

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

9 Aralık 2025



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
3 Finansal Durum	5
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	7
4.1 Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi	7
4.2 Pazar Yaklaşımı – Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi.....	9
4.3 Sonuç	11
5 Görüş	13
5.1 Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi	13
5.2 Pazar Yaklaşımı – Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi.....	13
5.3 Sonuç.....	13

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, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım")'nin halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Zeray GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 7 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 Liderleri	İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	510.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%25,05
Halka Arz Metodu	%73,98 Sermaye Artırımı %26,02 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	156.800.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	%50 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %50 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün süre ile fiyat istikrarı planlanmaktadır. Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin pay satışı yoluyla elde edeceği brüt Halka Arz gelirinin %100'ü ve Şirket'in sermaye artışı yoluyla elde edeceği brüt Halka Arz gelirinin %20'sini fiyat istikrarı işlemlerinde kullanmayı planlamaktadır.
Halka Arz Büyüklüğü	2.038.400.000 TL
Talep Toplama	10-11-12 Aralık 2025
Halka Arz Fiyatı	13,00 TL
Bağımsız Denetçi	A1 Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in mevcut 510.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 510.000.000 TL olan sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 510.000.000 TL'den 626.000.000 TL'ye çıkarılması suretiyle ihraç edilecek toplam 116.000.000 TL nominal değerli 116.000.000 adet (B) grubu hamiline yazılı pay ve Şirket'in mevcut ortağı Zekeriya Zeray'a ait toplam 40.800.000 TL nominal değerli 40.800.000 adet (B) Grubu hamiline yazılı pay olmak üzere toplamda 156.800.000 TL nominal değerli 156.800.000 adet (B) Grubu hamiline yazılı payın satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 156.800.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (626.000.000 TL) oranı %25,05 olacaktır.

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Zekeriya Zeray	A	51.000.000	10,00	51.000.000	8,15
	B	459.000.000	90,00	418.200.000	66,80
Halka Açık	B	-	-	156.800.000	25,05
TOPLAM		510.000.000	100,00	626.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

Fonun Kullanım Yeri	Kullanım Oranı (%)
Yeni Proje Geliştirilecek Arsa Alımlarının ve/veya Mülkiyeti Başkasına Ait Aarsalarda Geliştirilecek Projelerin Finansmanı	20-30
Şirket ve Yüklenici Firmalar Arasında İmzalanan İnşaat Sözleşmeleri Uyarınca Yüklenici Firmalara Yapılacak Hakediş Ödemeleri	65-75
Finansal Borçların Ödenmesi	0-10
İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması	0-5
Toplam	100

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli halka açık anonim ortaklıktır.

Şirket'in tüm gayrimenkul portföyü 12 adet gayrimenkul projesinden oluşmakta olup, hepsi "stoklar" altında finansal tablo tarihi itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş maliyet değerinden takip edilmektedir.

Proje Adı	Cinsi	Zeray GYO Stoğunda Yer Alan Bağımsız Bölüm	Zeray GYO Stoğunda Yer Alan Satılabilir Alan (m ²)	Gerçeğe Uygun Değeri (TL)*
Esil Kartepe	Konut	56	11.074	674.855.000
Mahal Kartepe	Konut	61	12.233	877.740.000
Dora Hill	Konut	314	45.303	1.899.230.000
Dilasa Orman	Konut	408	66.158	3.338.183.000
Country Akmeşe	Konut	25	8.115	579.908.000
Future Deluxe City	Konut + Ticari	197	46.578	2.469.679.000
Next Capital	Konut + Ticari	332	80.193	3.068.354.000
Harmony City	Arsa+Konut	63	6.125	1.735.773.000
Miracle Garden	Konut	20	3.800	63.668.000
Residence	Konut	76	8.658	145.963.000
Gazania Life 1	Konut	44	4.696	57.465.000
Gazania Life 2	Konut	28	3.942	118.485.000
Toplam		1.624	296.875	15.029.303.000

*Rm Ritim Değerleme tarafından 17.06.2025 tarihli ve GYOMK-202500001-REV001, 202500002-REV001, 202500003-REV001, 202500004-REV001, 202500005-REV001, 202500006-REV001, 202500007-REV001, 202500008-REV001, 202500009-REV001, 202500010-REV001, 202500011-REV001 ve 202500012-REV001 sayılı Gayrimenkul Değerleme Raporları'nda tespit edilen değerlerdir.

3 Finansal Durum

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 31.12.2024	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 30.09.2025
Nakit ve nakit benzerleri	81.354.499	3.461.439	101.213.270
Finansal Yatırımlar	31.826	15.280	12.182
Ticari alacaklar	-	528.867.294	676.629.466
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	-	528.867.294	676.629.466
Diğer alacaklar	-	198.432.774	19.961.218
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	-	198.432.774	19.961.218
Stoklar	2.879.588.850	2.649.715.704	3.057.400.447
Peşin ödenmiş giderler	674.622.924	1.238.760.091	2.088.654.332
İlişkili olan taraflara peşin ödenmiş giderler	388.056.236	1.227.240.913	2.046.279.937
İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler	286.566.688	11.519.178	42.374.395
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	199.864	65.205	-



Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 31.12.2024	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 30.09.2025
Diğer dönen varlıklar	603.053.443	446.733.291	412.226.904
Toplam Dönen Varlıklar	4.238.851.406	5.066.051.078	6.356.097.819
Diğer alacaklar	-	854.007	680.866
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	-	854.007	680.866
Stoklar	560.621.253	766.009.538	809.388.001
Maddi Duran Varlıklar	-	-	7.367.657
Toplam Duran Varlıklar	560.621.253	766.863.545	817.436.524
TOPLAM VARLIKLAR	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	174.776.178	20.269.687
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	-	128.508.789	317.912.580
Ticari borçlar	636.106	2.866.636	15.576.480
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	636.106	2.866.636	15.576.480
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.203.313.138	2.315.423.118	2.841.287.968
İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	2.203.313.138	2.315.423.118	2.841.287.968
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	559.094	2.308.379	1.753.307
Diğer Borçlar	424.494	-	-
İlişkili taraflara diğer borçlar	424.494	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	1.063.882	7.960.500
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	-	1.063.882	1.579.222
Diğer kısa vadeli karşılıklar	-	-	6.381.278
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	11.170.555
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	103.522	169.487.298	36.774.039
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.205.036.354	2.794.434.280	3.252.705.116
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	62.676.770	552.171.068
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	1.803.380.875	2.011.178.762	2.263.876.239
İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	1.803.380.875	2.011.178.762	2.263.876.239
Uzun Vadeli Karşılıklar	-	-	1.679.248
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	-	-	1.679.248
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	81.381.170	114.381.616	175.322.195
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.884.762.045	2.188.237.148	2.993.048.750
Toplam Yükümlülükler	4.089.798.399	4.982.671.428	6.245.753.866
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	510.000.000	510.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	225.946.449	407.210.754	407.210.754
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	-	-	(943.976)
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)	-	-	(943.976)
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	99.281.031	233.727.811	(66.967.559)
Net Dönem Karı / (Zararı)	134.446.780	(300.695.370)	78.481.258
Toplam Özkaynaklar	709.674.260	850.243.195	927.780.477
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 31.12.2024	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 30.09.2024	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide Olmayan) 30.09.2025
Hasılat	-	2.433.120.321	1.549.742.795	255.926.958
Satışların Maliyeti (-)	-	(2.371.579.071)	(1.510.203.613)	(125.150.104)
Brüt Kar/Zarar	-	61.541.250	39.539.182	130.776.854
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-	(39.346)	(39.347)	(2.514.614)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.005.582)	(25.619.408)	(12.011.187)	(31.602.885)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	350.089	404.742	181.803	13.145.532
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(139.609)	(1.160.037)	(2.773.135)	(9.533.996)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	(1.795.102)	35.127.201	24.897.316	100.270.891
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	-	4.237.839
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	(1.795.102)	35.127.201	24.897.316	104.508.730
Finansman Gelirleri	2.228.726	2.973.517	1.772.256	1.126.959
Finansman Giderleri (-)	(118.444)	(3.084.099)	(360.313)	(1.817.116)
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	182.418.757	(302.711.543)	(309.488.201)	48.467.383
Vergi Öncesi Karı / Zararı	182.733.937	(267.694.924)	(283.178.942)	152.285.956
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-	-	-	(12.459.558)
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	(48.287.157)	(33.000.446)	54.577.410	(61.345.140)
Dönem Karı / Zararı	134.446.780	(300.695.370)	(228.601.532)	78.481.258

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Zeray GYO'nun faaliyetlerinin yapısı ve faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında, Zeray GYO için yapılan değerlendirme çalışmasında Pazar Yaklaşımı ile Maliyet Yaklaşımı esas alınmıştır.

4.1 Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi

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 esasen sahip oldukları 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 değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi,
- Değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması

gerektiği ifade edilmektedir. Bu bağlamda, Zeray GYO'nun paylarının Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Toplama Yöntemi ile değerlemesinde özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihli finansal tabloları esas alınmış ve söz konusu finansal tablolarda maliyet bedeli ile raporlanan "stok"lar RM Ritim Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarının esas alınması suretiyle Pazar Değerlerine getirilmiş ve finansal durum tablosunun diğer unsurları ile Zeray GYO'nun Net Aktif Değeri tahmin edilmiştir.

Zeray GYO'nun yeniden değerlendirilmiş 30.09.2025 tarihli bireysel finansal tablosunun esas alınması suretiyle Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamında hesaplanan Net Aktif Değeri'ne aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Gayrimenkul Projeleri	TL	Toplam Portföy Oranı
Esil Kartepe*	602.113.575	4,63%
Mahal Kartepe**	833.841.555	6,41%
Dora Hill***	-	0,00%
Dilasa Orman	3.338.183.000	25,65%
Country Akmeşe	579.908.000	4,46%
Rezidance	145.963.000	1,12%
Future Deluxe City	2.469.679.000	18,98%
Next Capital	3.068.354.000	23,58%
Harmony City	1.735.773.000	13,34%
Miracle Garden	63.668.000	0,49%
Gazania Life 1	57.465.000	0,44%
Gazania Life 2	118.485.000	0,91%
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)	13.013.433.130	100%

NAKİT BENZERLERİ ve FİN YATIRIMLAR (B)	101.225.452
TİCARİ ve DİĞER ALACAKLAR (C)	697.271.550
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR (D)	2.500.881.236
MADDİ DURAN VARLIKLAR (E)	7.367.657
AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=I)	16.320.179.025

FİNANSAL BORÇLAR (G)	890.353.335
TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)	15.576.480
ERTELENMİŞ GELİRLER (K)	5.105.164.207
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)	1.089.986.663
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)	57.658.401
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (N)	1.679.248
PASİF TOPLAMI (G+H+K+L+M+N=II)	7.160.418.334

NET AKTİF DEĞER (I - II)	9.159.760.691
Çıkarılmış Sermaye	510.000.000
Pay Başı Net Aktif Değer	17,96

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

* Esil Kartepe projesinde 31.03.2025 tarihinden 30.09.2025 tarihine kadar faturası kesilip gelire yansıtılan gayrimenkul satışlarının kar/zarar ile ilişkilendirilen kısımlarında düzeltmeye gidilmiş olup, RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan 674.855.000 TL gayrimenkul değerinden 72.741.425 TL çıkarılmıştır. Esil Kartepe projesinde söz konusu dönemde 148.775.006 TL'lik faturası kesilip gelire yansıtılan satış gerçekleşmiş olup, söz konusu satışların maliyeti 76.033.581 TL'dir. Söz konusu hesaplamada doğrudan satışlara atfedilemeyen ilave giderler maliyet içerisinde gösterilmemiştir.

**Mahal Kartepe projesinde 31.03.2025 tarihinden 30.09.2025 tarihine kadar faturası kesilip gelire yansıtılan gayrimenkul satışlarının kar/zarar ile ilişkilendirilen kısımlarında düzeltmeye gidilmiş olup, RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan 877.740.000 TL gayrimenkul değerinden 43.898.445 TL çıkarılmıştır. Mahal Kartepe projesinde söz konusu dönemde 80.063.772 TL'lik faturası kesilip gelire yansıtılan satış gerçekleşmiş olup, söz konusu satışların maliyeti 36.165.327 TL'dir. Söz konusu hesaplamada doğrudan satışlara atfedilemeyen ilave giderler maliyet içerisinde gösterilmemiştir.

*** Dora Hill projesi hakkında Şirket'in SPK'ya hitaben 21.10.2025 tarihli yazısında ruhsatlı projelere uygun şekilde yürütülen inşai süreç esnasında, uygulama aşamasında ortaya çıkan teknik nedenlerle imar mevzuatına uygun tadilat gereksiniminin doğduğu, bu nedenle proje tadilatına ilişkin resmi süreç tamamlanincaya kadar tapu kaydına geçici olarak "3194 sayılı Kanunun 32. maddesi gereğince imar mevzuatına aykırıdır." beyanı işlendiği, eş zamanlı olarak ilgili alan yerinde projeye uygun hale getirildiği ve aykırılığın giderildiği şekliyle tadil mimari proje belediye tarafından onaylandığı, İzmit Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nün 27.02.2025 tarihli yazısında, anılan parsel ile ilişkin aykırı imalatın projede giderilmesine dair mimari projelerin onaylandığı belirtilerek, tadilat ruhsatı yazımına ilişkin sürecin devam ettiğinin bildirildiği, yapılan düzeltmeler sonucunda tadilat projesi belediye tarafından onaylanmış olduğu ve tadilat ruhsat yazımı sürecinin devam ettiği belirtilmiş, bu kapsamda tapu kaydı üzerinde yer alan beyanın kaldırılması amacıyla 31.03.2026 tarihine kadar Şirket'e ek süre verilmesi talep edilmiştir. Öte yandan tadilat ruhsat yazım sürecinin devam ettiği hususu dikkate alınmak suretiyle Dora Hill projesinin 1.899.230.000 TL olan gerçeğe uygun değeri net aktif değer hesaplamasında dikkate alınmamış olmakla birlikte, projenin ön satışlarından kaynaklanan müşteri sözleşmelerinden doğan 1.228.970.524 TL tutarındaki ertelenmiş gelirlere toplam yükümlülükler arasında yer vermeye devam edilmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında esas alınan Zeray GYO'nun 30.09.2025 tarihli finansal tablosu üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Zeray GYO'nun Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri 9.159.760.691 TL olarak hesaplanmış ve 1 TL nominal değerli 1 adet pay başına düşen fiyat 17,96 TL olarak tahmin edilmiştir.

4.2 Pazar Yaklaşımı – Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak Piyasa Değeri bulunabilmesi için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında, Zeray GYO için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlara, bu çarpanların değerlendirme çalışması kapsamında kullanılıp kullanılmadığına ilişkin açıklamalarla birlikte aşağıda yer verilmektedir.

- Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanı öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi kuruluşların değerlemesinde kullanılmaktadır. Zeray GYO'nun gayrimenkul portföyünde yer alan gayrimenkullerin bir kısmının finansal tablolarında özellikle "stok" kalemi altında maliyet bedeli ile raporlanması nedeniyle Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında Pazar Değeri'nin tespit edilebilmesi için varlıkların güncel değerini dikkate alan PD/NAD çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.
- Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi kuruluşların değerlemesinde kullanılabilmeyle birlikte, yukarıda da belirtildiği üzere Zeray GYO'nun gayrimenkul portföyünde yer alan gayrimenkullerin bir kısmının maliyet bedeli ile raporlanması nedeniyle değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanmış ancak değer tespiti hususunda dikkate alınmamıştır.

UDS 104 Değer Esasları'nın 30.6 maddesi uyarınca, değerlemesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazara ilişkin koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda, yukarıda yer verilen değerlendirmeler dikkate alındığında değerlendirme çalışması için geçerli ve uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine itimat edilen yöntemlerden PD/NAD çarpanı kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında, Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa çarpanları analiz edilmiştir.

Zeray GYO'nun gelirlerinin tamamının konut satışlarından oluşması, kira getiri amaçlı gayrimenkullerinin 2024 yılsonu ve 30.09.2025 tarihi itibarıyla portföyde bulunmaması; gayrimenkul portföyünün tamamının stoklardan oluşması nedeniyle, emsallerin belirlenmesinde hasılatın otel, alışveriş merkezi, ofis/şube, depo vb. gayrimenkullerden elde edilen kira gelirlerine duyarlılığı yüksek olan borsada işlem gören GYO'lar dikkate alınmamıştır. Ayrıca net aktif değeri büyüklüğü, işlem gördüğü pazar ve yakın zamanda gerçekleşen fiyat hareketleri de emsallerin belirlenmesinde dikkate alınmıştır. Bu şekilde; 2 milyar TL'nin altında ve 60 milyar TL'nin üstünde olan GYO'lar, payları yakın izleme pazarında işlem gören GYO'lar ile piyasa hareketlerinde aşırı oynaklığa sahip GYO'lar emsallerin belirlenmesinde dikkate alınmamıştır.

Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla emsallere konu halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bir kısmı 30.09.2025 tarihli finansal tablolarını yayınlamamışlardır. Bu nedenle tutarlılık açısından gayrimenkul portföyünün değer tespitinde yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflandırılan gayrimenkullerin 30.06.2025 tarihindeki bilançodaki kayıtlı değerleri alınmış, stoklarda ise gayrimenkul rayiç değerlerinin tespit edildiği bilanço tarihine göre iki şekilde düzeltme yapılmıştır. Şöyle ki, 30.06.2025 tarihi itibarıyla değeri tespit edilen ve finansal durum tablolarında stoklar altından elde etme maliyeti üzerinden izlenen gayrimenkullerin değerleri, 30.06.2025 tarihli rayiç değerlerine göre düzeltilmiş, öte yandan yıl sonu itibarıyla değeri tespit edilen ve finansal durum tablolarında stoklar altından elde etme maliyeti üzerinden izlenen gayrimenkullerin değerleri yıl sonu rayiç değerlerine 6 aylık TÜFE farkı eklenerek düzeltilmiştir.

GYO'ların 30.06.2025 tarihinde raporlanan ana ortaklığa ait özkaynaklarına; düzeltilmiş değerler ile kayıtlı değerler arasında kalan fark eklenmiş ve düzeltilmiş değerler ile kayıtlı değerler arasında kalan farktan %10 kurumsal vergisi oranı varsayımıyla hesaplanmış ertelenmiş vergi yükümlülüğü ise çıkarılmıştır. Bu suretle GYO'ların vergi etkisinden arındırılmış net aktif değerleri hesaplanmıştır.

Konsolide ve bireysel finansal tablo hazırlayan GYO'larda konsolide finansal tablolar dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi itibarıyla 30.09.2025 tarihli finansal tablolarını yayınlayan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının fiyatlarına bu finansal tablolarla açıklanan bilgilerin etki ettiği kabulüyle PD/NAD değerlerinde Haziran-Eylül 2025 dönemindeki TÜFE artış oranında aşağı yönlü düzeltme yapılmıştır.

Değerleme çalışmasında kullanılan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin 06.11.2025 tarihli kapanış fiyatları, 30.06.2025 tarihli net aktif değerleri ile ve aritmetik ortalamalarına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir. PD/NAD çarpanı 30.06.2025 tarihli net aktif değerlerine Haziran 2025-Eylül 2025 dönemindeki TÜFE artış oranı olan %7,50 iskonto uygulanmıştır. Öte yandan çeyrek açıklık istatistiki yönteminin birinci çeyreğinin çeyreklik aralığın (IQR) 1,5 katı altının ve üçüncü çeyreğinin çeyreklik aralığın (IQR) 1,5 katı alt ve üst sınır olarak belirlenmiştir. Emsaller için hesaplanan P/NAD değerleri alt ve üst sınırlar olan 0 ve 2,14 çarpanları dahilindedir.



Şirket Kodu	Çıkarılmış Sermaye	NAD	Kapanış Fiyatı (06.11.2025)	Pay Başına NAD	İskontolu P/NAD**
ADGYO	293.700.000	12.078.520.136	51,45	41,13	1,16
AHSGY	195.000.000	7.422.400.453	58,75	38,06	1,43
ASGYO	659.000.000	17.025.801.622	11,48	25,84	0,41
AVPGY	400.000.000	36.607.967.859	57,55	91,52	0,58
BEGYO	815.000.000	5.230.891.410	5,74	6,42	0,83
EGEGY	200.000.000	4.723.374.430	27,68	23,62	1,08
EYGYO	700.000.000	2.802.936.117	4,48	4,00	1,03
FZLGY	1.250.000.000	7.552.418.352	13,82	6,04	2,12
ISGYO	958.750.000	46.477.787.449	20,96	48,48	0,40
KGYO	1.000.000.000	2.793.548.103	6,34	2,79	2,10
KLGYO	1.395.000.000	34.657.842.991	7,00	24,84	0,26
KRGYO	990.000.000	2.117.850.958	3,44	2,14	1,49
MSGYO	469.768.118	5.647.500.857	6,03	12,02	0,46
NUGYO	335.348.000	6.187.194.005	10,26	18,45	0,51
OZGYO	650.000.000	5.380.978.083	3,58	8,28	0,40
PSGYO	5.323.560.210	33.876.763.142	2,98	6,36	0,43
SNGYO	4.000.000.000	51.895.805.742	5,20	12,97	0,37
SRVGY	3.250.000.000	24.525.665.109	3,39	7,55	0,42
VKGYO	3.450.000.000	29.319.234.049	2,56	8,50	0,28
VRGYO	820.000.000	5.559.834.286	3,38	6,78	0,46
					0,81*

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Virgülden sonra iki haneye kadar yuvarlanış değeri göstermektedir.

** Kapanış Fiyatı / Pay Başına NAD çarpanına %7,50 iskonto uygulanmış değerdir.

Değerleme çalışmasında esas alınan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait çarpanların uç değerleri elimine edildikten sonra hesaplanan ortalama değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle ulaşılan şirket değerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

	Çarpan	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
PD/NAD	0,81*	7.430.668.623	100%	7.430.668.623
Toplam Değer				7.430.668.623

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait çarpanların esas alınması ve PD/NAD çarpanı kullanılması sonucunda GYO'nun değeri 7.430.668.623 TL olarak tahmin edilmiştir.

4.3 Sonuç

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde "Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi" ve "Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır.

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %20,07 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde **6.630.641.582 TL** Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır. Buna göre, ödenmiş sermayesi 510.000.000 TL olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı **13,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 156.800.000 TL olup, halka açıklık oranı yaklaşık **%25,05** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	9.159.760.691	50,00%	4.579.880.345
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	7.430.668.623	50,00%	3.715.334.311
Şirket Değeri			8.295.214.657
Halka Arz İskontosu			20,07%
İskontolu Şirket Değeri			6.630.641.582
Ödenmiş Sermaye			510.000.000
Halka Arz Fiyatı			13,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

	Satış Şekli	Nominal	Tutar
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	Sermaye Artırımı	116.000.000	1.508.000.000
	Ortak Satışı	40.800.000	530.400.000
Halka Arz Büyüklüğü		156.800.000	2.038.400.000
Halka Açıklık Oranı			25,05%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi

- Ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları yapmak olan yatırım şirketleri için en uygun değerlendirme yöntemi UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında NAD olarak belirlendiğinden ve İntegral Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi gayrimenkul ekspertiz şirketinin verilerine dayandığından yaklaşım tarafımızca makul bulunmuştur.
- Maliyet Yaklaşımına %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

5.2 Pazar Yaklaşımı – Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi ana faaliyet alanları gayrimenkul geliştirmek olan şirketler için sahip oldukları gayrimenkul portföylerinin değerleri ön plana çıktığından en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan olarak PD/NAD çarpanının seçilmesini ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmaktayız.
- Pazar Yaklaşımına %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.

İntegral Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektörlere 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) Zeray 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:

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, **belirlenen 13,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.**