Çekmeköy Projesi	İstanbul İli, Çekmeköy İlçesi, Taşdelen Mahallesi'nde konumlu 558 Ada, 1-2-3-4 Parsel ve 559 Ada 1-2-3 Parsel ve 560 Ada 1 Parsel üzerinde Emlak GYO ile akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi ile Çekmeköy İş Ortaklığı tarafından geliştirilen Ormanköy isimli proje
DAP Gayrimenkul	DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.
Dap Yapı	Dap Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Defter Değeri, DD	Finansal tablolarda yer alan toplam Özkaynak Değeri
Emlak GYO /Emlak Konut(Emlak Konut GYO/EKGYO	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
Garanti Yatırım	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Genel Kurul	Şirket genel kurulu
GSYH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
GYODER	Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği

İNA, İNA Yöntemi	İndirgenmiş Nakit Akımları, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
Istlife	Istlife Yapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.
İstmarina Projesi	Emlak GYO ile akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi ile İstmarina Ortak Girişimi tarafından İstanbul İli, Kartal İlçesi, Çavuşoğlu Mahallesi, 9051 Ada 1 Parsel ve 9048 Ada 2 Parselde kain gayrimenkul üzerinde geliştirilmiş olan inşaat projesi
İD , İşletme Değeri, Firma Değeri, Şirket Değeri	Tanımı, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.'da verilen, bir işletmedeki toplam özsermaye değerine finansal borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir.
İD/Satışlar, İD/NS	İşletme Değeri'nin net satışlara bölünmesiyle bulunan benzer şirket çarpanı
İstmarina Ortak Girişimi	Dap Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. – Yüzyıl Mimarlık Proje Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ortak Girişimi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KPMG	KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
Levent Projesi	İstanbul İli, Sarıyer İlçesi, Ayazağa Mahallesi'nde konumlu 3 ada 36 Parsel üzerinde Emlak GYO ile akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi ile Dap Gayrimenkul tarafından yürütülen proje
Matriks	Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri A.Ş. platformu veri tabanı
Merkez Bankası / TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
mn	Milyon
Nişantaşı İş Ortaklığı	Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş. & Yüzyıl Mimarlık Proje Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Nişantaşı Adi Ortaklığı (Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ticaret unvanı 22.11.2021 tarihinde Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. olarak değiştirilmiştir)
Nişantaşı Projesi	İstanbul İli, Şişli İlçesi, Teşfikiye Mahallesi'nde konumlu 54 Pafta, 405 Ada, 110-111-112 Parsel üzerinde Emlak GYO ile akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi ile Nişantaşı İş Ortaklığı tarafından geliştirilen Nişantaşı Koru isimli proje
NS, Net Satışlar, Satışlar	Şirket'in indirim ve iskontolar düştükten sonra ulaşılan hasılat tutarını
PD	Piyasa Değeri
Projeler	Validebağ Projesi, Çekmeköy Projesi, Nişantaşı Projesi ve Levent Projesi
Sahibinden	Sahibinden.com internet sitesi
SMM	Satılan Mal Maliyeti
SNA	Serbest Nakit Akımı

Şirket	DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TKT	Toplam Keşif Tutarı
TL	Türk Lirası
TMS	Türk Muhasebe Standartları
Toplam Keşif Tutarı	Şirket ile Emlak Konut GYO arasında imzalanan sözleşmeler uyarınca, Şirket'in üstlendiği projenin tahmini maliyetini Emlak Konut GYO tarafından onaylı şekilde gösteren tutar
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017
Validebağ İş Ortaklığı	Eltes İnş. Tesisat San. ve Tic. A.Ş. & Istlife Yapı San. ve Tic. A.Ş. Adi Ortaklığı (Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ticaret unvanı 22.11.2021 tarihinde Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. olarak değiştirilmiştir)
Validebağ Projesi	İstanbul İli, Üsküdar İlçesi, Altunizade Mahallesi'nde konumlu 1137 Ada, 48 Parsel üzerinde Emlak GYO ile akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi ile Validebağ İş Ortaklığı tarafından geliştirilen Validebağ Konakları isimli proje
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
Yüzyıl Mimarlık	Yüzyıl Mimarlık Proje Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Giriş

Sermaye Piyasası Kurul'unun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu Dap Gayrimenkul'ün halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Garanti Yatırım tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Dap Gayrimenkul ile Garanti Yatırım arasında 15 Eylül 2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

İşin Kapsamı

Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Garanti Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan, Garanti Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartları haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti Yatırım, değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Garanti Yatırım'ın 15 Eylül 2021 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip, 9 yılın üzerinde kurumsal finansman tecrübesine sahip ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 213301) sahibi Garanti Yatırım Kurumsal Finansman Birim Müdürü Anıl Can İpekçi tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate almıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Dap Gayrimenkul ve Garanti Yatırım arasında 15 Eylül 2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Dap Gayrimenkul olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

Yapılan değerlendirme kapsamında Dap Gayrimenkul paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek DAP Gayrimenkul paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır. Değerleme yaklaşımları olarak ise UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır, fakat sadece Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden olan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 03.02.2022'dir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup bu bilgilerin güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Tarafımızca DAP Gayrimenkul ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Garanti Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda Garanti Yatırım'ın herhangi bir sorumluluğu da bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler değerlendirildiğinde değerlemeciden beklenen makul dikkat çerçevesinde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte Garanti Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Garanti Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, Ata Denetim tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geçirilmiş 2018, 2019, 2020 yılsonu raporlama dönemleri itibarıyla hazırlanan bağımsız denetim raporları ile 30 Eylül 2020 ve 30 Eylül 2021 tarihlerinde biten 9 aylık dönemler için hazırlanan denetim raporlarına, Matriks ve CapitalIQ veri tabanlarına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntem özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir. Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor DAP Gayrimenkul paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayımlanacaktır. Ayrıca başvuru yerlerinde incelemeye açık tutulmaktadır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor muhatabı olan DAP Gayrimenkul'un dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının ve yatırımcıların kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayınlanacak olan bu rapor Garanti Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının teyit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları DAP Gayrimenkul paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından 2017 yılında yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları'nın (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Halka Arz Gerekçesi

Şirket paylarının halka arzı ile kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in mevcut pay sahiplerinden Ziya YILMAZ'ın sahip olduğu 18.012.000 TL nominal değerli 18.012.000 adet ve Rafet YILMAZ'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.

Toplamda 30.020.000 TL nominal değerli 30.020.000 adet payın halka arz kapsamında satılması planlanmaktadır. Ek satış yapılmayacaktır.

Şirket Hakkında Genel Bilgi

Ortaklık Yapısı

Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

Sekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Ziya Yılmaz	108.000.000	54
Rafet Yılmaz	72.000.000	36
Dap Yapı İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	20.000.000	10
TOPLAM	200.000.000	100

Kaynak: Şirket, İzahname

Sekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Ziya Yılmaz	120.000.000	60
Rafet Yılmaz	80.000.000	40
TOPLAM	200.000.000	100

Kaynak: Şirket, İzahname

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, inşaat faaliyetlerinde bulunmak amacıyla kurulmuş olup geliştirmekte olduğu projelerde ağırlıklı olarak konut olarak kullanılan bağımsız bölümler üretmektedir. Şirket faaliyetlerine etki eden faktörlerin başında konut ve ticari gayrimenkule olan talep gelmektedir. Konut talebini temelde etkileyen faktörlerin başında nüfus artışı, göç, demografik faktörler (evlenme, boşanma, farklı bir şehirde eğitim alma) ve mevcut konut stoğunun yenilenme ihtiyacı gelmektedir. Bununla birlikte ekonomik istikrar ve faiz oranları özellikle konut kredisi kullanımını ve buna bağlı olarak konut talebini de etkilemektedir.

Konut sektörü irili ufaklı pek çok firmanın faaliyet gösterdiği ve pazara girmenin veya çıkmanın oldukça kolay olduğu bir sektördür. Buna bağlı olarak canlılık dönemlerinde yeni birçok firma hızlı bir şekilde konut sektörüne girebilmekte ve bu da zaman zaman arz fazlasına yol açabilmektedir.

Konut üretiminin temeli arsa teminine dayanmakta olup, projelendirmeye uygun arsaların uygun maliyetlerle temin edilip edilememesi de Şirketin faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Özellikle ekonomik canlılığın arttığı dönemlerde arsa maliyetleri de hızlı bir şekilde yükselebilmektedir.

Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

Şirket, 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. Ziya Yılmaz ve Rafet Yılmaz 05.06.2020 tarihinde Şirket sermayesinin toplam %1'ine ve 31.12.2020 tarihinde Şirket sermayesinin toplam %9'una tekabül eden paylarını Dap Yapı'ya devretmiştir. Böylece Şirket, işbu Rapor tarihi itibarıyla da geçerli olan ortaklık yapısına kavuşmuştur.

Tamamlan Projeler

İstmarina Projesi ve İstmarina Ortak Girişimi

Şirket ile Dap Yapı'nın kurmuş olduğu Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş. – Dap Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. ortak girişimi, Emlak GYO'nun "İstanbul Kartal Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşi" ihalesini kazanmış ve 04.02.2013 tarihinde Emlak GYO ile sözleşme imzalamıştır. Bu tarihte ortak girişimde Eltes İnşaat Tesisat Sanayi ve Ticaret A.Ş. %51 ve Dap Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. ise %49 oranında pay sahibidir. 14.02.2014 tarihinde İstmarina Ortak Girişimi'nin ortakları olarak Şirket ve Dap Yapı arasında gerçekleşen pay devri neticesinde Şirket'in payı %0,5'e düşmüş, Dap Yapı'nın payı ise %99,5'e yükselmiştir.

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, İstmarina Ortak Girişimi'nde kalan %0,5 hissesini de 29.06.2021 tarihinde Yüzyıl Mimarlık'a devretmiştir. Bu doğrultuda, 06.10.2021 tarihinde İstmarina Ortak Girişimi'nin unvanı "Dap Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. – Yüzyıl Mimarlık Proje Yapı İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ortak Girişimi" olarak tadil edilmiştir.

Devam Eden Projeler

Şirket'in Emlak GYO ile gelir paylaşımı modeli ile halen devam etmekte olan 4 adet projesi bulunmaktadır. Projeler'e dair kısa tanıtıcı bilgiler aşağıdaki gibidir.

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 verilmesi üzerine İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur. Validebağ İş Ortaklığı'nda, Şirket %60 ve İstlife %40 oranında pay sahibidir. 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. Validebağ Projesi'nin tamamlanması ve yapı kullanma izin belgesinin alınması ile satışı yapılmamış Bağımsız Bölümler, önce akdedilen gelir paylaşımı sözleşmesi uyarınca, yine 09.06.2021 tarihi itibarı ile, Validebağ İş Ortaklığı ile Emlak GYO arasında paylaşılmıştır. Validebağ İş Ortaklığı payına düşen Bağımsız Bölümler ise daha sonra 30.06.2021 tarihi itibarı ile Validebağ İş Ortaklığı'nın ortakları olan Şirket ve İstlife arasında paylaşılmıştır. Buna göre Şirket payına 11 adet konut (toplam brüt satış alanı 2.210 metrekare) ve 1 adet ticari ünite (brüt satış alanı 283 metrekare) kalmıştır.

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. Kurulduğu tarihte Çekmeköy İş Ortaklığı'nda Şirket'in payı %60, İstlife'nin payı ise %40'tır. Çekmeköy İş Ortaklığı'nın ortaklık yapısı 19.02.2020 tarihli sözleşme ve 20.02.2020 tarihli ek protokol ile değişmiş olup, İstlife hisselerinin tamamını

Şirket'e ve Yüzyıl Mimarlık'a satmıştır. Anılan hisse devri sonrasında Çekmeköy İş Ortaklığı'nda, Şirket %99 ve Yüzyıl Mimarlık %1 oranında pay sahibi olmuştur. Son olarak 02.07.2021 tarihli hisse devir sözleşmesi ile Yüzyıl Mimarlık hisselerinin %0,9'luk kısmını daha Şirket'e devretmiş ve Çekmeköy İş Ortaklığı'nda Şirket %99,9 ve Yüzyıl Mimarlık %0,1 oranında pay sahibi olmuştur.

2020 yılında başlanan Çekmeköy Projesi'nin inşaat tamamlanma oranı 30.09.2021 itibariyle %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.

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

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. Kurulduğu tarihte Nişantaşı İş Ortaklığı'nda Şirket'in payı %60, Istlife'in payı ise %40'tır. Nişantaşı İş Ortaklığı'nın ortaklık yapısı 19.02.2020 tarihli sözleşme ve 20.02.2020 tarihli ek protokol ile değişmiş olup, Istlife hisselerinin tamamını Şirket'e ve Yüzyıl Mimarlık'a satmıştır. Devir sonrasında Nişantaşı İş Ortaklığı'nda Şirket %99 ve Yüzyıl Mimarlık %1 oranında pay sahibi olmuştur. Son olarak 02.07.2021 tarihli hisse devir sözleşmesi ile Yüzyıl Mimarlık hisselerinin %0,9'luk kısmını daha Şirket'e devretmiş ve Nişantaşı İş Ortaklığı'nda Şirket %99,9 ve Yüzyıl Mimarlık %0,1 oranında pay sahibi olmuştur.

2021 yılı itibarıyla inşaat çalışmalarına başlanan Nişantaşı Projesi'nin inşaat tamamlanma oranı 30.09.2021 itibariyle %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 planlanmakta olup, işbu Rapor tarihi itibarıyla ofis bölümleri için yapı ruhsatı almak üzere ilgili belediyeye başvuru yapılmıştır; ilgili belediye nezdinde yapı ruhsatı alınmasına ilişkin işlemler devam etmektedir.

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 etmekte olup, rezerv alan ve riskli yapı tespitleri yaptırılarak, arsa üzerinde bulunan eski lojman yapılarının yıkımı için 13.08.2021 tarihinde yıkım ruhsatı alınmıştır. Proje satış ofisinin imalatı tamamlanmış olup, proje alanında bulunan eski yapıların yıkımı devam etmektedir. Levent Projesi'nin satışına ve inşaatına henüz başlanmamıştır. Proje kapsamında satılabilir 160.000 metrekare konut alanı ve 10.000 metrekare ticari alanın olması beklenmektedir.

Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri

Bu bölümde yer alan bilgiler ve veriler KPMG tarafından hazırlanan "Sektörel Bakış - İnşaat Sektörü 2020", GYODER tarafından hazırlanan "Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek", GYODER tarafından hazırlanan "Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2020 2.

Çeyrek”, Türkiye Mütcaahhitler Birliği tarafından hazırlanan “ İnşaat Sektörü Analizi – Temmuz 2021”, Türkiye Mütcaahhitler Birliği tarafından hazırlanan “ İnşaat Sektörü Analizi – Ekim 2021” raporları, ve TÜİK’in 25 Ekim 2021 tarihli “Sektörel Güven Endeksleri, Ekim 2021”, bülteni ile TÜİK ve TCMB, EVDS’den alınan verilerden derlenmiştir.

İnşaat ve Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörleri

Şirket, inşaat ve gayrimenkul faaliyetleri sektörlerinde faaliyet göstermektedir. İnşaat ve gayrimenkul sektörleri, Türkiye ekonomisinin lokomotif sektörleri arasında yer almaktadır. 2021 yılı ikinci çeyrek verilerine göre inşaat ve gayrimenkul faaliyetleri sektörlerinin GSYH’deki payları sırasıyla %5,7 ve %5,4’tür³. Bunun yanında inşaat sektörü diğer sektörlerle olan etkileşiminden dolayı ekonomide ve istihdamda önemli bir yer tutmaktadır. KPMG’nin hazırlamış olduğu “Sektörel Bakış - İnşaat Sektörü 2020” raporuna göre kredi oranları, güven endeksi ve arz-talep dengesi sektörün dinamiklerini belirlemektedir. Sektör artan nüfus, küçülen aile yapısı, bireysel yaşamın artması, evlilikler ve boşanmalar gibi sosyal, demografik ve ekonomik nedenlerle büyüme potansiyelini korumaktadır⁴.

Şekil 3 İnşaat ve Gayrimenkul Faaliyetleri Sektörlerinin GSYH’deki Payları



Kaynak TÜİK

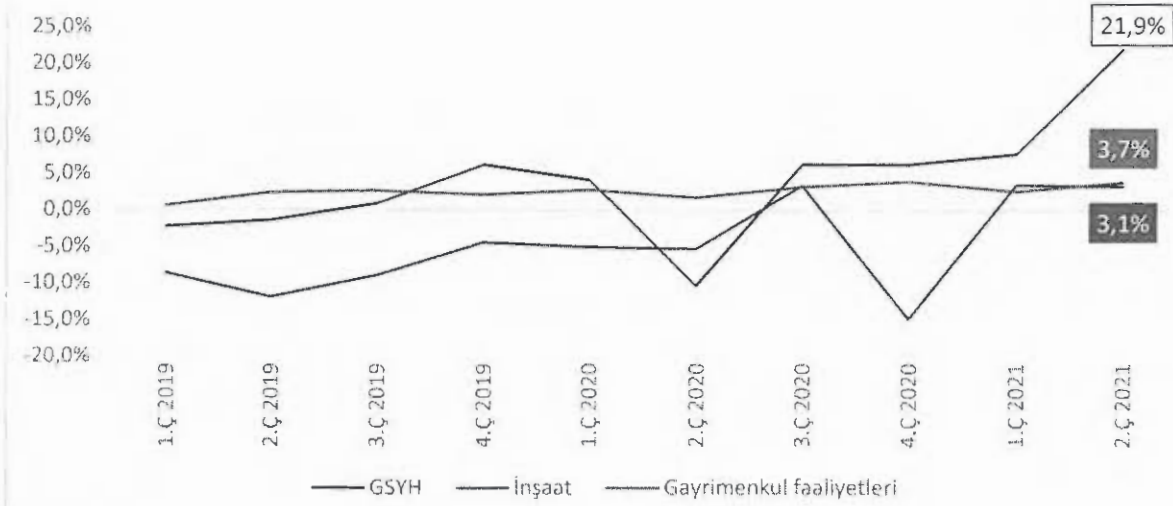
Bunun yanında, GYODER tarafından hazırlanan “Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek” raporunda belirtildiği gibi, yılın ikinci çeyreğinde Türkiye’de aşılama hızlanmış ve Covid-19 vaka sayıları yavaşlamıştır. Fakat, 2021 yılının Temmuz ayından itibaren dünyadaki çoğu ülkede olduğu gibi delta varyantın etkisiyle Covid-19 vaka sayılarında hızlı artışlar yaşanmıştır. Buna rağmen, salgın süresince sunulan parasal ve mali desteklerin devam eden etkisi ve yurtdışı talebin gücünü artırarak koruması ile GSYH’de ve sektörde güçlü

3 Kaynak: TÜİK

4 Kaynak: KPMG Sektörel Bakış – İnşaat 2020

bir büyüme gözlemlenmiştir⁵. Takvim etkisinden arındırılmış zincirlenmiş verilere göre GSYH bir önceki senenin aynı çeyreğine göre 2021 yılının ilk çeyreğinde %7,6 ve ikinci çeyreğinde %21,9 büyümüştür. Aynı dönemlerde inşaat sektörü sırasıyla %3,3 ve %3,1; gayrimenkul faaliyetleri sektörü de sırasıyla %2,4 ve %3,7 büyüme göstermiştir⁶.

Şekil 4 Takvim Etkisinden Arındırılmış Zincirlenmiş Gayrisafi Yurt İçi Hasıla Yıllık Değişim Oranları (Bir Önceki Senenin Aynı Çeyreğine Göre)



Kaynak TÜİK

Konut Sektörü

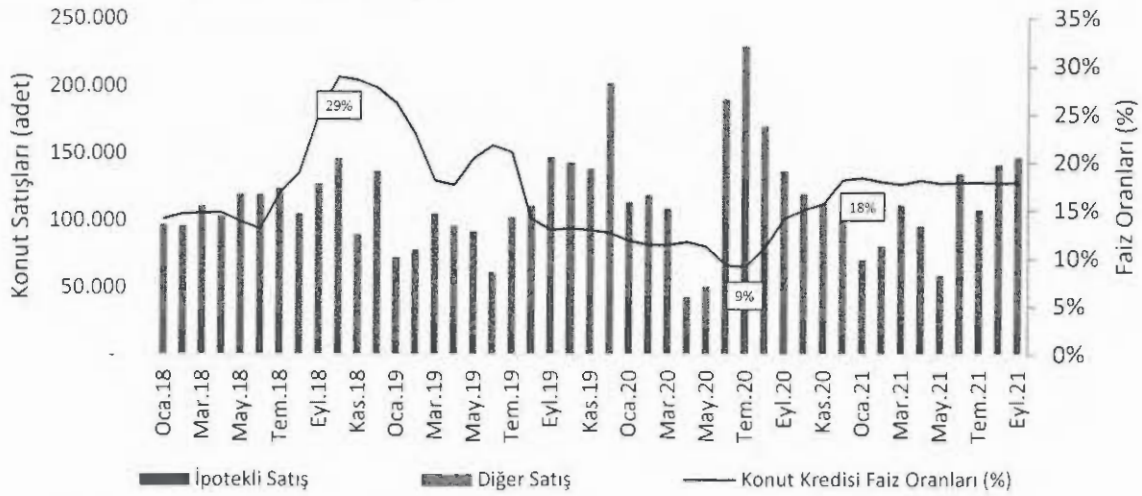
Türkiye genelinde konut satışları 2020 yılının Mart ve Nisan aylarında Covid-19 salgının etkisiyle yavaşlamış olmasına rağmen 2020 yılının Haziran ayı itibarıyla kamu bankaları tarafından başlatılan konut kredisi kampanyalarının etkisiyle 2020 yılının üçüncü çeyreğinde aynı yılın bir önceki çeyreğine göre %89 artarak 536.509 adet olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılının dördüncü çeyreğinde ise konut kredisi faiz oranlarındaki artışın etkisiyle konut satış sayıları 338.038 adete gerilemiştir. 2021 yılında da kredi faiz oranlarının yüksek seyretmesiyle satış adetlerinde azalma devam etmiştir. Sonuç olarak, konut satışları 2021 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %18 azalarak 949.138 adet olarak gerçekleşmiştir. Bu satışların 287.156 adedi ilk el satış olup, bu tür satışlar bir önceki yılın aynı dönemine göre %20 azalış göstermiştir. Aynı şekilde, ipotekli satışlar da faiz oranlarındaki değişimlerin etkisiyle 2021 yılının ilk dokuz ayında 181.855 olarak gerçekleşmiş ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %64 azalmıştır⁷.

5 Kaynak: GYODER Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek Raporu

6 Kaynak: TÜİK

7 Kaynak: TÜİK

Şekil 5 Konut Satış Sayıları (Türkiye Genel)



Kaynak TÜİK ve TCMB, EVDS

2021 yılının ilk altı ayında inşaat ruhsatı verilen daire sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %50 artış göstererek 328.042 adet olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemlerde yapı kullanım izni alan daire sayısı ise %3 artarak 279.635 adet olmuştur⁸. GYODER'in hazırlamış olduğu "Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2020 2. Çeyrek" raporuna göre 2020 yılının ikinci çeyreğinde yabancılara yapılan satışların, iç talebin yüksek olması, küresel salgın ve uçuş sınırlamaları nedeniyle toplam satışlar içerisindeki oranı azalmış ve %0,9 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, 2020 yılının Haziran ayında aylık bazda %93,5 oranında artış görülmüştür⁹.

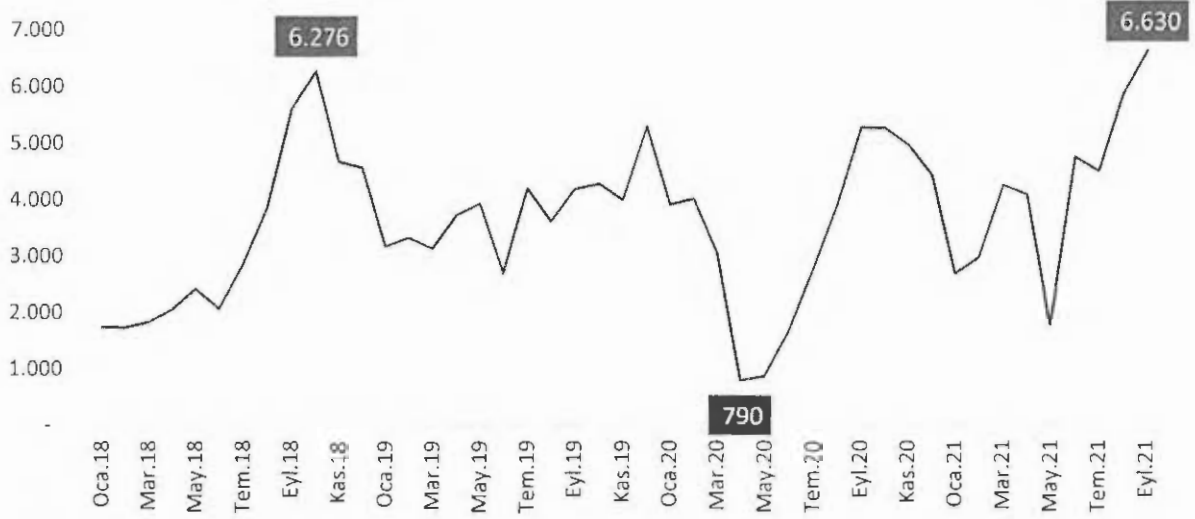
Bunun yanında 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yabancılara yapılan satışlar bir önceki çeyreğe göre %60 oranında artış kaydetmiştir. Üçüncü çeyrekte yabancılara 16.991 adet, ilk dokuz aylık dönemde ise 37.479 adet satış gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte yabancılara yapılan konut satışlarında %45,2 pay ile İstanbul birinci sırada; %19,2 pay ile Antalya ikinci sırada yer almaktadır¹⁰.

8 Kaynak: TÜİK

9 Kaynak: GYODER Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek Raporu

10 Kaynak: TÜİK

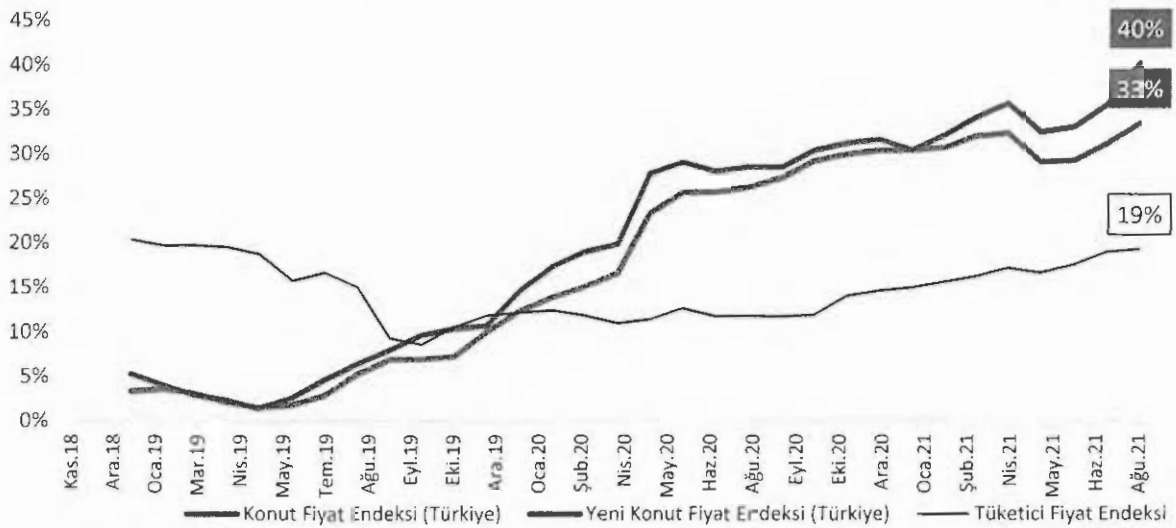
Şekil 6 Yabancılara Yapılan Konut Satış Sayıları



Kaynak TÜİK

Konut fiyat endeksi 2021 yılının Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %33 ve yeni konut fiyat endeksi de %40 oranında artmıştır. GYODER'in hazırlamış olduğu "Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek" raporuna göre artışın ana sebepleri olarak yükselen talep, geçmiş yıllarda reel olarak yükselemeyen fiyatların dengelenmesi ve artan inşaat maliyetleri gösterilmektedir.¹¹

Şekil 7 Konut Fiyat Endeksi (Türkiye) – Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre Değişim



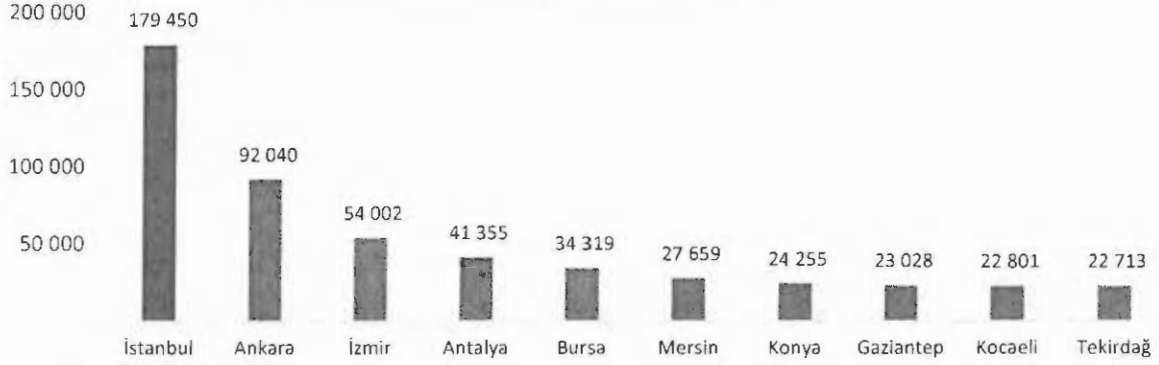
Kaynak: TCMB, EVDS

2021 yılı ilk dokuz ay konut satışlarının şehir dağılımına bakıldığında, İstanbul'un 179.450 adet ile Türkiye genelinde yapılan 949.138 adet konut satışının %19'unu oluşturduğu

¹¹ Kaynak: GYODER Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek Raporu

gözükmektedir. İstanbul'u izleyen şehirlerden Ankara 92.040 adet konut satışı ile toplam satışların %10'unu, İzmir 54.002 adet ile %6'sını, Antalya 41.355 adet ile %4'ünü ve Bursa 34.319 adet ile %4'ünü oluşturmaktadır¹². İstanbul'un gayrimenkul sektöründeki öncü şehir olmasının ana sebepleri arasında 15,4 milyon nüfusu ile Türkiye nüfusunun %18,49'una ev sahipliği yapması¹³, hane halkı sayısında küçülme ve kentsel dönüşüm gibi faktörler gösterilmektedir.

Şekil 8 2021 Yılı İlk Dokuz Ay Konut Satış Sayıları – En Yüksek On Şehir



Kaynak TÜİK

İstanbul konut satışları da ülke geneline kıyasla benzer bir tablo sergilemiş ve konut satışları 2021 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,9 azalarak 179.450 adet olarak gerçekleşmiştir. İpotekli satışlar da 2021 yılının ilk dokuz ayında 39.123 adet olarak gerçekleşmiş ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %56,7 azalmıştır.¹⁴ İstanbul konut fiyat endeksi 2021 yılının Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %31 ve yeni konut fiyat endeksi de aynı dönemde %35 oranında artmıştır.¹⁵

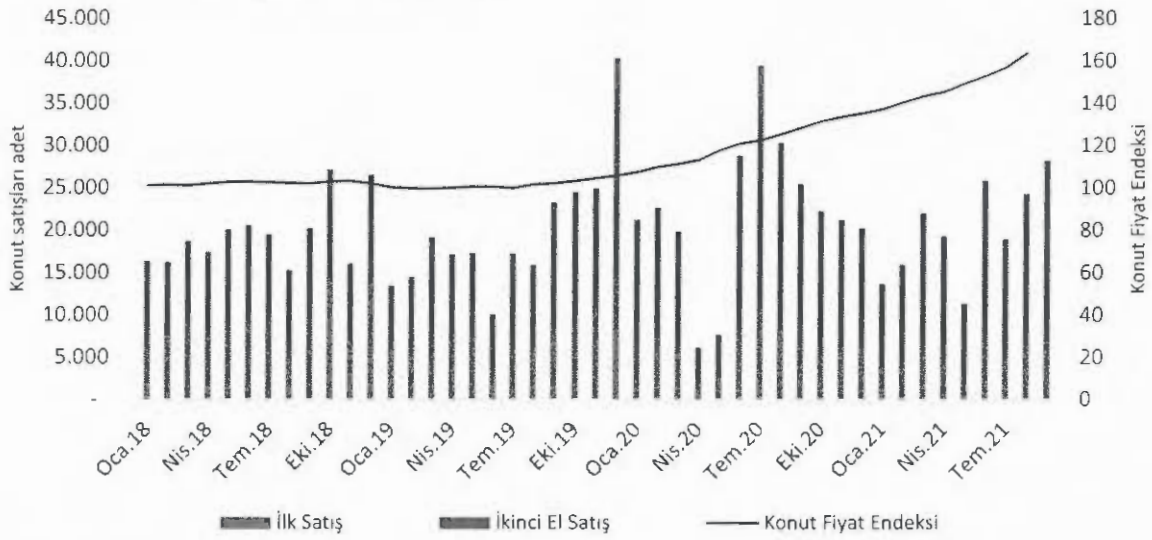
12 Kaynak: TÜİK

13 Kaynak: GYODER Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek Raporu

14 Kaynak: TÜİK

15 Kaynak: TCMB, EVDS

Şekil 9 Konut Satışları ve Fiyat Endeksi (İstanbul)



Kaynak TÜİK ve TCMB, EVDS

Ticari Gayrimenkul Sektörü

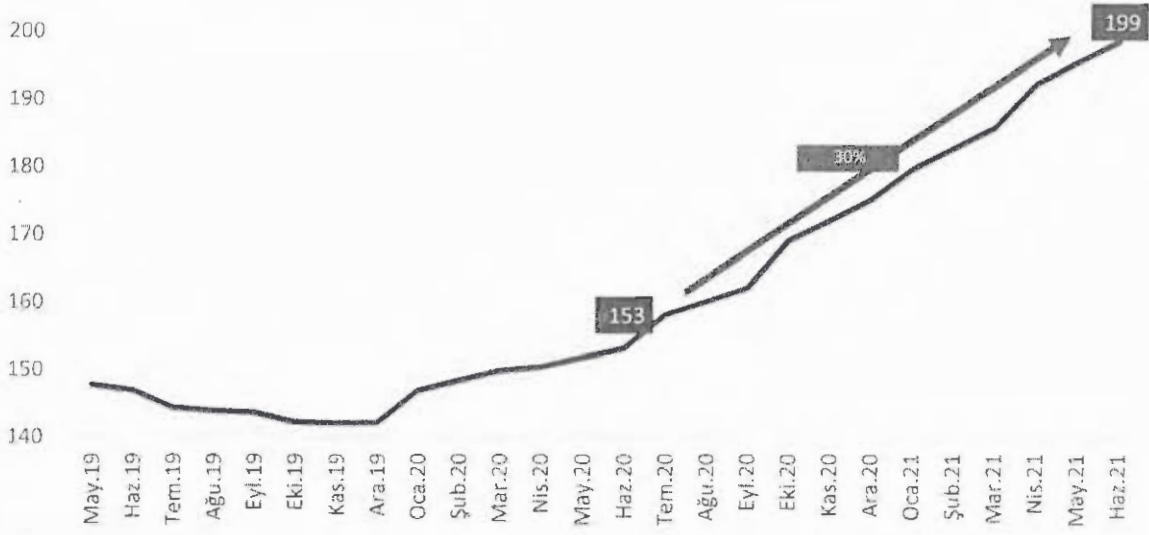
GYODER'in hazırlamış olduğu "Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek" raporuna göre Covid-19 pandemisi ofis pazarında bir değişimi de beraberinde getirmiştir. Pandemi sonrasında şirketlerin yeni geliştirdikleri stratejilerle hibrit çalışma modeline yoğunlaşılmasıyla beraber inovasyon, sosyalleşme, iş birliğinin ve şirket kültürünün gelişmesini sağlayacak sağlıklı çalışma alanları ihtiyacı yüksek kaliteli ofis mekanlarına olan talebi arttırmaktadır.

Ofis pazarında kiralama ve yatırım faaliyetleri üzerinde etkili olan diğer parametreler arasında döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların devam etmesi ve enflasyonun 2021 yılının Haziran ayında yıllık bazda %14,55 seviyesine yükselmesi gösterilebilir.

2021 yılının ikinci çeyreğinde ticari gayrimenkul ortalama birim satış fiyatı İstanbul'da 8.248 TL/m², İzmir'de 6.814 TL/m² ve Ankara'da 5.692 TL/m² olarak gerçekleşmiştir. Ticari gayrimenkul fiyat endeksi 2021 yılının Haziran ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %30 artış göstermiştir¹⁶.

16 Kaynak: GYODER Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek Raporu

Şekil 10 Ticari Gayrimenkul Fiyat Endeksi

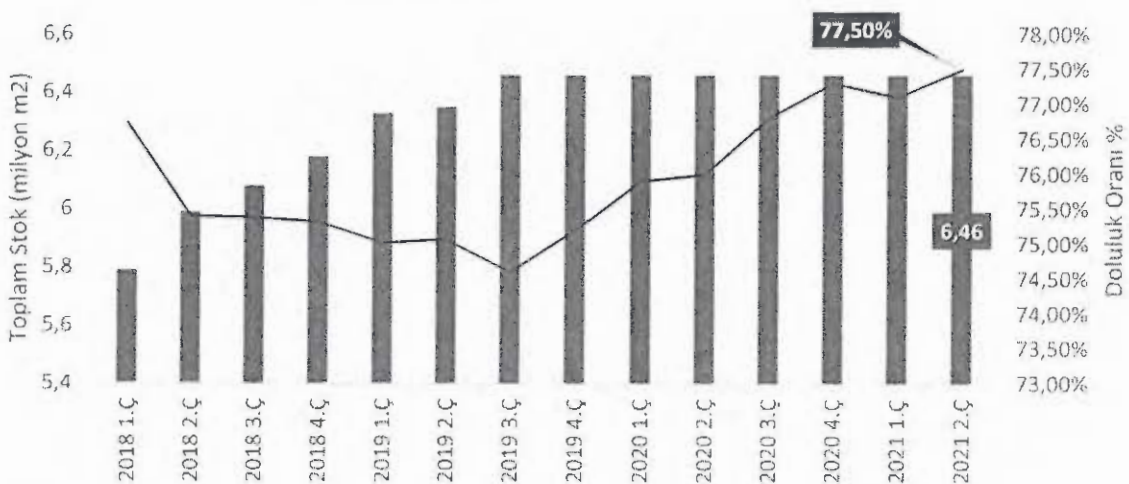


Kaynak: GYODER

2021 yılının ikinci çeyreği itibarıyla 6,46 milyon metrekare ofis arzı ile Türkiye ofis arzının büyük bölümünü İstanbul oluşturmaktadır. İstanbul Uluslararası Finans Merkezi'nin 2022 yılında tamamlanmasıyla pazara yaklaşık 1,5 milyon m2 arz eklenecek olup, bu arzın yaklaşık %50'si kamu bankaları ve finansal kurumlar tarafından kullanılacaktır.

Ofis arzındaki artışa karşın talepteki güçsüz seyir ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar gibi diğer ekonomik faktörlerin de etkisiyle İstanbul'daki ofis doluluk oranlarında 2018 yılının ikinci çeyreğinden itibaren bir azalış görülmektedir. 2019 yılının üçüncü çeyreğinde ofis doluluk oranları %74,6 seviyesini gördükten sonra, 2019 yılının dördüncü çeyreğinden başlayarak, Türkiye ekonomisindeki canlanmanın ve ofis arzının da aynı seviyelerde kalmasının yardımıyla, 2021 yılı ikinci çeyreğinde %77,5 seviyesine kadar yükselmiştir¹⁷.

Şekil 11 İstanbul Ofis Toplam Stok ve Doluluk Oranı



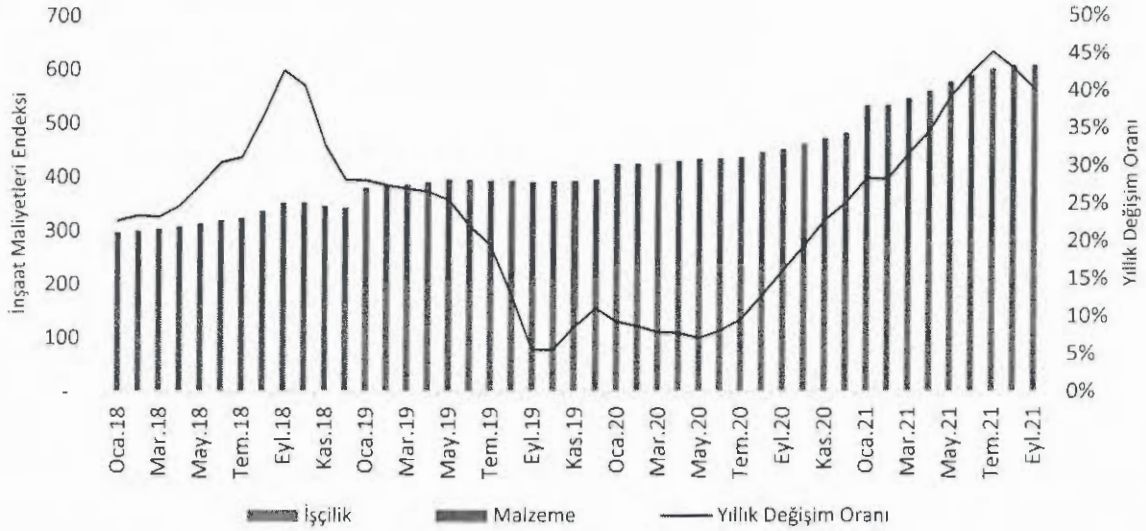
Kaynak: GYODER

17 Kaynak: GYODER Gösterge, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2. Çeyrek Raporu

İnşaat Maliyetleri

İnşaat maliyetlerinde Eylül 2021 itibarıyla bir önceki yılın aynı ayına göre %40 artış gözlemlenmiştir. Aynı dönemde işçilik maliyetleri %22 artarken malzeme maliyetleri %49 artmıştır¹⁸. İnşaat maliyetlerinde artışların ana sebepleri arasında emtia fiyatları ve döviz kurlarında yaşanan yükseliş gösterilmektedir. Türkiye Müteahhitler Birliği tarafından hazırlanan “İnşaat Sektörü Analizi – Temmuz 2021” raporuna göre 2021 yılının Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre demir-çelik fiyatları %116 ve çimento fiyatları %60 artmıştır¹⁹.

Şekil 12 İnşaat Maliyet Endeksi



Kaynak TÜİK

18 Kaynak: TÜİK

19 TMB - İnşaat Sektörü Analizi – Temmuz 2021

Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in 2018 2019 ve 2020 yılları ve 2020/2021 ilk 9 aylık dönemleri için Ata Denetim tarafından TMS/IFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 13 Gelir 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
KAR VEYA ZARAR KISMI					
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/ZARAR	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 FAALİYET KARI/ZARARI	15.121.995	25.608.847	265.822.384	167.299.209	269.134.987
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	1.025.690	1.000.938	400.000
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	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 FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	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/Geliri	-	(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)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	8.435.395	19.338.331	187.511.683	121.152.526	216.230.241
DÖNEM KARI/ZARARI	8.435.395	19.338.331	187.511.683	121.152.526	216.230.241

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket, Emlak GYO ile imzalamış olduğu sözleşmelere istinaden gerçekleştirdiği projelere ilişkin hasılatı, proje sonuçlarının güvenilir biçimde öngörülebilmesi halinde, sözleşmeye konu işin tamamlanma oranını dikkate alarak finansal tablolara yansıtmaktadır. Bu bakımdan projenin ilerleme oranı, ilgili projeden gelir tablosuna yansıtacak hasılat ve satışların maliyeti tutarlarını belirleyen en önemli etkenlerden biridir. DAP Gayrimenkul firmasının 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 itibarıyla sona eren finansal yıllar ile 30 Eylül 2021'de sona eren 9 aylık döneme ait projeler ile ilgili satışlar ve projelerin tamamlanma oranları dönemler itibarıyla aşağıdaki tablolarda verilmektedir.

Şekil 14 Proje Bazında Hasılat

Hasılat (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Proje Gelirleri	63.276.758	56.669.041	582.983.211	339.321.832	596.043.717
Validebağ Projesi	63.276.758	56.669.041	102.346.790	110.726.461	35.252.604
Çekmeköy Projesi	-	-	480.636.421	228.595.371	149.147.534
Nişantaşı Projesi	-	-	-	-	411.643.579
Daire Satışları	-	8.127.029	-	-	6.757.615
Dap Burgu Kule	-	8.127.029	-	-	6.757.615
Satış Gelirleri	63.276.758	64.796.070	582.983.211	339.321.832	602.801.332

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şekil 15 Proje Bazında Tamamlanma Oranları

Proje ¹	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Validebağ	37,99%	56,00%	99,00%	91,19%	100,00%
Çekmeköy	0,00%	0,00%	41,00%	19,50%	53,40%
Nişantaşı	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	24,60%
Levent	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak: Şirket, İzahname

¹ Şirket, 30.09.2021 tarihi itibarıyla Levent Projesi'nde geliştirme süreci başlamış olsa da, Emlak GYO tarafından henüz bir hakediş tespiti yapılmamış, dolayısıyla Şirket bu projeden henüz hasılat yazmamıştır.

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere 2018 ve 2019 yıllarındaki hasılat büyük ölçüde Validebağ Projesi'nden, kısmen de Burgu Kule'deki Şirket'in sahip olduğu bağımsız bölümlerin satışlarından kaynaklanmıştır. 2020 yılında ise Validebağ Projesi'nin hızlanması ve Çekmeköy Projesi'nin inşaatının başlaması sonucu hasılatta ciddi bir artış meydana gelmiştir. 2021 yılının ilk dokuz aylık döneminde hasılatın ve satışların maliyeti tutarlarının büyük kısmı Çekmeköy ve Nişantaşı Projeleri'nden oluşmaktadır.

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 dönemde %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.

Şekil 16 Proje Bazında Brüt Kar

Brüt Kar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Proje Brüt Kar	25.204.942	29.217.195	299.899.846	185.609.282	351.792.174
Validebağ Proje Brüt Kar	25.204.942	29.217.195	56.655.529	77.363.871	21.384.895
Validebağ Proje Brüt Kar Marjı	40%	52%	55%	70%	61%
Çekmeköy Proje Brüt Kar	-	-	243.244.317	108.245.411	73.404.570
Çekmeköy Proje Brüt Kar Marjı	-	-	51%	47%	49%
Nişantaşı Proje Brüt Kar	-	-	-	-	257.002.709
Nişantaşı Proje Brüt Kar Marjı	-	-	-	-	62%
Satılan Ticari Mal Brüt Kar	-	6.072.029	-	-	492.079
Dap Burgu Kule	-	6.072.029	-	-	492.079
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%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 ile 30 Eylül 2021'de sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet karlılık analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan FAVÖK verileri bağımsız denetim raporlarında yer alan nakit akım tablosundaki "Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler" kalemi bakiyelerinin Esas Faaliyet Karı'na eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Şekil 17 Karlılık Analizi

TL	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 Kar 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: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 2019 ve 2020 yılları ve 2020/2021 ilk 9 aylık dönemleri için Ata Denetim tarafından TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre bilançosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 18 Bilanço

VARLIKLAR (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	2018 - 2019 Değişim (%)	2019 - 2020 Değişim (%)	2020 - 2021 Değişim (%)
Dönen Varlıklar	150.550.522	170.142.595	561.831.897	882.586.348	13%	230%	57%
Nakit ve Nakit Benzerleri	144.776	1.102.509	84.108.697	177.290.083	662%	7529%	111%
Ticari Alacaklar	-	7.490.526	7.655.588	-	a.d	2%	a.d
Diğer Alacaklar	134.522.948	131.176.453	145.343.174	123.240.369	-2%	11%	-15%
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	3.850.610	45.351	124.478	34.405	-99%	174%	-72%
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	130.672.338	131.131.102	145.218.696	123.205.964	0%	11%	-15%
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	-	-	278.552.582	313.805.186	a.d	a.d	13%
Stoklar	3.157.187	17.707.965	24.963.425	73.400.645	461%	41%	194%
Peşin Ödenmiş Giderler	12.586.106	12.504.100	3.496.078	185.808.522	-1%	-72%	5215%
- İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	127.521.576	a.d	a.d	a.d
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	12.586.106	12.504.100	3.496.078	58.286.946	-1%	-72%	1567%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	139.505	161.042	325.359	892.366	15%	102%	174%
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	17.386.994	8.149.177	a.d	a.d	-53%
Duran Varlıklar	128.132.367	192.390.962	519.776.172	1.475.053.587	50%	170%	184%
İştirakler, İş Ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklardaki Yatırımlar	100.000	100.000	100.000	-	0%	0%	a.d
Diğer Alacaklar	19.926	19.926	19.926	321.873.300	0%	0%	1615243%
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	119.536.751	176.205.792	480.636.421	1.048.170.923	47%	173%	118%
Maddi Duran Varlıklar	564.178	449.724	1.152.019	4.039.514	-20%	156%	251%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	191.832	261.060	2.046.921	2.020.432	36%	684%	-1%
- Şerefiye	-	-	1.807.224	1.807.224	a.d	a.d	0%
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	-	239.697	213.208	a.d	a.d	-11%
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	84.500	77.187	a.d	a.d	-9%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.641.940	7.286.273	11.412.078	30.965.456	29%	57%	171%
Diğer Duran Varlıklar	2.077.740	8.068.187	24.324.307	67.906.775	288%	201%	179%

Toplam Varlıklar	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935	30%	198%	118%
-------------------------	--------------------	--------------------	----------------------	----------------------	------------	-------------	-------------

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	2018 - 2019 Değişim (%)	2019 - 2020 Değişim (%)	2020 - 2021 Değişim (%)
Kısa vadeli yükümlülükler	76.862.996	117.399.566	436.932.702	480.436.134	53%	272%	10%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.557.503	-	25.816.396	2.841.024	a.d	a.d	-89%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	11.670.528	12.999.327	18.798.125	112.926.663	11%	45%	501%
Ticari Borçlar	3.908.727	7.185.879	89.181.631	48.680.768	84%	1141%	-45%
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	128.057	185.880	442.782	2.158.977	45%	138%	388%
Diğer Borçlar	59.598.181	96.932.552	108.024.930	102.306.093	63%	11%	-5%
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	4.680.803	24.808.003	13.889.840	13.256.359	430%	-44%	-5%
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	54.917.378	72.124.549	94.135.090	89.049.734	31%	31%	-5%
Ertelenmiş Gelirler	-	22.241	192.388.511	191.827.584	a.d	864917%	0%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	73.687	36.415	170.131	a.d	-51%	367%
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	2.243.912	19.524.894	a.d	a.d	770%
Uzun vadeli yükümlülükler	172.938.806	196.896.056	408.947.673	1.235.300.408	14%	108%	202%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	24.006.779	21.623.644	7.234.978	379.261.835	-10%	-67%	5142%
Diğer Borçlar	13.520.081	9.333.779	3.693.438	9.485.834	-31%	-60%	157%
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	7.906.963	1.707.803	5.000.000	a.d	-78%	193%
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	13.520.081	1.426.816	1.985.635	4.485.834	-89%	39%	126%
Ertelenmiş Gelirler	124.567.370	148.641.384	309.676.459	687.937.818	19%	108%	122%
Uzun Vadeli Karşılıklar	133.871	176.707	503.435	724.017	32%	185%	44%
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	133.871	176.707	503.435	724.017	32%	185%	44%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.710.705	17.120.542	87.839.363	157.890.904	60%	413%	80%
Özkaynaklar	28.881.087	48.237.935	235.727.694	641.903.393	67%	389%	172%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	28.881.087	48.237.935	235.576.212	641.524.834	a.d	a.d	172%
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	10.000.000	200.000.000	0%	0%	1900%
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-8.665	9.852	-7.541	-64.030	-214%	-177%	749%
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-8.665	9.852	-7.541	-64.030	-214%	-177%	749%
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / (Kayıpları)	-8.665	9.852	-7.541	-64.030	-214%	-177%	749%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.238.770	5.238.770	5.238.770	5.238.770	0%	0%	0%
- Yasal Yedekler	5.238.770	5.238.770	5.238.770	5.238.770	0%	0%	0%
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	5.215.587	13.650.982	32.989.313	220.344.983	162%	142%	568%
Net Dönem Karı/Zararı	8.435.395	19.338.331	187.355.670	216.005.111	129%	869%	15%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	151.482	378.559	a.d	a.d	150%
Toplam Kaynaklar	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935	30%	198%	118%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Likidite ve Borçluluk

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi
Kamplent Sok. No: 1 34337
Beşiktaş - İSTANBUL

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 ile 30 Eylül 2021'de sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet likidite analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar Ata Denetim tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporlarında verilen konsolide bilançodaki ilgili kalemler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Tabloda görüldüğü üzere şirketin cari oranı son 3 senede 1,29'un Asit-Test oranı da 1,23'ün altına düşmemiştir.

Şekil 19 Likidite Oranlar

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Cari oran (Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,96	1,45	1,29	1,84
Asit-Test oran (Dönen Varlıklar - Stoklar/ Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,92	1,30	1,23	1,68

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 ile 30 Eylül 2021'de sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet borçluluk analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. 2021 yılında Şirket'in net borçluluğunda görülen artışın temel nedeni, Levent Projesi kapsamında Emlak Konut GYO'ya 311.100.000 TL nakit teminat verilmesi için kullanılan kredilerdir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar Ata Denetim tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporlarında verilen bilançodaki ilgili kalemler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır.

Şekil 20 Borçluluk

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Banka Kredileri	37.234.810	34.622.971	51.849.499	495.029.522
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(144.776)	(1.102.509)	(84.108.697)	(177.290.083)
Net Finansal Borç	37.090.034	33.520.462	(32.259.198)	317.739.439
Toplam Özkaynaklar	28.881.087	48.237.935	235.727.694	641.903.393
Toplam Varlıklar	278.682.889	362.533.557	1.081.608.069	2.357.639.935
FAVÖK	15.316.100	25.832.052	266.165.738	269.786.259
Net Borç/Özkaynak Oranı	1,28 X	0,69 X	-0,14 X	0,49 X
Net Borç/Toplam Varlıklar Oranı	0,13 X	0,09 X	-0,03 X	0,13 X
Net Borç/ FAVÖK* Oranı	2,42 X	1,30 X	-0,12 X	1,18 X

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

**Karşılaştırılabilir olması açısından 30.09.2021 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı kullanılmıştır.*

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. 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.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. 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

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi durumunda uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Şirket'in faaliyetleri gereği ve proje bazlı nakit yaratma kapasitesi nedeniyle, UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığa önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların olmadığına kanaat getirilmiştir. Pazar Yaklaşımı kapsamında İD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları incelenmiş fakat bu yaklaşımın aşağıdaki nedenlerle kullanılması uygun bulunmamıştır;

- Şirket karlılığının Şirket'in mevcut projelerinin büyüklüğüne ve bu projelerinin tamamlanma oranlarına göre yıllar içinde ciddi değişkenlik göstermesi,
- 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in gelecek dönemler nakit akışına önemli ölçüde katkı sağlayacak olan Levent Projesi'nde ön satışlara başlanmamış, hakkeş yapılmamış ve bu sebeplerden dolayı ilgili gelirlerin finansal tablolara daha yansımamış olması,
- TFRS standartları dahilinde Şirket için oluşturulan gelir tablosundaki Ciro, EBITDA ve Net Kar rakamlarının Şirket'in elde ettiği tahsilatlardan önemli ölçüde farklılık gösterebilmesi nedeni ile nakit akışına ışık tutmaması,

- Şirket finansal tablolarının karşılaştırılması hedeflenen benzer şirketlerin taahhüt veya kat karşılığı üzerinden iş yapıp yapmaması vb. nedenlerle finansal tablolarının muhasebe politikaları bakımından farklılıklar gösterebilmesi,
- Benzer nitelikteki, proje bazlı çalışan inşaat firmalarının farklı alanlardaki faaliyetleri sonucu elde ettiği gelirlerini de finansalları altında konsolide etmesi

Şirket'in Net Satışları 2018, 2019, 2020 ve 2021 yılının ilk dokuz ayında sırasıyla 63.276.758 TL, 64.796.070 TL, 582.983.211 TL, 339.321.832 TL ve 602.801.332 TL, FAVÖK tutarları sırasıyla 15.316.100 TL, 25.832.052 TL, 266.165.738 TL, 167.530.584 TL ve 269.786.259 TL ve Net Kar tutarları ise sırasıyla 8.435.395 TL, 19.338.331 TL, 187.511.683 TL, 121.152.526 TL ve 216.230.241 TL olarak gerçekleşmiştir. Bununla beraber 2022 yılında Levent Projesi'nin ön satışlarının ve inşaatının başlayacak olması; Nişantaşı Projesi'nin tamamlanma oranının ve ön satışların artmasıyla beraber Şirket'in hasılatı ve karlılığının ciddi bir şekilde artması beklenmektedir. Gerçekleşen finansalların değerlendirme konusu varlığa önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların finansalları ile bire bir karşılaştırılabilir olmaması ve Şirket'in gelecekte yaratacağı değeri doğru bir şekilde yansıtamayacağı düşünüldüğünden pazar yaklaşımı değerlemede kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

İNA yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in mevcutta geliştirmekte olduğu projelerden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Değerleme Yöntemleri

A) Çarpan Analizi Yöntemi

UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığa önemli ölçüde hem faaliyet olarak hem de muhasebe standartları bakımından benzerlik taşıyan varlıkların olmadığı görülmektedir. Bu kapsamda, BIST İnşaat endeksi şirketleri ve Türkiye'de inşaat faaliyetlerinde bulunabilen şirketler incelenmiştir. Bu inceleme sonrasında 20 şirket ile ilgili detay bilgiler ve neden Şirket ile benzer şirket olarak sınıflandırılmadığına yönelik değerlendirmelerimiz aşağıda yer almaktadır.

Şekil 21 BIST Şirketleri

ŞİRKET İSMİ	AÇIKLAMA
Adese Gayrimenkul Yatırım Anonim Şirketi	Adese Gayrimenkul portföyündeki mevcut gayrimenkullerinden kira geliri elde etmeye, dahil olduğu gayrimenkul projelerini sürdürmeye ve duran varlıklarıyla ilgili gayrimenkul faaliyetlerine devam etmektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	Şirket'in esas faaliyet konusu gayrimenkul imal ve inşası, ticareti, alım-satımı, kiralınması, kiraya verilmesi ve bunlar üzerinde her türlü projeler oluşturulması ve işletilmesini yapmaktır. Şirket mevcutta yatırım amaçlı gayrimenkullerinden kira geliri elde etmektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Enka İnşaat Ve Sanayi Anonim Şirketi	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş., iştirakleri ile birlikte Türkiye, Rusya, Kazakistan, Gürcistan, Irak ve uluslararası alanda inşaat şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Dört segment üzerinden faaliyet göstermektedir: İnşaat, Kiralama, Enerji ve Ticaret ve İmalat. Şirket, endüstriyel ve sosyal yapılar ile otoyolların inşaatını yapmakta; doğalgaz yakıtlı elektrik enerjisi üretim tesislerinin inşası ve işletilmesi; ve gayrimenkul ve alışveriş merkezlerine yatırım ve geliştirme. Ayrıca iş makineleri, kamyonlar, endüstriyel ürünler ve yedek parçaların pazarlama ve satış sonrası hizmetlerinde yer almakta; yapısal çelik işleri imalatı; teknik ekipmanın kurulumu ve kurulması; ve karayolu projelerinin hafriyat dolgu işleri ve taş ocakçılığı kırma işletmesi. Ayrıca malzeme taşıma ve depolama sistemleri, yardımcı tesisler, su arıtma ve çevre mühendisliği, altyapı ve inşaat, kontrol sistemleri ve enstrümantasyon mühendisliği faaliyetleri gibi çeşitli faaliyetlerde bulunmaktadır. Bu faaliyet alanlarının tümüne bakıldığı zaman, inşaat hariç sektörlerde de faaliyet gösterildiği için Dap Gayrimenkul ile birebir benzerlik göstermemektedir.
Gsd Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	Şirket Denizcilik sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme Ve Ticaret Anonim Şirketi	İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Ticaret A.Ş. madencilik, inşaat, pazarlama ve enerji işleriyle uğraşmaktadır. Şirket'in devam etmekte olan inşaat projeleri Bizimevler 8 Avcılar, İhlas Marmara Evleri Beylikdüzü, Kristalşehir ise Esenyurt'ta bulunmaktadır. Bu bağlamda projelerinin bulunduğu semtler ve değerleri Dap Gayrimenkul 'den öncemli derecede farklılık göstermektedir. Ayrıca, muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul 'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
İntema İnşaat Ve Tesisat Malzemeleri Yatırım Ve Pazarlama Anonim Şirketi	Fiili faaliyet konusu Eczacıbaşı Topluluğu Yapı Grubu'nun ürünleri ile tedarik ettiği diğer ürünlerin Türkiye çapında pazarlaması ve satışının yanı sıra banyo ve mutfak yenileme pazarına yönelik ürün ve hizmet bütününün proje ve tasarımından başlayan yönlendirici ve bilgilendirici tanıtım, teşhir, danışmanlık, satış ve satış sonrası hizmetlerini gerçekleştirmektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.

Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	Şirket sağlık sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Metemtur Yatırım Enerji Turizm Ve İnşaat Anonim Şirketi	Şirket ana olarak enerji, turizm ve otelcilik sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Tekfen Holding Anonim Şirketi	Tekfen Holding Anonim Şirketi, iştirakleri ile birlikte Türkiye'de ve uluslararası alanda müteahhitlik, tarım, yatırım ve hizmet alanlarında faaliyet göstermektedir. Petrol, gaz ve petrokimya tesisleri, boru hatları, kara ve deniz terminalleri, tank çiftlikleri, petrol rafinerileri, açık deniz platformları, pompa ve kompresör istasyonları, enerji santralleri, endüstriyel tesisler, otoyollar, metro ve demiryolu projeleri, spor alanlarında uzmanlaşmıştır. Ayrıca fidan üretimi yapan şirket, deniz terminal hizmetleri ile serbest bölge ve akaryakıt istasyonu işletmeciliği, sigorta komisyonculuğu ve stüdyo yönetimi işleriyle uğraşmaktadır. Bu faaliyet alanlarının tümüne bakıldığı zaman, inşaat hariç sektörlerde de faaliyet gösterildiği için Dap Gayrimenkul ile birebir benzerlik göstermemektedir.
Temapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	Şirket, her nevi plastik, polimer ve benzeri ürünlerin her türlü imalatını yapmak, bu ürünlerin ambalaj işleri, ambalajlar üzerinde her türlü baskı işlerinin yapılması, yaptırılması, satılması ve satın alınması, ihracatı ithalatı ile pazarlaması, dağıtımını ve imalatının yapılması faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Türker Proje Gayrimenkul Ve Yatırım Geliştirme Anonim Şirketi	Şirket'in gayrimenkul geliştirme alanında faaliyet göstermesi öngörülmekte olup, mevcut durum itibariyle sahip olduğu gayrimenkul üzerinde imar ve parselasyon çalışmaları sürdürüldüğünden, geliştirme faaliyetine geçmemiştir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret Anonim Şirketi	Şirket; Ana faaliyet alanı olan turizm, otel ve AVM işletmeciliği, taahhüt sektöründe özellikle altyapı, kanal, kanalizasyon ve tünel inşaatı projelerinde çalışmalarını sürdürmektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Yayla Enerji Üretim Turizm Ve İnşaat Ticaret Anonim Şirketi	Şirket, İnşaat, taahhüt yapım ve satımı, alt yapı, üst yapı, baraj inşaatı ve genel mühendislik hizmetleri, ile turizm ve enerji sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret Anonim Sirketi	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi, iştirakleri ile birlikte mekanik, elektrik ve sıhhi tesisat mühendisliği (MEP) hizmetleri vermektedir. Havalimanları, stadyumlar, raylı sistemler, veri merkezleri, hastaneler, oteller, iş merkezleri ve alışveriş merkezleri başta olmak üzere çeşitli elektrik ve mekanik taahhüt projelerini üstlenmektedir. Ayrıca güneş enerjisi projelerinden elektrik enerjisi üretmekte ve telekomünikasyon faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Birlesim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	Birlesim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş. ısıtma, soğutma ve havalandırma tesisatı hizmetleri vermektedir. Şirket ayrıca sıhhi tesisat, yangından korunma, doğalgaz sistemleri ve ilgili işler, projelendirme, imalat, tedarik, montaj, devreye alma, çalışır durumda teslim ve bakım hizmetleri vermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.S.	Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş. dünya çapında bir EPC taahhüt, mühendislik, satış ve pazarlama şirketi olarak faaliyet göstermektedir. HV ve MV trafo merkezleri, iletim hatları, termik santraller, hidroelektrik santraller, rüzgar santralleri, güneş santralleri, jeotermal santraller, biyokütle santralleri, kombine çevrim doğalgaz santralleri, kojenerasyon santralleri için EPC ve taahhüt hizmetleri vermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Kuyumcukent Gayrimenkul Yatırımları A.S.	Kuyumcukent Gayrimenkul Yatırımları A.Ş. Türkiye'de gayrimenkul geliştirme şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Ticari ve konut projeleri inşa etmektedir. 2021 yılında hasılat gelirinin önemli bir kısmını devam eden tek projesi olan Borsa Kuleden elde etmiştir. (2021 9 ay: toplam satış 20.6 milyon TL , Borsa Kule satış: 15 milyon TL). Borsa Kule B Blok inşaatı ile kuyum sektörü için 92 adet atölye yapılmaktadır. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Orge Enerji Elektrik Taahhüt Anonim Şirketi	Orge Enerji Elektrik Taahhüt Anonim Şirketi, Türkiye'de konut ve iş yeri inşaatı projeleri için elektrik taahhüt hizmetleri vermektedir. Zayıf akım sistemleri, AG elektrik taahhüt işleri ve OG elektrik taahhüt işleri ile inşaat hizmetleri için elektrik taahhüt hizmetleri sunmaktadır. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.S.	San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de elektrik panoları üretmekte ve satmaktadır. AG ve OG güç kapasitörleri, AG ve OG harmonik filtre reaktörleri, AG tristör anahtarlama modülleri ve GE anahtarlama cihazları sunmaktadır. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Yeşil Yapı Endüstrisi A.S.	Yeşil Yapı Endüstrisi A.Ş. Türkiye'de ve uluslararası alanda inşaat firması olarak faaliyet göstermektedir. Sanayi tesisleri, villalar, ticari iş merkezleri, hastaneler, konut projeleri, eğitim yapıları, oteller, restorasyon ve renovasyon projeleri, alışveriş merkezleri, kültür merkezleri inşaatlarını üstlenmektedir. Faaliyet alanlarının tümüne bakıldığında konut projeleri haricinde de projeleri bulunmasından dolayı Dap Gayrimenkul ile benzerlik göstermemektedir. Ayrıca, Şirket'in piyasa değeri de yaklaşık ~223 milyon TL olduğu için görece olarak Şirket ile karşılaştırılabilir olmadığı kanısına varılmıştır.

Ek olarak, dünyada inşaat faaliyetlerinde bulunan benzer şirketler araştırılmıştır. İncelenen 25 tane şirketin faaliyetleri hakkında detaylı bilgiler ve bu şirketlerden 23 tanesinin neden Şirket ile benzer şirket olarak sınıflandırılmadığına yönelik değerlendirmelerimiz aşağıda yer almaktadır. Benzer şirket olarak sadece 2 şirket bulunabilmiş olup yeterli sayıda örneklem elde edilememiştir.

Şekil 22 Global Benzer Şirketler

ŞİRKET İSMİ	AÇIKLAMA
Beazer Homes USA, Inc.	Beazer Homes USA, Inc., Amerika Birleşik Devletleri'nde bir ev üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Arizona, California, Nevada, Texas, Delaware, Maryland gibi bölgelerde tek aileli ve çok aileli evler inşaa edip ve satmaktadır. 1985 yılında kurulmuştur ve merkezi Atlanta, Georgia'dadır. Bilançosunda önemli derecede arsa ve ev stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul 'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.

Bellway p.l.c.	Bellway p.l.c., Birleşik Krallık'ta ev inşaatı işiyle uğraşmaktadır. Şirket, çeşitli projeler inşa edip satmaktadır, ayrıca sosyal konut için konut birliklerine proje geliştirmektedir. Şirket 1978 yılında kurulmuştur ve merkezi Newcastle upon Tyne, Birleşik Krallık'ta bulunmaktadır. Faaliyetleri arasında sosyal konut projeleri olmasından dolayı Dap Gayrimenkul ile Dap Gayrimenkul ile faaliyetleri bağlamında ayrılmaktadır. Ayrıca, bilançosunda önemli derecede arsa ve ev stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Bonava AB (publ)	Bonava AB (publ), İsveç, Almanya, Finlandiya, Danimarka, Norveç, St. Petersburg, Estonya, Litvanya ve Letonya'da konut birimleri geliştirir ve satar. Şirket, belediyeler ve kamu kurumlarının yanı sıra emeklilik fonları gibi tüketiciler ve yatırımcılar için evler geliştirir. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 31.800 yapı hakkı bulunmaktadır. Bonava AB (yayın) merkezi Stockholm, İsveç'tedir. Geliştirdiği konutların yaklaşık yarısı uygun fiyatlı konut segmentinde olduğundan dolayı faaliyetler bağlamında Dap Gayrimenkul'den ayrılmaktadır. Ayrıca, bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Construtora Tenda S.A.	Construtora Tenda S.A., Brezilya'daki düşük gelirli konut sektörü için bir ev inşaatçısı olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, inşaat, gayrimenkul geliştirme, ve gayrimenkul alım satımı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket dokuz büyükşehir bölgesinde faaliyet göstermektedir. Bu sebeple Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Crest Nicholson Holdings plc	1963 yılında kurulmuştur ve merkezi Chertsey, Birleşik Krallık'ta bulunmaktadır. Crest Nicholson Holdings plc, Birleşik Krallık'ta evler inşa etmektedir. Yenileme projeleri ile ticari mülkler geliştirir ve satar. Faaliyetlerinin arasında uygun fiyatlı konut satışları da bulunmaktadır. Ayrıca, bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Cury Construtora e Incorporadora S.A.	Cury Construtora e Incorporadora S.A. 1963 yılında kurulmuştur. Şirket, São Paulo ve Rio de Janeiro'da ticari, konut, kat mülkiyeti binaları ve konut kompleksleri geliştirir. Konut projelerinde hedef pazarı düşük gelir seviyesindeki alıcılar olduğundan dolayı Dap Gayrimenkul ile faaliyet alanları bağlamında benzerlik göstermemektedir.
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações	Şirket, Brezilya'da konut ve ticari mülkler geliştirip satmaktadır. Şirket ayrıca mülklerin kiralanması, yönetimi ve inşası ile uğraşmaktadır ve gayrimenkul ile ilgili danışmanlık hizmetleri sağlanmaktadır.
Elkop SE	Elkop SE, Polonya'da gayrimenkul işiyle uğraşmaktadır. Toplu konutlar inşa ederek; ofis, üretim ve ticari alanlar satın alarak kiralamaktadır. Şirket'in piyasa değeri yaklaşık ~67 milyon TL olduğu için görece olarak Şirket ile karşılaştırılabilir olmadığı kanısına varılmıştır.
EZTEC Empreendimentos e Participações S.A.	Şirket, Brezilya'da gayrimenkul geliştirme ve inşaat sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, konut ve ofis projeleri üstlenmektedir. 4,3 milyon metrekarelik inşaat alanı inşa etmiştir.
Fuji Corporation Limited	Fuji Corporation Limited, Japonya'da müstakil evler ve apartmanlar inşa etmektedir. Şirket binaların kiralanması ve yönetimi ile yeni evlerin inşası işlerini üstlenmektedir. Ayrıca emlak yönetimi, komisyonculuk ve renovasyon faaliyetleri ile daire kiralama faaliyetlerinde bulunmaktadır. Faaliyetlerinin tümüne bakıldığı zaman müstakil ev inşası haricinde alanlarda da faaliyet gösterildiği için Dap Gayrimenkul ile birebir benzerlik göstermemektedir. Ayrıca, bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.

Glenveagh Properties PLC	İrlanda'nın Greater Dublin Bölgesi'ndeki özel evler ve apartmanlar inşa etmektedir. Ayrıca kurumsal yatırımcılara, sosyal ve uygun fiyatlı ev sahiplerine, devlet kurumlarına ve stratejik arazi sahiplerine konut çözümleri tasarlar, geliştirir ve sunar. Şirket'in portföyünün önemli bir kısmı şehir çevresindeki yerleşim yerleridir. Bu sebeplerden dolayı faaliyet alanı DAP Gayrimenkul'den farklılık göstermektedir. Ayrıca, bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
HELMA Eigenheimbau Aktiengesellschaft	Almanya'da bir dizi inşaat hizmeti sunmaktadır. Anahtar teslimi evlerin, çok katlı konut binaların, tatil evlerinin ve dairelerin geliştirilmesi, planlanması ve satışı ile ilgilenmektedir. Ayrıca finansman ve sigorta için aracılık işinde yer almaktadır. Bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Henry Boot PLC	Birleşik Krallık'ta emlak yatırımı ve geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket ticari mülkler ve aile evleri geliştirip, arazi edinerek projeler geliştirerek ticaretini yapmaktadır. Ayrıca inşaat ve inşaat mühendisliği faaliyetlerinde bulunan şirket, inşaat ekipmanı kiralayıp satmaktadır. Faaliyetlerinin tümüne bakıldığı zaman müstakil ev inşaatı haricinde alanlarda da faaliyet gösterildiği için Dap Gayrimenkul ile birebir benzerlik göstermemektedir. Ayrıca, bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Lokaty Budowlane S.A.	Polonya'da inşaat şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket konut projeleri geliştirmekle birlikte, otelcilik faaliyetlerinde de bulunmaktadır. Bu faaliyet alanlarının tümüne bakıldığı zaman, inşaat hariç sektörlerde de faaliyet gösterildiği için Dap Gayrimenkul ile birebir benzerlik göstermemektedir.
Makoto Construction Co.Ltd	Japonya'da konut projeleri geliştirmektedir. Ayrıca bina tadilat hizmetleri de vermektedir. Şirket'in piyasa değeri yaklaşık ~150 milyon TL olduğu için görece olarak Şirket ile karşılaştırılabilir olmadığı kanısına varılmıştır.
Redrow plc	Redrow plc 1974 yılında kurulmuştur ve merkezi Birleşik Krallık, Flintshire'dadır. Redrow plc, Birleşik Krallık'taki ev inşa faaliyetlerine odaklanmaktadır. Şirket arazi satın alıp, konut geliştirerek satmaktadır. Bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Ronson Development SE	Polonya'da ağırlıklı olarak çok aileli konut gayrimenkul projeleri geliştirmektedir. Şirket 2007'de kurulmuştur ve merkezi Polonya'nın Varşova kentinde bulunmaktadır. Bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Servicios Corporativos Javer, S.A.B. de C.V.	Şirket 1973 yılında kurulmuştur ve merkezi Monterrey, Meksika'dadır. Meksika'da bir konut geliştiricisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket daha çok orta gelirli konut yapımı ve satışı ile uğraşmaktadır. Bu sebepten dolayı faaliyet alanı DAP Gayrimenkul'den farklılık göstermektedir.
Socovesa S.A.	Socovesa S.A. 1965 yılında kurulmuştur ve merkezi Providencia, Şili'dedir. Şili'de gayrimenkul geliştirme, mühendislik ve inşaat işleriyle uğraşmaktadır. Ev, bina, köprü, yol, baraj, sulama işleri, tüneller, limanlar, havaalanları, toprak işleri gibi çeşitli projeler inşa etmektedir. Bu faaliyet alanlarının tümüne bakıldığı zaman, konut inşaat projelerinin yanında altyapı projelerinin inşaatı alanında da faaliyet gösterdiği için Dap Gayrimenkul ile birebir benzerlik göstermemektedir.
Springfield Properties Plc	Şirket 1956 yılında kurulmuştur ve merkezi Birleşik Krallık, Elgin'dedir. Şirket, genel olarak uygun fiyatlı projeler geliştirmektedir. Ayrıca mülk geliştirme, gayrimenkul ve konut mülklerinin alım satımı ve yönetim hizmetleriyle de ilgilenmektedir. Bu sebeplerden dolayı faaliyet alanı DAP Gayrimenkul'den farklılık göstermektedir.

Taylor Morrison Home Corporation	Şirket, konut inşa ederek satmaktadır. Ayrıca ticari alan, perakende ve çok aileli mülklerden oluşan çok amaçlı mülkler geliştirip ve finansal hizmetler sunmaktadır. Taylor Morrison Home Corporation, 1936'da kuruldu ve merkezi Scottsdale, Arizona'da bulunuyor. Bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
Taylor Wimpey plc	Taylor Wimpey plc, Birleşik Krallık ve İspanya'da bir konut geliştiricisi işletmektedir. Şirket, dairelerden altı yatak odalı evlere kadar çeşitli evler ve topluluklar inşa eder ve teslim eder. Taylor Wimpey plc 1880 yılında kurulmuştur ve merkezi Birleşik Krallık, High Wycombe'dadır. Bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.
The Berkeley Group Holdings plc	Birleşik Krallık'ta konut odaklı ve karma kullanımlı gayrimenkul geliştirme faaliyetleri yürütmektedir. Şirket 1976 yılında kurulmuştur ve merkezi Cobham, Birleşik Krallık'ta bulunmaktadır. Bilançosunda önemli derecede arsa ve konut stoğu bulunmakta ve özellikle hasılat ile ilgili muhasebe politikalarına bakıldığında da Dap Gayrimenkul'ün muhasebe politikalarından farklılık göstermektedir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör dikkate alındığında muhasebeleştirme uygulamaları Şirket'ler arasında farklılık gösterebilmektedir. Örnek vermek adına, Şirket gelir tablosuna yansıyan hasılat tutarı, projelerin tamamlanana kadarki tahmini toplam hasılat projeksiyonu ile o yılın inşaat tamamlanma oranı ve Şirket payı çarpılması sonucunda bulunmaktadır. Bu hesaplanan hasılat tutarı, Şirket'in o yıl içinde konut satışlarından elde ettiği gelir ile bağlantı değildir. Projelerden gerçekte gerçekleşen satış tutarları ve tahsilat tutarlarına göre Şirket, Emlak Konut GYO'dan ödeme almaktadır. Bu nedenle, ilgili yılın gelir tablosunda yer alan hasılat tutarı ile Şirket'in o yılda Emlak Konut GYO'dan aldığı ödemeler arasında benzerlik bulunmamaktadır. Şirket'in finansalları bütçelenen projeler bedelleri üzerinden hesaplandığı için, her sene değişen piyasa koşullarından ciddi etkilenmektedir.

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisidir. İD/FAVÖK çarpanından sonra da yine yaygın olarak kullanılan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı bulunmaktadır. Bu nedenle yukarıdaki tablolarda yer alan inşaat şirketlerinin 2 Şubat 2022 tarihi itibarıyla CapitalIQ platformundan elde edilen çarpanları aşağıda verilmektedir.

Şekil 23 BIST Şirketleri Çarpanları

Şirket (mn TL)	Piyasa Değeri	Şirket Değeri	FAVÖK LTM	Net Kar LTM	İD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Adese Gayrimenkul Yatırım Anonim Şirketi	186	572	(34)	(5)	(16,82x)	(36,14x)
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	189	891	23	(118)	39,06x	(1,59x)
Enka İnşaat Ve Sanayi Anonim Şirketi	83.021	52.185	5.475	5.939	9,53x	13,98x
Gsd Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	560	520	80	63	6,54x	8,90x
İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme Ve Ticaret Anonim Şirketi	790	717	109	62	6,56x	12,66x

İntema İnşaat Ve Tesisat Malzemeleri Yatırım Ve Pazarlama Anonim Şirketi	1.974	2.023	34	22	58,72x	91,33x
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Turizm Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahhüt A.Ş.	446	667	77	55	8,71x	8,18x
Metemtur Yatırım Enerji Turizm Ve İnşaat Anonim Şirketi	213	210	8	3	26,77x	80,11x
Tekfen Holding Anonim Şirketi	9.391	8.480	1.253	1.002	6,76x	9,37x
Temapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	222	282	34	17	8,38x	13,13x
Türker Proje Gayrimenkul Ve Yatırım Geliştirme Anonim Şirketi	1.061	1.084	(2)	6	(525,53x)	174,77x
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret Anonim Şirketi	300	358	257	237	1,39x	1,27x
Yayla Enerji Üretim Turizm Ve İnşaat Ticaret Anonim Şirketi	147	182	(4)	(5)	(44,13x)	(27,64x)
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi	464	916	(57)	(115)	(16,02x)	(4,02x)
Birlesim Mühendislik Isıtma Sogutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	1.010	861	119	86	7,26x	11,80x
Girisim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.S.	2.080	2.328	188	124	12,40x	16,75x
Kuyumcukent Gayrimenkul Yatırımları A.S.	654	750	(6)	9	(120,45x)	71,80x
Orge Enerji Elektrik Taahhüt Anonim Şirketi	560	554	95	77	5,85x	7,30x
San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.S.	267	252	(6)	(5)	(42,60x)	(51,38x)
Yesil Yapı Endüstrisi A.S.	219	244	(5)	(24)	(53,12x)	(9,04x)
					Ortalama	7,62x
						12,01x

BIST inşaat şirketlerinin yukarıdaki tabloda gözüktüğü üzere ortalama İD/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.

Ortalama Fiyat/Kazanç çarpanına göre, Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla son 12 aylık net dönem karı dikkate alındığında, Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Şekil 24 BIST Şirketleri F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
Net Dönem Karı	282.589.398
Ortalama Çarpan	12,01
Özkaynak Değeri	3.392.729.169

Ortalama İD/FAVÖK çarpanına göre, Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü dikkate alındığında, Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Şekil 25 BIST Şirketleri İD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
FAVÖK	368.421.413
Ortalama Çarpan	7,62
Şirket Değeri	2.806.358.641
Net Borç Pozisyonu	317.739.439
Özkaynak Değeri	2.488.619.202

Şekil 26 Global Benzer Şirket Çarpanları

Şirket (mn ABD\$)	Piyasa Değeri	Şirket Değeri	FAVÖK LTM	Net Kar LTM	İD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Beazer Homes USA, Inc.	545	1.456	184	145	7,90x	3,76x
Bellway p.l.c.	4.724	4.301	745	543	5,78x	8,70x
Bonava AB (publ)	925	1.356	184	104	7,37x	8,92x
Construtora Tenda S.A.	287	443	62	27	7,17x	10,44x
Crest Nicholson Holdings plc	1.114	777	158	97	4,91x	11,48x
Cury Construtora e Incorporadora S.A.	467	486	69	49	7,06x	9,59x
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos	1.254	1.556	147	177	10,62x	7,10x
Elkop SE	5	13	1	1	12,75x	8,09x
EZTEC Empreendimentos e Participações S.A.	897	723	50	92	14,38x	9,78x
Fuji Corporation Limited	207	801	64	29	12,57x	7,17x
Glenveagh Properties PLC	1.068	1.134	26	15	44,04x	70,68x
HELMA Eigenheimbau Aktiengesellschaft	293	513	55	23	9,26x	12,67x
Henry Boot PLC	512	536	28	35	19,14x	14,74x
Lokaty Budowlane S.A.	7	7	1	1	7,35x	11,06x
Makoto Construction Co,Ltd	11	11	3	1	4,45x	7,29x
Redrow plc	2.886	2.678	456	353	5,87x	8,17x
Ronson Development SE	98	112	13	8	8,91x	12,34x
Servicios Corporativos Javer, S.A.B. de C.V.	216	307	55	11	5,63x	19,99x
Socovesa S.A.	208	778	46	32	16,87x	6,52x
Springfield Properties Plc	247	275	30	19	9,16x	12,67x
Taylor Morrison Home Corporation	3.769	6.756	720	485	9,38x	7,78x
Taylor Wimpey plc	7.449	6.264	1.050	668	5,96x	11,15x
The Berkeley Group Holdings plc	6.388	5.249	751	650	6,99x	9,83x
					Ortalama	9,21x
						10,15x

Global benzer şirketlerin yukarıdaki tabloda gözüktüğü üzere ortalama İD/FAVÖK çarpanı 9,21x, ortalama Fiyat/Kazanç çarpanı 10,15x'dir. Ortalama hesaplamalarında uç değer çarpana sahip olan Glenveagh Properties PLC dikkate alınmamıştır. Elkop SE, Lokaty Budowlane S.A. ve Makoto Construction Co. Ltd şirketlerinin piyasa değerlerinin düşük olması nedeniyle ortalama hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Ortalama Fiyat/Kazanç çarpanına göre, Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla son 12 aylık net dönem karı dikkate alındığında, Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Sekil 27 Global Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

30.09.2021 LTM	TL
Net Dönem Karı	282.589.398
Ortalama Çarpan	10,15
Özkaynak Değeri	2.867.273.022

Ortalama İD/FAVÖK çarpanına göre, Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü dikkate alındığında, Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Sekil 28 Global Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

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

Çarpan analizi kapsamında İD/FAVÖK, İD/Satışlar, Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları incelenmiştir. Bu çarpanlardan en yaygın kullanılan İD/FAVÖK ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları ortalamaları ve bu ortalama çarpanlara göre Şirket özkaynak değerleri yukarıda belirtilmiştir.

Çarpan analizi yöntemine göre bu raporda yer verilmiş fakat bu yaklaşımın aşağıdaki nedenlerle kullanılması uygun bulunmamıştır;

- Şirket karlılığının Şirket'in mevcut projelerinin büyüklüğüne ve bu projelerinin tamamlanma oranlarına göre yıllar içinde ciddi değişkenlik göstermesi,
- 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in gelecek dönemler nakit akışına önemli ölçüde katkı sağlayacak olan Levent Projesi'nde ön satışlara başlanmamış, hakkeleş yapılmamış ve bu sebeplerden dolayı ilgili gelirlerin finansal tablolara daha yansımamış olması,
- TFRS standartları dahilinde Şirket için oluşturulan gelir tablosundaki Ciro, EBITDA ve Net Kar rakamlarının Şirket'in elde ettiği tahsilatlardan önemli ölçüde farklılık gösterebilmesi nedeni ile nakit akışına ışık tutmaması,
- Şirket finansal tablolarının karşılaştırılması hedeflenen benzer şirketlerin taahhüt veya kat karşılığı üzerinden iş yapış yapmaması vb. nedenlerle finansal tablolarının muhasebe politikaları bakımından farklılıklar gösterebilmesi,

- Benzer nitelikteki, proje bazlı çalışan inşaat firmalarının farklı alanlardaki faaliyetleri sonucu elde ettiği gelirlerini de finansalları altında konsolide etmesi,
- Şirket'in muhasebe politikaları gereği projelerinin Emlak Konut GYO ile anlaşılan taahhüt tutarı üzerinden her sene inşaat tamamlanma oranına göre aktifleştirilmesi ve bu nedenle gerçek aktif değerini yansıtmadığı düşünülmesi nedeniyle benzer şirketler ile defter değeri karşılaştırmasının yapılamaması,
- 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in en önemli projesi olan Levent Projesi'nde inşaat başlanmamış olmasından dolayı Şirket finansal tablolarına bu proje ile ilgili değer daha yansımamış olması nedeniyle benzer şirketler ile defter değeri karşılaştırmasının yapılamaması,
- Ana faaliyet alanı proje geliştirme olan Şirket'in, inşaat işlerini taşere etmesi kaynaklı aktifinde makine, ekipman, teçhizat vb. bulundurmaması ve ayrıca Şirket'in seçmiş olduğu muhasebe politikalarının sonucu olarak arsa ve stoklarının da aktifinde yer almaması sebebiyle benzer şirketler ile defter değeri karşılaştırmasının yapılamaması

B) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 30.09.2021 ile 31.12.2026 dönemleri arasındaki nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerlerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin a bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır.

Şirket projelerini geliştirdiği arsaların sahibi olan Emlak Konut GYO ile "Arsa Satışı Karşılığında Hasılat Paylaşımı" modeli üzerinden gelir yaratmaktadır. Satışların tahsilatları Emlak Konut GYO tarafından yapılmakta olup, hakkediş usulü ile gelir paylaşımı yapılarak Şirket nakit yaratmaktadır. Bu nedenle, İNA yöntemi kapsamında Şirket'in projelerden hakkediş faturası keserek yarattığı tahsilatlar ile proje maliyet ve giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır.

Net Finansal Borç Pozisyonu

Şirket'in 30 Eylül 2021 itibarıyla finansal kiralama yükümlülükleri dahil 495.029.522 TL toplam finansal yükümlülüğü bulunmaktadır. Öte yandan, aynı tarih itibarıyla Şirket 177.290.083 TL nakit ve nakit benzerine sahiptir. Şirket'in net finansal borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

Sekil 29 Net Finansal Borç (30 Eylül 2021 İtibarıyla)

TL	30.09.2021
Banka Kredileri	495.029.522
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(177.290.083)
Net Finansal Borç (Nakit)	317.739.439

Projeksiyonlar

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 2021 yılı dördüncü çeyreği ile 2026 yılı arasında yaratacağı nakit akımları ve 2026 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Yine bu çalışmada Şirket'in kendi kayıtları ve proje bazında gelir-gider kırılımları, Emlak Konut GYO'nun projelere ilişkin kayıtları, TCMB, TÜİK, CapitalIQ, Matriks, Sahibinden ve bağımsız denetçi raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır.

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.

1- Proje Satışlarından Tahsilat

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:

1) *Bağımsız bölümlerin ön satış adetleri / alanları:* Şirket'in Emlak Konut'tan tahsilatlarını etkileyen en önemli unsurlardan biri Projeler'de yapılan ön satış tutarlarıdır. Şirket, Projeler'de inşa edilen bağımsız bölümleri inşaat ruhsatının alınması ile ön satışa çıkartmaktadır. Bu doğrultuda ilk olarak 30.09.2021 tarihi itibarıyla Projeler'in satılabilir bağımsız bölüm alanları kullanılarak ve Şirket'in stratejik hedefleri ve geçmiş satış performansları da değerlendirilerek, satılabilir bağımsız bölümlerinin projeksiyon dönemi boyunca hangi yıllarda ne oranda satılacağı öngörülmüştür.

a) 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Projelerin Ön Satış Performansları:

30.09.2021 tarihi itibarıyla toplam satılabilir alanı belirleyebilmek için ön satışı gerçekleşmiş Bağımsız Bölüm ve kalan Bağımsız Bölüm adetleri ve alanları ile ilgili bilgiler her bir proje için aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

Validebağ Projesi

30.09.2021 tarihi itibarıyla Validebağ Projesi'ndeki 366 adet bağımsız bölümün 280 adedi üçüncü kişi alıcılara satılmış ve kalan 86 adet bağımsız bölüm 45 adedi Emlak GYO, 29 adedi Istlife ve 12 adedi Şirket'e ait olacak şekilde paylaşılmıştır. Satışlara ait detaylı tablo aşağıda paylaşılmaktadır.

Sekil 30 Validebağ Projesi – 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Bağımsız Bölüm Satışları

(Bağımsız Bölüm Adedi)	Konut	Dükkan	Toplam
Üçüncü Kişi Alıcılara Satılan	238	42	280
Paylaşımında Emlak GYO'ya Bırakılan	43	2	45
Paylaşımında Istlife'a Bırakılan	27	2	29
Şirket'te Kalan Stok	11	1	12
Toplam	319	47	366
Satış Alanı (metrekare)	Konut	Dükkan	Toplam
Üçüncü Kişi Alıcılara Satılan	43.983	8.026	52.009
Paylaşımında Emlak GYO'ya Bırakılan	8.744	499	9.243
Paylaşımında Istlife'a Bırakılan	7.175	556	7.731
Şirket'te Kalan Stok	2.210	283	2.493
Toplam	62.112	9.364	71.476

Çekmeköy Projesi

30.09.2021 itibarıyla, Çekmeköy Projesi'nde 133.651 metrekare satılabilir alana sahip 868 adet konutun 867 adedi ve yaklaşık 17.820 metrekare satılabilir alana sahip 119 adet ticari ünitenin ise 108 adedi (toplam brüt satış alanı yaklaşık 13.017 metrekare) satılmış durumdadır. Satışlara ait detaylı tablo aşağıda paylaşılmaktadır.

Sekil 31 Çekmeköy Projesi – 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Bağımsız Bölüm Satışları

Cinsi	Durumu	Bağımsız Bölüm Adedi	Satış Alanı (m ²)
Konut	Satılan	867	133.581
	Stokta	1	70
	Toplam	868	133.651
Ticari	Satılan	108	13.017
	Stokta	11	4.803
	Toplam	119	17.820
Genel Toplam		987	151.471

Nişantaşı Projesi

Nişantaşı Projesi'nde halihazırda 160 adet konut ve 1 adet ticari ünite için yapı ruhsatı alınmış ve bu bağımsız bölümlerin satışına başlanmış olup, 30.09.2021 itibarıyla 46.724

metrekare satılabilir alana sahip 160 adet konutun 108'i (toplam brüt satış alanı 28.195 metrekare) ve 308 metrekare satılabilir alana sahip bir adet ticari ünite satılmıştır. Satışa başlanan bağımsız bölümlerin satış detayı aşağıdaki gibidir:

Şekil 32 Nişantaşı Projesi – 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Bağımsız Bölüm Satışları

Cinsi	Durumu	Bağımsız Bölüm Adedi	Satış Alanı (m ²)
Konut	Satıldı	106	27.240
	Stokta	54	19.485
	Toplam	160	46.724
Ticari	Satıldı	1	308
	Stokta	-	-
	Toplam	1	308
Genel Toplam		161	47.032

Nişantaşı Projesi kapsamında ayrıca yaklaşık toplam 5.500 metrekare satış alanına sahip ofislerin yer alması planlanmakta olup, işbu Rapor tarihi itibarıyla ofis bölümleri için yapı ruhsatı almak üzere ilgili belediyeye başvuru yapılmıştır; ilgili belediye nezdinde yapı ruhsatı alınmasına ilişkin işlemler devam etmektedir.

Levent Projesi

30.09.2021 itibarıyla, Levent Projesi'nde henüz preje inşaatına ve satışına başlanmamış olup, proje alanındaki eski binaların yıkıma ve projelendirme çalışmaları yapılmaktadır. Levent Projesi kapsamında 160.000 metrekare satılabilir konut alanının, 10.000 metrekare de satılabilir ticari alanın olması planlanmaktadır.

b) Bağımsız Bölümler'in Satış Projeksiyonları:

30.09.2021 tarihi itibarıyla satışı gerçekleşen ve projeksiyon dönemi boyunca satılması beklenen Bağımsız Bölümler'in alanları proje ve Bağımsız Bölüm türü bazında aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şekil 33 Bağımsız Bölüm Satış Projeksiyonları (% toplam metrekare)

Proje / Bağımsız Bölüm Türü	30.09.2021 İtibarıyla Satılan Alan (%)	Satılabilir Alanın Projeksiyon Dönemi Boyunca Satış Öngörülleri (%)			
		31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Validebağ Konut	96,4%	1,6%	2,0%	0%	0%
Validebağ Ticari	97,0%	0%	3,0%	0%	0%
Çekmeköy Konut	99,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0%
Çekmeköy Ticari	73,0%	8,1%	18,8%	0%	0%
Nişantaşı Konut	58,3%	17,3%	24,4%	0,0%	0%
Nişantaşı Ticari	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nişantaşı Ofis	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	30%
Levent Konut	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	30%
Levent Ticari	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	30%

30.09.2021 tarihi itibarıyla Validebağ Projesi'nde, konut stoklarının %96,4'nün ve ticari stoklarının %97'sinin ön satışı yapılmış olup, geriye kalan konut ve ticari bağımsız bölümlerin satışının 2021 ve 2022 yıllarında yapılması öngörülmektedir.

Çekmeköy Projesi'nde ise ön satışlara 2020 yılında başlanmış olup, konut stoklarının %99,9'unun ve ticari stokların %73,0'ünün ön satışı 30.09.2021 tarihi itibarıyla yapılmış olup, kalan stokların 2021 ve 2022 yıllarında satılacağı öngörülmektedir.

Nişantaşı Projesi'nde ön satışlara 2021 yılı içerisinde başlanmış olup 30.09.2021 tarihi itibarıyla konut stoklarının %58,3'ünün ön satışı tamamlanmıştır. Geriye kalan konut stoklarının 2022 yılının sonuna kadar satılması planlanmaktadır. Ayrıca, 308 metrekare alana sahip ticari bölümlerin de 30.09.2021 öncesinde satışı tamamlanmıştır. Yukarıda da bahsedildiği gibi 5.500 metrekare alana sahip ofis bölümleri için yapı ruhsatı alınmasına ilişkin işlemler devam etmekte olup ofis bölümlerinin satışının 2022 ile 2024 tarihleri arasında yapılacağı öngörülmektedir.

Levent Projesi'nde ise ön satışlara 2022 yılında başlanması planlanmakta olup, konut ve ticari bölümlerin satışının 2022 ile 2024 yılları arasında yapılacağı öngörülmektedir. Şirket'in geçmiş satış performansları göz önüne alındığında ön satışların ilk yıllarda daha hızlı ilerlediği gözlemlenmektedir. Fakat, değerlendirilmede daha muhafazakar olmak adına satılması beklenen bağımsız bölüm alanlarının yıllara göre dağılımı doğrusal bir şekilde yapılmıştır.

- 2) *Bağımsız bölümlerin satış fiyatları:* Satış fiyatları belirlenirken projelerin geçmiş satış fiyatları ile beraber güncel piyasa fiyatları incelenmiş ve baz fiyatlar belirlenmiştir. Projeksiyon dönemindeki satış fiyat artışları öngörülmürken, öncelikle 2015 yılından 2021 yılı Eylül ayına kadarki inşaat maliyetlerinin YBBO'su ile aynı dönemdeki enflasyonun YBBO'su arasındaki fark hesaplanmıştır. Sonrasında bulunan fark, projeksiyon döneminde öngörülen enflasyon beklentisinin üzerine eklenmiş ve fiyat artışları hesaplanmıştır. Baz fiyatlar, hesaplanan fiyat artışları ile artırılarak Bağımsız Bölüm'lerin yıllar içindeki satış fiyatları öngörülmüştür.

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan şekil 7'de de görülebileceği üzere, 2021 yılı Ağustos ayında yeni konut fiyat endeksi, bir önceki yılın aynı ayına göre %40 artış gösterirken, aynı dönemde TÜFE'de %19 artış gerçekleşmiş, bu dönemde konut fiyatları enflasyonun %21 üzerinde artış göstermiştir. Bununla beraber 2015 ile 2021 yılları arası Tüketici Fiyat Endeksi'nin yıllık birleşik büyüme oranı 15,6%, aynı yıllarda İnşaat Maliyet Endeksi'nin yıllık birleşik büyüme oranı ise 21,6% olarak gözlemlenmiştir.²⁰ Her ne kadar son dönemde yaşanan konut fiyat artışı enflasyonun oldukça üzerinde olsa da, muhafazakar davranmak adına projeksiyon dönemlerinde satış fiyatlarının geçmiş dönem inşaat maliyet artış hızıyla enflasyon artış hızı arasındaki farka paralel olarak enflasyon beklentilerinden %6,0 daha fazla artacağı varsayılmıştır.

²⁰ Kaynak: TÜİK

2022, 2023 yıllık ve 2026 yılı enflasyon tahminleri için, Aralık 2021’de yayınlanan TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi baz alınmıştır. Enflasyonun 2023’ten 2026 yılına kadar aynı oranda azalacağı öngörülmüştür. Konut fiyatlarındaki son dönemlerde yaşanan artışlar gözönüne alındığında bu yaklaşım değerlemede daha muhafazakar olmak adına tercih edilmiştir. İlgili dönemlere ait enflasyon, dönem sonu fiyat artışı ve dönem ortası fiyat artışını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Yıllık nakit akımlarının dönem ortasında yaratılacağı varsayıldığı için, satış fiyatları dönem ortasına denk gelen ortalama fiyat artış oranları kullanılarak hesaplanmıştır. 31.12.2022 yılı için 2021 yılı son çeyreğindeki ortalama satış fiyatı artışı olan %5,13 ile yıllık %27,39 satış fiyatı beklentisinin 6 aylık döneme denk gelen artış oranının bileşik artış oranı olan %18,66 dikkate alınmıştır. 2023 ve sonraki yıllar için bir önceki yılın ve ilgili yılın 6 aylık dönemine denk gelen artış oranlarının bileşik artış oranı hesaplanarak dikkate alınmıştır.

Şekil 34 Satış Fiyatları Artış Beklentileri

Satış Fiyatları Artış Beklentileri	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Enflasyon Beklentileri (Yıl Sonları İtibarıyla)	36,08%	21,39%	14,41%	12,19%	10,31%	8,72%
Yıllık Satış Fiyat Artışı (Enflasyon +%6)	42,08%	27,39%	20,41%	18,19%	16,31%	14,72%
Değerlemede Kullanılan Dönem Ortası Artış Oranı	5,13%	18,66%	23,85%	19,30%	17,25%	15,52%

30.09.2021 tarihi itibarıyla baz fiyatlar ve projeksiyon dönemleri boyunca beklenen yıllık ortalama satış fiyatları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Şekil 35 Bağımsız Bölüm’lerin Ortalama Yıllık Satış Fiyat Beklentileri

Satılabilir Alanın Projeksiyon Dönemi Boyunca Yıllık Ortalama Satış Fiyatı Öngörülürü (TL/m2)						
Proje / Bağımsız Bölüm Türü	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Validebağ Konut*	21.122	36.237	a.d	a.d	a.d	a.d
Validebağ Ticari	38.852	46.100	a.d	a.d	a.d	a.d
Çekmeköy Konut	13.418	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Çekmeköy Ticari	17.684	20.983	a.d	a.d	a.d	a.d
Nişantaşı Konut*	60.483	107.000	a.d	a.d	a.d	a.d
Nişantaşı Ticari	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Nişantaşı Ofis*	a.d	110.000	136.240	162.531	190.566	a.d
Levent Konut*	a.d	60.000	74.313	88.653	103.945	a.d
Levent Ticari*	a.d	60.000	74.313	88.653	103.945	a.d

*İşaretli projelerde 30.09.2021 tarihinden sonra ve işbu Fiyat Tespit Rapor’u tarihinden önce Türkiye’de yaşanan döviz kurlarındaki yüksek artış sebebiyle Şirket yönetimi satış fiyatlarında güncelleme yapmıştır. Bu doğrultuda ilgili projeler için yönetim tarafından belirlenen 2022 satış fiyatları baz olarak alınmış ve bu fiyatlar takip eden yıllar için yukarıda belirtilen satış fiyatları artış beklentileri doğrultusunda artırılmıştır.

- 3) *Müşterilerden Tahsilatlar:* Satışı yapılan bağımsız bölümlerin bedelleri müşteriler ile akdedilen satış sözleşmelerinde kararlaştırılan ödeme planlarına göre müşteriler tarafından Emlak GYO'ya ödenmektedir. Değerleme yapılırken öncelikle 30.09.2021 tarihi itibarıyla ön satışı gerçekleştirilmiş bağımsız bölümlerin ödeme planlarına göre hangi yıllarda tahsil edileceği aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi belirlenmiştir.

Sekil 36 30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Ön Satışı Gerçekleşmiş Bağımsız Bölümlerin Tahsilatları

(TL)	30.09.2021- 31.12.2021	31.12.2021- 31.12.2022	31.12.2022- 31.12.2023	31.12.2023- 31.12.2024	31.12.2024- 31.12.2025	31.12.2025- 31.12.2026
Validebağ	27.065.210	42.982.560	17.743.516	1.801.798	673.733	673.733
Çekmeköy	113.861.448	429.480.852	224.754.572	111.067.568	1.051.088	659.116
Nişantaşı	350.840.491	439.760.769	422.182.976	182.660.336	5.000.953	-

Buna ek olarak projeksiyon dönemi boyunca ön satışı yapılması beklenen bağımsız bölümlerin, satış gelirlerinin hangi yıllarda ne oranda tahsil edileceği, Şirket'in geçmiş tahsilat performansları analiz edilerek öngörülmüştür. Bu veriler kullanılarak satışın gerçekleştiği yıldan itibaren tahsilatların hangi yıllarda ne oranda gerçekleşmesi öngörüldüğü proje bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sekil 37 Proje bazında Yapılacak Ön Satışların Tahsilat Hızı Beklentileri

Proje / Bağımsız Bölüm Türü	Satışın Yapıldığı Yıl (S)	S+1	S+2	S+3	S+4	S+5	S+6
Validebağ Konut	30,7%	26,5%	25,2%	13,6%	3,7%	0,3%	0,1%
Validebağ Ticari	30,7%	26,5%	25,2%	13,6%	3,7%	0,3%	0,1%
Çekmeköy Konut	30,7%	26,5%	25,2%	13,6%	3,7%	0,3%	0,1%
Çekmeköy Ticari	30,7%	26,5%	25,2%	13,6%	3,7%	0,3%	0,1%
Nişantaşı Konut	25,5%	31,4%	30,5%	12,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Nişantaşı Ticari	25,5%	31,4%	30,5%	12,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Nişantaşı Ofis	25,5%	31,4%	30,5%	12,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Levent Konut	30,7%	26,5%	25,2%	13,6%	3,7%	0,3%	0,1%
Levent Ticari	30,7%	26,5%	25,2%	13,6%	3,7%	0,3%	0,1%

- 4) *Emlak GYO'dan tahsilatlar:* Şirket, Emlak GYO tarafından müşterilerden tahsil edilen tutarlardan kendi payına düşen kısmı inşaat ilerlemesine bağlı olarak Emlak GYO'ya hakediş yaparak tahsil etmektedir. Emlak GYO ile yapılan "Arsa Karşılığı Gelir Paylaşımı" sözleşmeleri uyarınca Şirket'in payı her bir proje için farklılık göstermektedir. Şirket'in Projeler'deki payları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Sekil 38 "Arsa Karşılığı Gelir Paylaşımı" Sözleşmelerinde Yüklenici Payı

Proje	Yüklenici Payı (%)
Validebağ Projesi	49,85%
Çekmeköy Projesi	68,00%
Nişantaşı Projesi	60,00%

Levent Projesi	60,00%
----------------	--------

Projeksiyon dönemindeki inşaat tamamlanma oranları, geçmiş veriler göz önüne alınarak tahmin edilmiştir. Aşağıdaki tabloda Projeler'in yıllar itibarıyla tamamlanma oranları gösterilmiştir.

Sekil 39 Proje Bazında Tamamlanma Oranları

Proje	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Validebağ	37,99%	56,00%	99,00%	100,00%
Çekmeköy	0,00%	0,00%	41,00%	53,40%
Nişantaşı	0,00%	0,00%	0,00%	24,60%

Şirket, 30.09.2021 tarihi itibarıyla Levent Projesi'nde geliştirme sürecine başlamış olsa da, inşaat henüz başlamamış dolayısıyla Emlak GYO tarafından Şirket'e henüz bir hakediş ödemesi yapılmamıştır.

Projelerinin projeksiyon dönemleri itibarıyla öngörülen inşaat tamamlanma oranları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Sekil 40 Proje Bazında EKGYO Tarafından Onaylanması Öngörülen İnşaat Tamamlanma Oranları

Proje	30.09.2021	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Validebağ	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Çekmeköy	53,40%	60,90%	90,90%	100,00%	100,00%	100,00%
Nişantaşı	24,60%	29,94%	59,94%	89,94%	100,00%	100,00%
Levent	0,00%	0,00%	30,00%	60,00%	90,00%	100,00%

Nişantaşı Projesi için Şirket'in Emlak Konut GYO ile yaptığı sözleşmede, Emlak Konut GYO tarafından Şirket'e yapılacak hakediş ödemelerinin, TKT'nin %80'i üzerinden inşaat tamamlanma oranıyla çarpılarak hesaplanacağı belirtilmektedir. Bu doğrultuda Emlak Konut GYO Şirket'e TKT'nin %80'i üzerinden tamamlanma oranına göre ödemeler yapacak olup, Şirket'in gelir paylaşımı sonucu kendi payına düşen miktar ile Emlak Konut GYO tarafından Şirket'e ödenen hakedişler arasındaki fark projenin tamamlanmasını müteakip ödenecektir. Nişantaşı Projesi'nde Toplam Keşif Tutarı 905.477.466 TL olarak belirlenmiştir. TKT, ilk yapı ruhsatının alındığı yıldan sonraki her yılın başında T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından her yıl için yayınlanan "Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak Yapı Yaklaşık Birim m² Fiyatları"nın bir önceki birim m² fiyatlarına göre olan artış oranında artırılarak revize edilecektir. Model oluşturulurken artış oranının enflasyon kadar olacağı varsayılmıştır. Validebağ Projesi ve Çekmeköy Projesi sözleşmelerinde TKT hususuna yer verilmemiş olup, Levent Projesi'nde ise işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarı ile henüz bir Toplam Keşif Tutarı'nda anlaşılmamıştır.

Yukarıda detayları açıklanan varsayımlar kullanılarak (Proje satış adetleri, satış fiyatları, müşterilerden tahsilat hızları, inşaat tamamlanma oranları) Şirket'in Emlak GYO'dan yapmayı

beklediği tahsilat tutarları projeksiyon dönemi boyunca öngörülmüştür. Bu tutarlar proje bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sekil 41 Proje Satışlarından Tahsilat Beklentileri

Proje (TL)	30.09.2021-31.12.2021	31.12.2021-31.12.2022	31.12.2022-31.12.2023	31.12.2023-31.12.2024	31.12.2024-31.12.2025	31.12.2025-31.12.2026
Validebağ	19.751.622	44.668.453	29.408.825	18.286.836	8.982.743	2.570.884
Çekmeköy	82.963.567	311.512.671	170.076.840	90.010.483	7.879.862	2.291.651
Nişantaşı	46.668.414	310.188.807	377.762.111	1.276.682.028	210.406.239	69.009.646
Levent	0	656.776.376	1.382.005.137	2.074.737.498	1.677.811.874	1.122.301.583
Toplam	149.383.602	1.323.146.306	1.959.252.913	3.459.716.845	1.905.080.718	1.196.173.764

2- Nakit Avans ve Diğer Alacak İadeleri

Nakit akımlarını etkileyen diğer bir kalem 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.

Nakit Teminatlar dışında nakit girişlerini etkileyen bir diğer kalem de Emlak GYO'dan diğer alacaklardır. 30.09.2021 itibarıyla Emlak GYO'nun bağımsız bölümlerin satışından tahsil ettiği tutarlardan, Şirket'in payına düşen ve projelerin tamamlanma oranları doğrultusunda Şirket'e ödenmesi gereken tutarların bir kısmının henüz Emlak GYO tarafından Şirket'e ödenmediği tespit edilmiştir. Çekmeköy Projesi için 9.659.940 TL, Nişantaşı Projesi için ise 13.245.250 TL olan bu tutarların, 31.12.2021 tarihine kadar Emlak GYO tarafından Şirket'e ödeneceği varsayılmıştır.

Nakit teminat iadesi ve diğer alacakların tahsil edilmesine ait öngörüler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sekil 42 Projelerden Nakit Avans ve Diğer Alacak İadeleri

Proje	30.09.2021-31.12.2021	31.12.2021-31.12.2022	31.12.2022-31.12.2023	31.12.2023-31.12.2024	31.12.2024-31.12.2025	31.12.2025-31.12.2026
Çekmeköy	9.659.940	-	35.555.200	-	-	-
Nişantaşı	13.245.250	-	-	70.550.000	-	-
Levent	-	93.330.000	93.330.000	93.330.000	31.110.000	-
Toplam	22.905.190	93.330.000	128.885.200	163.880.000	31.110.000	-

3- İnşaat Maliyetleri

Şirket'in, projeksiyon dönemi boyunca inşaat maliyetlerine ilişkin nakit çıkışları öngörülürken, toplam inşaat alanı, birim metrekare inşaat maliyetleri, inşaat tamamlama oranları ve verilen avanslar temel varsayımlar olarak kullanılmıştır:

İnşaat maliyetleri öngörülürken her bir proje için Şirket'in inşaat bütçe tutarları ve toplam proje alanları kullanılarak 30.09.2021 tarihi itibarıyla baz metrekare 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. Sonrasında 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 metrekare maliyet tutarları öngörülmüştür.

Sekil 43 Toplam İnşaat Alanı

Proje	Toplam İnşaat Alanı
Validebağ	104.494
Çekmeköy	200.000
Nişantaşı	80.000
Levent	200.000

İnşaat tamamlanma oranları öngörülürken Şirket'in geçmiş yıllardaki inşaat tamamlama oranları ve geleceğe yönelik hedefleri dikkate alınmıştır. Validebağ Projesi'in inşaatı 30.09.2021 itibarıyla tamamlanmıştır. Çekmeköy Projesi'nin 2023 yılında, Nişantaşı Projesi'nin 2024 yılında, Levent Projesi'nin ise 2025 yılında tamamlaması beklenmektedir. Halihazırda devam eden projelerin geçmiş ilerleme durumları da göz önüne alınarak, Şirket'in hedeflerinden daha muhafazakar bir öngörüde bulunulmuş, ve inşaatların hedeflenenden bir dönem sonra tamamlanacağı varsayılmıştır.

Sekil 44 İnşaat Tamamlanma Oranları

Tamamlanma Oranı	30.09.2021 İtibarıyla	30.09.2021-31.12.2021	31.12.2021-31.12.2022	31.12.2022-31.12.2023	31.12.2023-31.12.2024	31.12.2024-31.12.2025
Validebağ	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Çekmeköy	53,40%	7,50%	30,00%	9,10%	0,00%	0,00%
Nişantaşı	24,60%	5,34%	30,00%	30,00%	10,06%	0,00%
Levent	0,00%	0,00%	30,00%	30,00%	30,00%	10,00%

Bağımsız Bölümler'in satış fiyatları bölümünde açıklandığı gibi projeksiyon dönemlerinde baz metrekare inşaat maliyetlerinin enflasyon beklentilerinden %6,0 daha fazla artacağı varsayılmıştır. Her bir proje için inşaat alanları, inşaat tamamlama oranları, maliyet artış öngörülürleri ile yıllar itibarıyla metrekare inşaat maliyetleri aşağıdaki gibi öngörülmüştür.

Sekil 45 Maliyet Artış Beklentileri

Birim Maliyet Artış Beklentileri	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Enflasyon Beklentileri (Yıl Sonları İtibarıyla)	36,08%	21,39%	14,41%	12,19%	10,31%	8,72%
Yıllık Maliyet Artışı (Enflasyon %6)	42,08%	27,39%	20,41%	18,19%	16,31%	14,72%
Değerlemede Kullanılan Dönem Ortası Artış Oranı	5,13%	18,66%	23,85%	19,30%	17,25%	15,52%

Yukarıda belirtilen artış oranları doğrultusunda, projeler için öngörülen metrekare maliyet bedelleri projeksiyon dönemi için aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sekil 46 Projeler'in Ortalama Yıllık Metrekare İnşaat Maliyeti Beklentileri

Projeksiyon Dönemi Boyunca İnşaat Maliyetleri Öngörülürleri (TL/m ²)
--

Proje (TL/m2)	30.09.2021 Tarihi İtibarıyla Baz İnşaat Maliyetleri	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Çekmeköy	3.185	3.349	3.973	4.921	5.871	6.884	7.952
Nişantaşı	7.159	7.527	8.931	11.061	13.196	15.472	17.873
Levent	5.850	6.150	7.298	9.038	10.783	12.642	14.604

İnşaat tamamlanma oranları ve metrekare inşaat maliyetleri kullanılarak projeksiyon dönemlerinde oluşması beklenen inşaat maliyetleri aşağıdaki tabloda proje bazında gösterilmektedir.

Sekil 47 Toplam İnşaat Maliyeti Beklentileri

Proje	30.09.2021-31.12.2021	31.12.2021-31.12.2022	31.12.2022-31.12.2023	31.12.2023-31.12.2024	31.12.2024-31.12.2025	31.12.2025-31.12.2026
Çekmeköy	50.229.228	238.403.550	89.566.329	-	-	-
Nişantaşı	32.153.946	214.343.588	265.474.258	106.201.680	-	-
Levent	-	437.854.652	542.302.852	646.955.087	252.849.115	-
Toplam	82.383.173	890.601.790	897.343.440	753.156.767	252.849.115	-

Şirket, Nişantaşı ve Levent Projeleri'nin inşaatı için ilişkili tarafı olan Dap Yapı ile yüklenicilik sözleşmesi imzalamıştır. Bu sözleşme çerçevesinde Şirket, Nişantaşı Projesi için Dap Yapı'ya 30.09.2021 itibarıyla 127.521.576 TL tutarında avans ödemesi yapmıştır. Akdedilmiş sözleşme gereğince, Dap Yapı'ya ödenmiş avans tutarları, Dap Yapı'ya ödenecek her hakediş tutarının %10'u oranında, Dap Yapı'nın ilgili sözleşme tahtındaki hak ve alacaklarından mahsup yapılacak, bakiye tutar kalması halinde bakiye tutar, bakiye tutara yeter son hak edişlerden mahsup edilecektir. Bu doğrultuda ödenmiş olan avans tutarı inşaat maliyetlerinden kaynaklı nakit çıkışlarını azaltıcı etkide bulunmaktadır. Dönemlere göre mahsup edileceği öngörülen avans tutarı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sekil 48 Verilen Avans İadesi

Avans İadesi	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Nişantaşı	18.679.482	40.113.840	66.661.266	2.066.988	-	-

4- 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 ile Dap Yapı arasında yapılan sözleşmelere göre Levent ve Nişantaşı projelerinde Şirket'in payına düşen tahsilat tutarının %3'ü kadar bir marka kullanım bedeli Dap Yapı'ya ödenecektir. Bu iki proje kentsel dönüşüm kapsamında olduğundan herhangi bir tapu harcı ödemesi sözkonusu olmayacaktır.

Çekmeköy Projesi için ise herhangi bir marka kullanım bedeli sözkonusu değildir. Bununla beraber proje bitiminde toplam satış bedelinin %2'si oranında bir tapu harcı bedeli ödenmesi gerekecektir. Validebağ Projesi'nde ise proje tamamlanmış olup, satılmayan bağımsız

bölümlerin paylaşımı yapılmıştır. Bu projede tapu harcı ödemeleri 30.09.2021 öncesinde yapılmıştır. Ancak projeksiyon döneminde satılması planlanan, paylaşım sonucu Şirket'in bünyesinde kalan 12 adet bağımsız bölümün satışlarından %2 oranında tapu harcı ödemesi satışların gerçekleştiği tarihte gerçekleştirilecektir.

Aşağıdaki tablo her bir proje için projeksiyon dönemi boyunca ödenmesi beklenen tapu harcı ve marka kullanım bedelleri gösterilmektedir.

Şekil 49 Marka Kullanım ve Tapu Harcı Bedelleri

Proje	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Validebağ	408.300	1.162.542	-	-	-	-
Çekmeköy	-	-	34.294.026	-	-	-
Nişantaşı	1.400.052	9.305.664	11.332.863	38.300.461	6.312.187	2.070.289
Levent	-	19.703.291	41.460.154	62.242.125	50.334.356	33.669.047
Toplam	1.808.353	30.171.497	87.087.043	100.542.586	56.646.543	35.739.337

Şirket'in pazarlama ve satış giderleri ile genel yönetim giderleri öngörülürken projeksiyon dönemlerinde yapılan toplam satış tutarlarının %3'ü oranında olması beklenmektedir. Hasılat ve faaliyet giderlerinin gelir tablosuna yansımaları arasında dönem farkları oluşabilmekte ve hasılat muhasebe standartları gereği inşaatın tamamlanma oranına göre kaydedilirken, faaliyet giderleri harcama yapıldığı dönemde kaydedilmektedir. Bu yüzden maliyetler hesaplanırken ilgili dönemlerde gerçekleşmesi beklenen bağımsız bölüm satış tutarları baz alınmıştır.

Şekil 50 Pazarlama, Satış ve Genel Yönetim Giderleri

Proje	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Validebağ	612.450	1.743.813	-	-	-	-
Çekmeköy	796.802	2.111.038	-	-	-	-
Nişantaşı	14.652.990	42.976.160	7.867.859	8.045.296	-	-
Levent	-	107.100.000	132.648.209	135.639.708	-	-
Toplam	16.062.242	153.931.011	140.516.069	143.685.004	-	-

Son olarak Validebağ İş Ortaklığı adına Şirket tarafından 2021 yılı içerisinde 20.000.000 TL tutarında bağış yapılmasına karar verilmiştir. Bu tutarın 10.000.000 TL'lik kısmı 30.09.2021 öncesinde yapılmış olup, kalan kısmının da 31.12.2021 tarihine kadar yapılması planlanmaktadır.

5- Kurumlar Vergisi

Vergi oranının, 5520 sayılı Kanuna 7316 sayılı Kanununun 11 inci maddesiyle eklenen geçici 13 üncü madde hükmü uyarınca, 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket her bir proje için ilgili kurumlar vergisi'ni 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.

Şekil 51 Kurumlar Vergisi Beklentileri

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Validebağ	-	42.832.632	-	-	-	-
Çekmeköy	-	-	-	71.226.231	-	-
Nişantaşı	-	-	-	-	297.274.887	-
Levent	-	-	-	-	-	882.677.129
Toplam	-	42.832.632	-	71.226.231	297.274.887	882.677.129

6- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır.

Risksiz Getiri Oranı

2021 yılı risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 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.

Beta

Şirket'in güncel borç/öz kaynaklar oranının, projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Benzer şirketlerin belirlenememesi nedeniyle kaldırıcı beta, değerlendirme varsayımlarında yaygın olarak kullanılan yaklaşım gereğince 1 olarak kabul edilmiştir.

Risk Primi

Projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Şirket nakit akımlarının sektördeki değişen koşullara paralel olarak yıllar arasında değişkenlik göstermesi nedeniyle muhafazakar yaklaşım sergilemek adına, Şirket özsermaye maliyetine ek olarak %2'lik risk primi eklenmiştir. Bununla beraber gerek 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. Bunun sonucunda bu doğrultuda nihai değer ve Levent Projesi'nde kullanılan iskonto oranı da devam eden projelere göre daha yüksektir.

Borçlanma Maliyeti

Vergi öncesi borçlanma maliyetinin 2021 yılında, 30.09.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in borçlarının ağırlıklı ortalama faiz oranı olan %20,43'de 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.

Vergi Oranı

Vergi oranının, 5520 sayılı Kanuna 7316 sayılı Kanununun 11 inci maddesiyle eklenen geçici 13 üncü madde hükmü uyarınca, 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi sonrasında nihai değer hesabı için kullanılan vergi oranı %20'dir.

AOSM

Şekil 52 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)	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	-
Sermaye Maliyeti (Yeni Proje)	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	24,3%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	20,43%	27,56%	27,56%	27,56%	27,56%	27,56%	17,79%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	15,3%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	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%

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak:

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı

-Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

İD/FAVÖK ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları ortalamaları ve bu ortalama çarpanlara göre Şirket özkaynak değerleri çarpan analizi bölümünde belirtilmiştir. Fakat bu yaklaşım yine çarpan analizi bölümünde detaylı açıklandığı üzere birim pay fiyatı hesaplamasında kullanılmamıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri baz alınarak, bir çok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir. Nihai dönem değeri belirlenirken, Şirket'in 2022-2026 yılları arasındaki ortalama nakit akışı (ONA) bulunmuş ve bu ortalamanın %2 ile büyüyeceği öngörülmüştür. Sektör geçmiş dönem büyümelerine bakıldığında, inşaat ve gayrimenkul sektörü 2011 ile 2020 yılları arasında yıllık ortalama %10 büyüme göstermiştir. Sektör geçmiş dönem büyümelerin kıyasla %2 sonsuz büyüme öngörülerek daha muhafazakar bir yaklaşım sergilenmiştir.

Şekil 53 İNA Yöntemiyle Hesaplanan İşletme Değeri

TL	30.09.2021- 31.12.2021	31.12.2021- 31.12.2022	31.12.2022- 31.12.2023	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	63.703.692	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	-	-
Bağış 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
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	0,40	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

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

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 değerlendirme 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.

Şekil 54 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 Tarih: Özsermaye Değeri	5.082.941.417

Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto oranı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şekil 55 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	%27,2
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	3.700.000.000

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 18,50 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 25,41 TL'ye göre %27,2 iskontoludur.

Ek: Sorumluluk Beyanı



SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km no:156

İstanbul, 03.02.2022

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sokak No : 1 34337
Etiler - Beşiktaş - İstanbul
Tel : (0212) 384 10 10
Fax: (0212) 384 10 05
Ticaret Sicil No: 235103
Mersis No: 0-3890-0068-3300011
www.garantiyatirim.com.tr

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.


Y. Jankat Bozkurt

Genel Müdür Yardımcısı


GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sok. No: 1 34337
Beşiktaş - İSTANBUL

Utku Ergüder

Genel Müdür