



**Z GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI
ANONİM ŞİRKETİ**
01 OCAK 2026 - 31 MART 2026 DÖNEMİ

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU**

15.05.2026

**SERMAYE PİYASASI KURULU'NUN VII-128.1 NO.LU PAY TEBLİĞİ'NİN 29'UNCU
MADDESİNİN 5'İNCİ FIKRASI UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

1

Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur.

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Yönetim kurulu tarafından hazırlanmıştır.

2

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda ("Fiyat Tespit Raporu") Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir. Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("ZGYO") paylarının 7-8-9 Ocak 2026 tarihlerinde gerçekleşen halka arzı öncesinde, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz fiyatının belirlenmesinde "Net Aktif Değer Analizi ve Borsa Kılavuz Emsaller Yönetimi (Çarpan Analizi)" yöntemleri kullanılmıştır.

3

Net Aktif Değer Analizi

3.1 Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi

Toplama Yöntemi;

"Yatırım şirketleri veya değeri esasen sahip oldukları payların ya da yatırımların değerinin bir türevi olan işletmeler için kullanılan bir yöntemdir."

UDS 105 madde 70.9 ise, yöntemin uygulanmasına ilişkin iki temel aşamayı düzenler:

- Değerleme konusu varlığı oluşturan her bir bileşenin, uygun değerlendirme yaklaşımları (pazar, maliyet veya gelir) kullanılarak ayrı ayrı değerlendirilmesi,
- Daha sonra, işletme veya portföyün toplam değerine ulaşmak amacıyla bu alt değerlerin toplanması. Bu yaklaşımın temel dayanağı, yatırım ortaklıklarının piyasa değerinin, sahip oldukları varlıkların bireysel değerlerinin toplamına eşit veya yakın olması varsayımdır.

Toplama Yöntemi, yatırım ortaklıklarının varlık bazlı yapısı nedeniyle, değerlemede en güvenilir yöntemlerden biri olarak kabul edilir. Bu yöntemde şirketin değeri, portföydeki her bir gayrimenkulün pazar değeri, nakit pozisyonu, finansal borçları ve diğer bilanço kalemleriyle bütünlük olarak ele alınır.

Z GYO özelinde;

- Portföyün büyük kısmının gelir üretmeyen veya geliştirme aşamasındaki gayrimenkullerden oluşması, bu nedenle Gelir Yaklaşımı'nın uygulanabilir olmaması,
- Portföydeki her bir varlık için gözlemlenebilir piyasa verilerinin mevcut olması,

nedenleriyle Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yöntemi en uygun ve tutarlı yöntem olarak tercih edilmiştir.

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.

Şirket'in 30.09.2025 tarihi ile 31.03.2026 tarihli Net Aktif Değeri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

4

Net Aktif Değer Karşılaştırması

Gayrimenkul Portföyü	Niteliği	Fiyat Tespit Raporu NAD (30.09.2025) (TL)	Sermaye Artırım Düzeltmesi	Fiyat Tespit Raporu Düzeltilmiş NAD (30.09.2025) (TL)	Son Durum İtibarıyla NAD (31.03.2026) (TL)	30.09.2025-31.03.2026 NAD Farkı
Ovacık Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Keçiören İlçesi, Ovacık Mahallesi, 90093 Ada 1 Parsel Taşınmaz	115.220.000		115.220.000	127.521.634	12.301.634
Çukurambar Eğitim Kampüsü	Eğitim Kampüsü /Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 27506 Ada 1 Parselde Konumlu "8 Katlı Betonarme Okul, Üniversite, Araştırma ve Arsası" Vasıflı Taşınmaz	411.390.000		411.390.000	463.577.222	52.187.222
Karakusunlar Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 29097 Ada 1 Parsel Taşınmaz	69.550.000		69.550.000	76.532.932	6.982.932
Z Lagün Diplomatik Site Arsası ve Projesi	Villa/Diplomatik Site/ Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Bahçelievler Mahallesi, 127974 Ada 1-3-5 Parselde Yer Alan 32 Adet Bağımsız Bölüm	1.517.971.000		1.517.971.000	1.808.982.611	291.01.611
Lagun Country Club (1. Etap)	Kırsal Turizm/Doğa, Sağlık Otelı Ankara İli, Kızılcahamam İlçesi, Berçin Yayalar Mahallesi, Çatak Yayla Serisi Kabaca Mevkii, 108 Ada 1 Parselde Konumlu "Orman" Vasıflı Ana Taşınmaz İçin Sözleşmeden Doğan Gayrimenkule Dayalı Hak	714.000.000		714.000.000	818.907.642	104.907.642
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		2.828.131.000		2.828.131.000	3.295.522.046	467.391.046
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		2.828.131.000		2.828.131.000	3.295.522.046	467.391.046
İlk Madde ve Malzeme		-		-	-	-
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa* Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı		36.527.504		36.527.504	41.945.506	5.418.002
Stoklar		-18.377.581		-18.377.581	-20.553.945	-2.176.364
Gayrimenkul Portföyü Toplam		18.149.923		18.149.923	21.391.561	3.241.638
Gayrimenkul Portföyü Toplam		2.846.280.923		2.846.280.923	3.316.913.607	470.632.684
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)		9.843.504	399.669.400	409.512.904	81.378.631	-328.134.273
Ticari Alacaklar (+)		26.473.654		26.473.654	3.558.299	-22.915.355
Diğer Dönen Varlıklar (+)		17.868.469		17.868.469	260.159.106	242.290.637
Diğer Duran Varlıklar (+)		3.022.924		3.022.924	1.339.171	-1.683.753
Toplam Portföy		2.903.489.474		3.303.158.874	3.663.348.814	360.189.940
Kısa Vadeli Yükümlülükler (-)		128.275.398		128.275.398	112.116.976	-16.158.422
Uzun Vadeli Yükümlülükler (-)		345.226.905		345.226.905	394.064.122	48.837.217
Net Aktif Değer		2.429.987.171		2.829.656.571	3.157.167.716	327.511.145

Yukarıdaki tabloda detayları görüldüğü üzere, Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarına göre Fiyat Tespit Raporu'nda **2.429.987.171 TL** olarak yer alan net aktif değeri, sermaye artırımını düzeltmesi sonrasında **2.829.656.571 TL** olarak hesaplanmıştır. 31.03.2026 tarihli finansal tablolar itibarıyla ise net aktif değer **3.157.167.716 TL** olarak gerçekleşmiş olup, düzeltilmiş net aktif değere kıyasla **327.511.145 TL** tutarında artış kaydedilmiştir.

5

Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Şirket ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak Piyasa Değeri bulunabilmesi için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Z GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak, Z GYO ile benzer özellikler gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir.

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme 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.

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

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %27 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde **1.644.283.394 TL** Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır.

Buna göre, ödenmiş sermayesi **168.242.225 TL** olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı 9,77 TL olarak hesaplanmıştır.

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Değerleme Sonucu (TL)			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	2.429.987.171	50,00%	1.214.993.585
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	2.068.736.206	50,00%	1.034.368.103
Şirket Değeri			2.249.361.688
Halka Arz İskontosu			27%
İskontolu Şirket Değeri			1.644.283.394
Ödenmiş Sermaye			168.242.225
Halka Arz Fiyatı			9,77

6

Değerleme Sonucu

Borsa'da işlem gören GYO'ların piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

Fiyat tespit raporunda net aktif değer yöntemine ilave ikinci yöntem olarak Pazar Yaklaşımı (Borsa Fiyat tespit raporunda net aktif değer yöntemine ilave ikinci yöntem olarak Pazar Yaklaşımı (Borsa Kılavuz Emsallar Yöntemi) kullanılmış ve buna göre benzer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Piyasa Değeri/ Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem de yine net aktif değere dayanmakta olup, Z GYO'nun 31.03.2026 tarihi itibarıyla gerçekleşen net aktif değerinin fiyat tespit raporunda hesaplanan net aktif değeri ile kıyaslaması yukarıda yer almaktadır.

Yukarıdaki tabloda detayları görüldüğü üzere, Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarına göre Fiyat Tespit Raporu'nda **2.429.987.171 TL** olarak yer alan net aktif değeri, sermaye artırımını düzeltmesi sonrasında **2.829.656.571 TL** olarak hesaplanmıştır. 31.03.2026 tarihli finansal tablolar itibarıyla ise net aktif değer **3.157.167.716 TL** olarak gerçekleşmiş olup, düzeltilmiş net aktif değere kıyasla **327.511.145 TL** tutarında artış kaydedilmiştir.

Şirketimiz bünyesinde Denetimden Sorumlu Komite henüz oluşturulmadığından, II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği kapsamında hazırlanması gereken "Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımların Gerçekleşmesine İlişkin Değerlendirme Raporu" Yönetim Kurulumuz tarafından hazırlanmıştır.

Saygılarımızla,

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yönetim Kurulu

