



ZERAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ
01 OCAK 2025 – 31 ARALIK 2025 DÖNEMİ

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

*Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 No.lu Pay Tebliği’nin 29’uncu Maddesinin 5’inci Fıkrası
Uyarınca Hazırlanmıştır.
03.03.2026*

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.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("Zeray" veya "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 Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 07.11.2025 tarihinde hazırlanan ve 05.12.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda ("Fiyat Tespit Raporu") Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("ZERGY") paylarının 10-12 Aralık 2025 tarihlerinde gerçekleşen halka arzı öncesinde, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 07.11.2025 tarihinde hazırlanan ve 05.12.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz fiyatının belirlenmesinde "Maliyet Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmıştır.

2.1 Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi

Söz konusu yöntemde, 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.

GAYRİMENKUL PROJELERİ	(TL)
Esil Kartepe*	602.113.575
Mahal Kartepe**	833.841.555
Dora Hill***	-
Dilasa Orman	3.338.183.000
Country Akmeşe	579.908.000
Rezidance	145.963.000
Future Deluxe City	2.469.679.000
Next Capital	3.068.354.000
Harmony City	1.735.773.000
Miracle Garden	63.668.000
Gazania Life 1	57.465.000
Gazania Life 2	118.485.000
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)	13.013.433.130
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=İ)	16.320.179.025

FINANSAL 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

* 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 tamamlanıncaya 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 şeklinde tadil mimari proje belediye tarafından onaylandığı, İzmit Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nün 27.02.2025 tarihli yazısında, anılan parsel ile ilgili 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 verilmeye devam edilmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında esas alınan Zeray GYO'nun 30.09.2025 tarihli finansal tabloları üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Zeray GYO'nun Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri **9.159.760.691 TL** olarak hesaplanmıştır.

2.2. Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

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 Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak, Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir.

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda 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.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.-Çarpan Analizi Sonucu				
	Çarpan	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
PD/NAD	0,81*	7.430.668.623	100,00%	7.430.668.623
Toplam Değer				7.430.668.623

*Virgülden sonra iki haneye kadar yuvarlanmış değeri göstermektedir.

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.

Değerleme Sonucu

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.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.			
Değerleme Sonucu (TL)			
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

3. Karşılaştırmalı Net Aktif Değer Analizi:

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, değerleme çalışması kapsamında esas alınan Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tabloları üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Şirket'in Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri **9.159.760.691 TL**, sermaye artırımları düzeltilmesi sonrasında **10.573.038.277 TL** olarak hesaplanmıştır. Aynı düzeltmelerin Şirket'in 31.12.2025 tarihli finansal tablolarına da uygulanması suretiyle Şirket'in 30.09.2025 tarihli ile 31.12.2025 tarihli Net Aktif Değeri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

GAYRİMENKUL PROJELERİ	Fiyat Tespit Raporu NAD (30.09.2025) (TL)	Sermaye Artırım Düzeltmesi	Fiyat Tespit Raporu Düzeltilmiş NAD (30.09.2025) (TL)	Son Durum İtibarıyla NAD (31.12.2025) (TL)	30.09.2025-31.12.2025 NAD Farkı
Esil Kartepe*	602.113.575		602.113.575	817.000.000	214.886.425
Mahal Kartepe**	833.841.555		833.841.555	1.010.200.000	176.358.445
Dora Hill***	0		0	0	0
Dilasa Orman	3.338.183.000		3.338.183.000	3.852.135.000	513.952.000
Country Akmeşe	579.908.000		579.908.000	687.950.000	108.042.000
Rezidance	145.963.000		145.963.000	166.685.000	20.722.000
Future Deluxe City	2.469.679.000		2.469.679.000	2.896.107.000	426.428.000
Next Capital	3.068.354.000		3.068.354.000	4.188.625.000	1.120.271.000
Harmony City	1.735.773.000		1.735.773.000	2.449.388.000	713.615.000
Miracle Garden	63.668.000		63.668.000	78.525.000	14.857.000
Gazania Life 1	57.465.000		57.465.000	65.522.000	8.057.000
Gazania Life 2	118.485.000		118.485.000	149.090.000	30.605.000

TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)	13.013.433.130	13.013.433.130	13.013.433.130	16.361.227.000	3.347.793.870
NAKİT BENZERLERİ ve FİN YATIRIMLAR (B)	101.225.452	1.413.277.587	1.514.503.039	914.329.898	(600.173.141)
TİCARİ ve DİĞER ALACAKLAR (C)	697.271.550		697.271.550	571.784.588	(125.486.962)
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR (D)	2.500.881.236		2.500.881.236	1.156.034.939	(1.344.846.297)
MADDİ DURAN VARLIKLAR (E)	7.367.657		7.367.657	6.431.007	(936.650)
AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=I)	16.320.179.025		17.733.456.612	19.009.807.432	1.276.350.820
FİNANSAL BORÇLAR (G)	890.353.335		890.353.335	933.574.363	43.221.028
TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)	15.576.480		15.576.480	516.189.959	500.613.479
ERTELENMİŞ GELİRLER (K)	5.105.164.207		5.105.164.207	5.203.940.513	98.776.306
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)	1.089.986.663		1.089.986.663	1.035.222.652	(54.764.012)
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)	57.658.401		57.658.401	276.666.953	219.008.552
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (N)	1.679.248		1.679.248	1.527.744	(151.504)
PASİF TOPLAMI (G+H+K+L+M+N=II)	7.160.418.334		7.160.418.334	7.967.122.184	806.703.850
NET AKTİF DEĞER (I - II)	9.159.760.691		10.573.038.277	11.042.685.248	469.646.971
Çıkarılmış Sermaye	510.000.000		626.000.000	626.000.000	-
Pay Başı Net Aktif Değer	17,96		16,89	17,64	0,75

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yönteminin yanı sıra Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönetimi'nde kullanılmış ve buna göre benzer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Piyasa Değeri/Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntemde yine net aktif değer hesabına dayanmakta olup, Şirket'in 31.12.2025 tarihi itibarıyla gerçekleşen net aktif değerinin fiyat tespit raporuna esas alınan finansal tablolara göre hesaplanan net aktif değer ile kıyaslaması yukarıda yer almaktadır.

Yukarıdaki tabloda detayları görüldüğü üzere, Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarına göre Fiyat Tespit Raporu'nda **9.159.760.691 TL** olarak yer alan net aktif değeri, sermaye artırımını düzeltmesi sonrasında **10.573.038.277 TL** olarak hesaplanmıştır. 31.12.2025 tarihli finansal tablolar itibarıyla ise net aktif değer **11.042.685.248 TL** olarak gerçekleşmiş olup, düzeltilmiş net aktif değere kıyasla **469.646.971 TL** tutarında artış kaydedilmiştir.

Saygılarımızla,

Denetimden Sorumlu Komite

Ahmet Yiğit

Başkan

Ergün Gültekin

Üye