

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

6 Ocak 2025



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
3 Finansal Durum	6
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	7
4.1 Maliyet Yaklaşımı – Net Aktif Değer Analizi (NAD).....	7
4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	9
4.3 Sonuç	10
5 Görüş	11
5.1 Maliyet Yaklaşımı – Net Aktif Değer Analizi (NAD).....	11
5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	11
5.3 Sonuç	11

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Z GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 24 Kasım 2025 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	168.242.255 TL
Halka Arz Oranı	40,14%
Halka Arz Metodu	%50 Sermaye Arttırımı %50 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	84.500.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %50 Yurt İçi Kurumsal: %50
Fiyat İstikrarı	Yoktur
Halka Arz Büyüklüğü	825.565.000 TL
Talep Toplama	7-8-9 Ocak 2026
Halka Arz Fiyatı	9,77 TL
Bağımsız Denetçi	Finansal Eksen Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in mevcut 168.242.255 TL olan çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibariyle ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 168.242.255 TL olan sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 168.242.255 TL'den 210.492.225 TL'ye çıkarılması suretiyle ihraç edilecek toplam 42.250.000 TL nominal değerli 42.250.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından Ahmet Kerem Eren'e ait 42.250.000 TL nominal değerli 42.250.000 adet (B) Grubu payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 84.500.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (210.492.225 TL) oranı %40,14 olacaktır.

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Ahmet Kerem Eren	A	935.539	0,56	125.000.000	0,44
	B	156.461.636	93,00	113.961.636	54,26
Fatma Eren	A	64.461	0,04	125.000.000	0,03
	B	10.780.589	6,41	74.999.725	5,12
Halka Açık Kısım	B	-	-	84.500.000	40,14
Toplam		168.242.255	100,00	210.492.225	100,00

Kaynak: İzahname



Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Portföydeki Arsalar Üzerinde Gayrimenkul Projesi Geliştirme Yatırımları ve Gayrimenkule Dayalı Hak Kapsamındaki Proje Yatırımları: • Karakusunlar Arsası • Ovacık Arsası • Lagun Country Club 1. Etap • Lagun Country Club 2. Etap	%20-%30
Z Lagun Diplomatik Site Projesi Yatırımları: • Z Lagun Diplomatik Site	%25-35
Finansal Yükümlülük Ödemesi	%25-35
İşletme Sermayesi Finansmanı	%10-20
Toplam	%100

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet göstermekte olup, esas sözleşmesinde belirlenen amaç ve faaliyet konuları doğrultusunda gayrimenkul sektöründe yatırımlarını sürdürmektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkullere dayalı haklar ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla yatırım yapmak ve sermaye piyasası mevzuatının izin verdiği diğer faaliyetlerde bulunmaktır.

Şirket'in faaliyetleri; gayrimenkul geliştirme, proje planlama ve yönetimi, portföy oluşturma ve işletme süreçleri ile gayrimenkullere ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapılmasını kapsamaktadır. Bu kapsamda Şirket, geliştirme aşamasındaki projeler ile gelir getirici nitelikteki gayrimenkulleri birlikte değerlendiren bir portföy yapısı izlemektedir.

Z Gayrimenkul'ün yatırım portföyü; otel ve resort projeleri ile kırsal turizm yatırımlarını içeren konaklama tesisleri, sağlık ve sağlık turizmi odaklı tesisler, lojistik ve küçük sanayi tesisleri, farklı gelir gruplarına yönelik konut ve ticari ünite projeleri ile eğitim tesisleri ve öğrenci yurdu projelerinden oluşmaktadır.

Güncel durumda Z GYO'ya ait 1 adet bağlı ortaklık bulunmaktadır. %100 iştirak payı ve oy hakkı sahibi olduğu Healthtr Sağlık ve Turizm İşletmeleri A.Ş. otel, motel, kamping, pansiyon, tatil köyü, dinlenme evleri, termal istasyonu, plaj, pastane, lokanta gibi turizm ve konaklama merkez ve tesisleri kurmak ve işletmek, her çeşit sağlık hizmetleri vermek Özere özel hastaneler, poliklinikler, dispanserler, laboratuvarlar gibi sağlık merkezleri ve tesisleri kurmak ve işletmek ve bunlara ilişkin gerekli tasarruflarda bulunmak alanlarında faaliyet göstermektedir.



3 Finansal Durum

Özet Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Dönen Varlıklar	19.576.730	83.052.727	67.622.229	72.335.550
Duran Varlıklar	9.042.822	1.672.199.130	3.339.216.591	2.831.153.924
Toplam Varlıklar	28.619.552	1.755.251.857	3.406.838.820	2.903.489.474
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.700.259	56.451.660	154.613.250	128.275.398
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.632.939	339.934.587	978.031.304	345.226.905
Özkaynaklar	6.286.354	1.358.865.610	2.274.194.266	2.429.987.171
Toplam Kaynaklar	28.619.552	1.755.251.857	3.406.838.820	2.903.489.474

Kaynak: İzahname

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Hasılat	1.211.409	3.818.701	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Satışların Maliyeti (-)	-986.327	-1.789.837	-	-	-
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	225.082	2.028.864	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.104.185	-5.634.834	-11.030.087	-7.850.108	-9.609.808
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	78.701	1.406.705.649	1.642.714.759	1.891.912.993	176.682.989
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-890.045	-77.230.236	-86.280.762	-47.448.411	-725.391.492
Esas Faaliyet Karı / Zararı (-)	-5.690.447	1.325.869.443	1.551.225.192	1.839.613.589	-550.112.740
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	84.160	273.684	148.695	6.924.012
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-5.690.447	1.325.953.603	1.551.498.876	1.839.762.284	-543.188.728
Finansman Gelirleri	59.461	112.351	6.699.387	3.931.568	10.021.809
Finansman Giderleri (-)	-209.487	-1.919.566	-5.773.908	-4.771.908	-41.224.879
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	6.752.330	13.067.628	22.242.254	19.506.655	20.261.625
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	911.857	1.337.214.016	1.574.666.609	1.858.428.599	-554.130.173
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri (-)	-1.074.365	-298.752.685	-653.313.592	-690.412.628	709.941.590
- Dönem Vergi Gelir / Gideri (-)	-	-	-271.809	-288.851	-1.546.967
- Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	-1.074.365	-298.752.685	-653.041.783	-690.123.777	711.488.557
Dönem Karı/Zararı	-162.508	1.038.461.331	921.353.017	1.168.015.971	155.811.417

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin faaliyetlerinin yapısı ve faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında satışa konu olacak paylarının birim fiyatı tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen aşağıdaki değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Maliyet Yaklaşımı Kapsamında Net Aktif Değer Analizi, Pazar Yaklaşımı Kapsamında Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

4.1 Maliyet Yaklaşımı – Net Aktif Değer Analizi (NAD)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 70.1'de belli başlı üç maliyet yaklaşımı yönteminin bulunduğu belirtilmektedir:

- İkame Maliyeti Yöntemi: Gösterge niteliğindeki değer, eşdeğer fayda sağlayan benzer bir varlığın maliyetinin hesaplanmasıyla belirlendiği yöntem.
- Yeniden Üretim Maliyeti Yöntemi: Gösterge niteliğindeki değer, varlığın aynısının üretilmesi için gerekli olan maliyetin hesaplanmasıyla belirlendiği yöntem.
- Toplama Yöntemi: Varlığın değerinin, bileşenlerinin her birinin değeri toplanarak hesaplandığı yöntemdir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1 uyarınca yatırım ortaklığı statüsündeki ortaklıkların değerlemesinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen Toplama Yöntemi kullanıldığından, değerlendirme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı madde 70.8'de Toplama Yönteminin, yatırım şirketleri veya değer esası olan payların değerinin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanıldığı belirtilmektedir. Söz konusu standardın 70.9'uncu maddesinde toplama yönteminin uygulanmasına ilişkin olarak;

- Değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi,
- Değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması gerektiği ifade edilmektedir.

Bu bağlamda, Z GYO'nun paylarının Maliyet Yaklaşımı Net Aktif Değer analizi çerçevesinde Toplama Yöntemi ile değerlemesinde özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihli finansal tabloları ile Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin hazırladığı 5 adet değerlendirme esas alınmıştır.

Net Aktif Değer (NAD), bir şirketin veya özellikle Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO)'nun gerçeğe uygun değer esasına göre düzenlenmiş varlıklarının toplamı ile borçlarının farkını ifade eder. SPK'nın III-48.1 sayılı GYO Tebliği uyarınca, GYO'ların portföylerinin gerçeğe uygun değer üzerinden izlenmesi esastır. NAD, GYO'nun piyasa değerini ve dolayısıyla fiyat tespit raporundaki özkaynak bazlı değerlendirme sonucunu belirleyen ana göstergedir.

GYO'ların değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

NAD = Toplam Aktiflerin Gerçeğe Uygun Değeri – Toplam Borçlar



Gayrimenkul Portföyü	Değerleme Yöntemi	Ekspertiz Değeri
Ovacık Arsası	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	115.220.000
Çukurambar Eğitim Kampüsü	Maliyet Yaklaşımı Yöntemi	411.390.000
Karakusunlar Arsası	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	69.550.000
Z Lagun Diplomatik Site Arsası ve Projesi	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	1.517.971.000
Lagun Country Club (1. Etap)	Gelir Yaklaşımı Yöntemi	714.000.000
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		2.828.131.000
İlk Madde ve Malzeme		-
Ankara Keçiören Yüksektepe Arsa*		36.527.504
Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı		-18.377.581
Toplam Stoklar		18.149.923
Gayrimenkul Portföyü Toplam		2.846.280.923
Nakit ve Nakit Benzerleri		9.843.504
Ticari Alacaklar		26.473.654
Diğer Dönen Varlıklar		17.868.469
Diğer Duran Varlıklar		3.022.924
Toplam Portföy		2.903.489.474
Kısa Vadeli Yükümlülükler		128.275.398
Uzun Vadeli Yükümlülükler		345.226.905
Net Aktif Değer		2.429.987.171

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Ankara ili Keçiören ilçesinde yer alan 10.448 m² büyüklüğündeki konut alanı içerisindeki 1.472 m² paya ilişkin arsa için değerlendirme yapılmış, değer düşüklüğü tespit edilmiş olup satış bedeli tahsil edilmiş olmasına rağmen Karayolları Genel Müdürlüğü ile devam eden hukuki süreç nedeniyle tapu devri henüz tamamlanmamıştır.

Not: Lagun Country Club 2. Etap projesi için değerlendirme raporunda %50 iskonto sonrası 1.489,5 milyon TL değer takdir edilmiş olmakla birlikte, ihtiyatlılık ilkesi gereği finansal tablolara ve halka arz fiyat tespitine dahil edilmemiştir.

4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Şirketin piyasa değerinin tespitinde piyasa temelli yaklaşım kapsamında PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) çarpanı kullanılmıştır.

Örneklem olarak Borsa İstanbul (BIST) GYO Endeksi (XGMYO)'nda yer alan halka açık GYO'lar esas alınmış; karşılaştırılabilirliğin sağlanması amacıyla faaliyet konusu, portföy bileşimi, ölçek, finansal raporlama ve likidite gibi unsurlar yönünden homojen örneklem oluşturulmaya çalışılmıştır. Analizde medyan (aşırı uçlardan arındırılmış) dağılımlar dikkate alınmıştır. Aşağıdaki dört başlıkta, endekste yer almakla birlikte karşılaştırılabilirliği zayıflatan şirketler analiz dışı bırakılmıştır:

1. Portföyünde AVM (Alışveriş Merkezi) Bulunan GYO'lar
2. NAD Değeri 10 Milyar TL'nin Üzerinde olan GYO'lar (Ölçek Filtresi)
3. Uç PD/NAD Oranı Olan (<0,3x veya >1,7x) GYO'lar
4. Faaliyet Alanı veya Portföy Yapısı Uygun Olmayan GYO'lar

Nihai olarak BIST'te işlem görmekte olan 48 GYO'dan 13 tanesi ile çarpan analizi yapılmıştır.

Şirket Adı	Şirket Kodu	Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri (PD) /Net Aktif Değer (NAD)
Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	AHSGY	8.923.625.787	10.598.250.000	1,2x
Ata G.M.Y.O.	ATAGY	771.296.046	665.000.000	0,9x
Avrasya G.M.Y.O.	AVGYO	1.877.096.503	1.245.456.000	0,7x
Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	BEGYO	5.038.374.319	4.246.150.000	0,8x
Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	EYGYO	2.357.665.211	3.395.000.000	1,4x
Egeyapı Avrupa G.Y.O.	EGEGY	5.624.240.461	5.100.000.000	0,9x
Idealist G.M.Y.O.	IDGYO	338.021.096	468.000.000	1,4x
Koray Gmyo	KGYO	9.949.792.401	6.210.000.000	0,6x
Körfez G.M.Y.O.	KRGYO	3.051.584.731	3.385.800.000	1,1x
Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	MHRGY	8.361.087.521	4.689.090.000	0,6x
Mistral G.M.Y.O	MSGYO	8.840.462.686	2.762.236.535	0,3x
Şeker G.M.Y.O.	SEGYO	7.454.429.623	5.166.076.047	0,7x
Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	VRGYO	5.107.853.569	2.451.800.000	0,5x
Ortalama				0,85x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*23.11.2025 tarihi itibarıyla

** NAD hesabında Stoklar gerçeğe uygun değerleriyle kullanılmıştır.

BIST GYO PD/NAD Çarpanına Göre Değerleme	
PD/NAD (x)	0,85x
30.09.2025 tarihi itibarıyla Düzeltilmiş NAD	2.429.987.171
Özsermaye Değeri	2.068.736.206

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



4.3 Sonuç

Şirketin özsermaye değeri; Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) çerçevesinde kabul gören Net Aktif Değer (NAD) yöntemi ile Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır. Her iki yöntem, şirket değerini farklı boyutlardan ele aldığı ve birbirini tamamlayıcı nitelikte olduğu için analize dâhil edilmiş; nihai özsermaye değerine ulaşırken ağırlıklandırılmış ortalama yaklaşımı uygulanmıştır.

Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi, şirket portföyündeki varlıkların güncel gerçeğe uygun değerleri esas alınarak şirketin varlık bazlı özsermaye değerini ortaya koymaktadır. Bu yöntem sonucunda hesaplanan özsermaye değeri 2.429.987.171 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpan Analizi Yöntemi, Borsa İstanbul'da işlem gören ve faaliyet alanı, portföy yapısı ile risk profili bakımından şirketle karşılaştırılabilir nitelikteki şirketlerin piyasa çarpanları dikkate alınarak uygulanmıştır. Bu yöntem, şirketin piyasa koşulları ve yatırımcı algısı çerçevesinde ulaşabileceği özsermaye değerini ortaya koymaktadır. Çarpan analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri 2.068.736.206 TL olarak tespit edilmiştir.

Değerleme sürecinde kullanılan her iki yöntem de şirket açısından güvenilir ve anlamlı sonuçlar üretmiştir. Uluslararası değerleme standartlarında da belirtildiği üzere, birbirinden farklı yaklaşımlar ile elde edilen sonuçların dengeli bir şekilde değerlendirilmesi esastır. Bu nedenle iki yönteme eşit ağırlık (%50 – %50) verilmesi uygun görülmüş ve bu kapsamda şirketin Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri 2.249.361.688 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz sürecinin sağlıklı yürütülmesi, yatırımcı ilgisinin sürdürülebilirliği ve piyasa koşullarıyla uyumlu bir fiyat aralığı oluşturulması amacıyla, söz konusu değere %27 oranında halka arz iskontosu uygulanması uygun bulunmuştur. Yapılan iskonto hesaplaması sonucunda şirketin halka arz iskontolu özsermaye değeri 1.644.283.394 TL olarak belirlenmiştir.

Şirketin 30.09.2025 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesi 168.242.225 TL olduğundan, bu tutar üzerinden yapılan hesaplama sonucu, 1 TL nominal değerli pay için halka arz öncesi fiyat 9,77 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti	Ağırlık	Sonuç
Net Aktif Değer (NAD) Analizi	50,0%	2.429.987.171
Çarpan Analizi	50,0%	2.068.736.206
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	2.249.361.688

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu (TL)	Sonuç
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	2.249.361.688
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (30.09.2025 itibarıyla)	168.242.225
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat	13,37
Halka Arz İskonto Oranı	%27
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	1.644.283.394
Halka Arz Fiyatı	9,77%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Maliyet Yaklaşımı – Net Aktif Değer Analizi (NAD)

- Gayrimenkul yatırımlarını esas faaliyet konusu olarak benimseyen yatırım şirketleri açısından, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı uyarınca en uygun değerlendirme yaklaşımı Net Aktif Değer (NAD) yöntemi olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede, Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi'nin, yetkili gayrimenkul değerlendirme kuruluşu tarafından sağlanan verilere dayanması nedeniyle yöntem tarafımızca uygun bulunmuştur.
- Maliyet Yaklaşımı'na değerlendirme sürecinde %50 oranında ağırlık verilmesi makul bulunmuştur.

5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

- Şirketin piyasa değerinin tespitinde, piyasa temelli yaklaşım kapsamında PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Bu çarpanın, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının varlık bazlı iş modeli ve değerlendirme dinamiklerini en iyi yansıtan yöntemlerden biri olduğu değerlendirilmektedir.
- Çarpan analizinde örneklem olarak Borsa İstanbul (BIST) GYO Endeksi (XGMYO)'nda yer alan halka açık GYO'ların esas alınmasını makul buluyoruz.
- Karşılaştırılabilirliğin sağlanması amacıyla faaliyet konusu, portföy bileşimi, ölçek, finansal raporlama yapısı ve likidite gibi kriterler dikkate alınarak homojen bir örneklem oluşturulmaya çalışılmasını yerinde buluyoruz.
- Analizde, aşırı uç değerlere sahip şirketlerin örneklemden çıkarılmasını uygun buluyoruz.
- Değere etkisi olmamakla birlikte, NAD ölçek kriteri kullanarak, NAD'ı 10 milyar TL üstünde olan GYO'ların örneklem setine dahil edilmemesini uygun bulmakla beraber, aynı yaklaşımı, NAD'ı belli bir büyüklük altındaki GYO'lara da uygulamak uygun olabilirdi görüşündeyiz.
- Bu filtreleme sonucunda, Borsa İstanbul'da işlem gören toplam 48 GYO arasından 13 adet GYO ile çarpan analizi yapılmasını ve söz konusu örneklem, Şirket için makul bir karşılaştırma seti oluşturduğunu değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Vakıf Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (maliyet yaklaşımı, pazar yaklaşımı) Z GYO'nun Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, maliyet ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 9,77 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.