



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

ZERAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah, Büyükdere Cad, No: 173,
1, Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul Tel: (0212) 410 05 00

09.12.2025

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanan Seri: VII 128,1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şirket", "Zeray GYO") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 07.11.2025 tarihli İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, **Zeray GYO** halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca İntegral Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket Kurul'un 20.08.2024 tarih ve E-12233903-340.02-58806 sayılı iznini takiben 29.08.2024 tarihinde Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilen Esas Sözleşme Değişikliğine İlişkin Olağanüstü Genel Kurul kararı ile "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" ünvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Şirket'in Amacı ve Faaliyet Konusu" başlıklı 5. maddesi uyarınca; Zeray GYO; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca 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; faaliyet esasları, yapamayacağı işler, yatırım faaliyetleri, yatırım yasakları, yönetim sınırlamaları, portföy sınırlamaları ve portföy çeşitlendirmesi ile mutlak hakların tesisi ve tapu işlemleri hususunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uymaktadır.

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 116.000.000 TL sermaye artırım, 40.800.000 TL ortak satışı olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 13,00 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü 2.038.400.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 8.138.000.000 TL olacaktır. Şirket paylarının halka arzı 10-11-12 Aralık 2025 tarihleri arasında "Borsada Dışında Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da işlem görecektir.



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

HALKA ARZ BİLGİLERİ	
Şirket	Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Borsa Kodu	ZERGY
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	510.000.000 TL
Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	626.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	Sermaye Artışı: 116.000.000 TL nominal
	Ortak Satışı: 40.800.000 TL nominal
	Toplam: 156.800.000 TL nominal
Halka Arz Büyüklüğü	2.038.400.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,05%
Halka Arz Fiyatı	13,00 TL
Halka Arz Tarihleri	10-11-12 Aralık 2025
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 78.400.000 TL (%50)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 78.400.000 TL (%50)
Satmama Taahhüdü*	- 1 Yıl Boyunca İhraççı - 1 Yıl Boyunca Ortak (* Taahhütler hakkında detaylı bilgi için SPK tarafından onaylı İzahname'nin 27.3 maddesini inceleyiniz
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gündür.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Şirket'in halka arzdan net 1.412.543.588,82 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. -Yeni Proje Geliştirilecek Arsa Alımlarının ve/veya Mülkiyeti Başkasına Ait Arsalarda Geliştirilecek Projelerin Finansmanı (%20-30) -Şirket ve Yüklenici Firmalar Arasında İmzalanan İnşaat Sözleşmeleri Uyarınca Yüklenici Firmalara Yapılacak Hak Ediş Ödemeleri (%65-75) -Finansal Borçların Ödenmesi (%0-10) -İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması (%0-5)
Katılım Finans İlkelerine Uygunluk	Uygundur.

Kaynak: İzahname, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com

4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Adı Soyadı/Ünvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Zekeriya Zeray	A*	51.000.000	10%	51.000.000	8%
	B	459.000.000	90%	418.200.000	67%
Halka Açık	B	-	0,00%	156.800.000	25%
TOPLAM		510.000.000	100,00	626.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

**A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyesi Aday Gösterme İmtiyazı bulunmaktadır.*

5. Şirket Faaliyetlerini Tanıtıcı Bilgiler

Zeray GYO'nun 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 Değer
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
Residance	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		1624	296.875	15.029.303.000

6. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzdan net **1.412.543.588,82 TL** gelir elde etmesi beklenmektedir. Fon kullanım yerinin dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
-Yeni proje geliştirilecek arsa alımlarının ve/veya mülkiyeti başkasına ait arsalarda geliştirilecek projelerin finansmanı	%20 - %30
-Şirket ve yüklenici firmalar arasında imzalanan inşaat sözleşmeleri uyarınca yüklenici firmalara yapılacak hak ediş ödemeleri	%65 - %75
-Finansal borçların ödenmesi	%0 - %10
-İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması	%0 - %5
Toplam	%100

Kaynak: İzahname

7. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- **Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi** (%50)
- **Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi** (%50)

7.1. 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. no'lu maddelerinde tarif edilen Toplama Yöntemi kullanıldığından, işbu değerlendirme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı madde 70.8'de Toplama Yöntemi'nin, 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 değerlendirilmesinde özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihli finansal tabloları esas alınmış ve söz konusu finansal tablolarda maliyet bedeli ile raporlanan stoklar 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.

Güncel Değere Getirilen Zeray GYO Varlıkları Hakkında Bilgi

Zeray GYO'nun özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihli finansal tablolarında stokların tamamı maliyet bedeli ile raporlanmıştır. Söz konusu varlıkların niteliğine, maliyet bedellerine, RM Ritim Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarında yer verilen pazar değerlerine aşağıdaki tablolarda yer verilmektedir.

Gayrimenkul Portföyü	Türü	Maliyet Bedeli (TL) (30.09.2025)	Pazar Değeri (TL)*
Kısa Vadeli Stoklar			
Esil Kartepe**	Proje	123.062.179	602.113.575
Mahal Kartepe***	Proje	268.128.480	833.841.555
Dora Hill****	Proje	1.274.583.678	-
Dilasa Orman	Proje	602.171.070	3.338.183.000
Future Deluxe City	Proje	782.353.431	2.469.679.000
Gazania Life 1	Proje	7.101.609	57.465.000
Toplam		3.057.400.447	7.301.282.130
Uzun Vadeli Stoklar			
Country Akmeşe	Proje	156.334.005	579.908.000
Rezidance	Proje	3.916.750	145.963.000
Next Capital	Proje	34.299.235	3.068.354.000
Harmony City	Proje	578.901.211	1.735.773.000
Miracle Garden	Proje	19.210.890	63.668.000
Gazania Life 2	Proje	16.725.910	118.485.000
Toplam		809.388.001	5.712.151.000
Toplam		3.866.788.448	13.013.433.130

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*30.09.2025 tarihli finansal tablolarının 7 no'lu dipnotunda stokların toplam gerçeğe uygun değeri 17.127.674.866 TL olarak raporlanmış olup, söz konusu tutar RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan gayrimenkul değerlerinin (15.029.303.000 TL) 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre endekslenmesi suretiyle tespit edilmiştir. Şirket tarafından gayrimenkullerin 30.09.2025 tarihli değerlerinin tespitine yönelik hizmet alınmaması nedeniyle ihtiyatlılık gereği stokların pazar değeri RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan gayrimenkul değerleri üzerinden fiyat tespitine konu edilmiştir. Enflasyon endeksi 31.03.2025'ten 30.09.2025'e kadar yaklaşık %13,96 artış göstermiştir.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com

**** 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 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.**

Bu kapsamda Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarında toplam 3.866.788.448 TL maliyet bedeli ile raporlanan Zeray GYO'nun 12 adet projesine ait "stokların RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarına göre Pazar Değeri 15.029.303.000 TL olarak hesaplanmış, söz konusu Pazar Değerinden Esil Kartepe, Mahal Kartepe ve Dora Hill projelerinde yukarıda detaylarına yer verilen uyarlamaların yapılması ile Pazar Değeri 13.013.433.130 TL olarak kabul edilmiştir. Bu değer ile finansal tablolarda raporlanan değer arasındaki fark 9.146.644.682 TL olmuştur.

Şirket'in kar dağıtım politikası çerçevesinde taşınmazlardan elde edeceği gelir ve kazançların asgari kurumlar vergisine (işbu rapor tarihi itibarıyla: %10) tabi olacağı dikkate alınarak Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarında toplam 3.866.788.448 TL maliyet bedeli ile raporlanan Zeray GYO'nun 12 adet projesine ait stokların RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarına göre belirlenen Pazar Değeri üzerinden yapılan uyarlama sonrası ortaya çıkan 9.146.644.682 TL farktan %10 kurumlar vergisi oranı varsayımıyla 914.664.468 TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü hesaplanmıştır.

Zeray GYO'nun 30.09.2025 Tarihli Bireysel Finansal Durum Tablosunun Güncel Değere Göre Düzeltilmesi

Bir önceki alt başlıkta yer verilen düzeltme/yeniden değerlendirme işlemleri ile ilgili hesaplamalar kapsamında, Zeray GYO'nun yeniden değerlendirilmiş 30.09.2025 tarihli finansal tablolarına aşağıda yer verilmektedir.

Finansal Tablolar (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (30.09.2025)	Yeniden Değerleme Kayıtları	Yeniden Değerlenmiş (30.09.2025)
VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	101.213.270	-	101.213.270
Finansal yatırımlar	12.182	-	12.182
Ticari alacaklar	676.629.466	-	676.629.466
Diğer alacaklar	19.961.218	-	19.961.218
Stoklar	3.057.400.447	4.243.881.683	7.301.282.130
Peşin ödenmiş giderler	2.088.654.332	-	2.088.654.332
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	-	-
Diğer dönen varlıklar	412.226.904	-	412.226.904
Toplam dönen varlıklar	6.356.097.819	4.243.881.683	10.599.979.502
Diğer alacaklar	680.866	-	680.866
Stoklar	809.388.001	4.902.762.999	5.712.151.000
Maddi duran varlıklar	7.367.657	-	7.367.657
Toplam duran varlıklar	817.436.524	4.902.762.999	5.720.199.523
Toplam varlıklar	7.173.534.343	9.146.644.682	16.320.179.025
KAYNAKLAR			
Kısa vadeli borçlanmalar	20.269.687	-	20.269.687
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	317.912.580	-	317.912.580
Ticari borçlar	15.576.480	-	15.576.480
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.841.287.968	-	2.841.287.968
Çalışanlara sağlanan fayda kapsamında borçlar	1.753.307	-	1.753.307
Diğer borçlar	--	-	--
Kısa vadeli karşılıklar	7.960.500	-	7.960.500
Dönem karı vergi yükümlülüğü	11.170.555	-	11.170.555
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	36.774.039	-	36.774.039
Kısa vadeli yükümlülükler	3.252.705.116	-	3.252.705.116
Uzun vadeli borçlanmalar	552.171.068	-	552.171.068
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.263.876.239	-	2.263.876.239
Uzun vadeli karşılıklar	1.679.248	-	1.679.248
Ertelenen vergi yükümlülüğü	175.322.195	914.664.468	1.089.986.663
Uzun vadeli yükümlülükler	2.993.048.750	914.664.468	3.907.713.218
Toplam yükümlülükler	6.245.753.866	914.664.468	7.160.418.334
Ödenmiş sermaye	510.000.000	-	510.000.000
Porföy Yeniden Değerleme Farkları	0	8.231.980.214	8.231.980.214
Sermaye düzeltme farkları	407.210.754	-	343.184.527
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-973.976	-	-973.476
Geçmiş yıllar karları/(zararları)	-66.967.559	-	-62.292.864
Net dönem karı/zararı	78.481.258	-	-45.255.699
Özkaynaklar	927.780.477	8.231.980.214	9.159.760.691
Toplam kaynaklar	7.173.534.343	11.045.874.682	18.219.409.025

Net Aktif Değer

Zeray GYO'nun yeniden değerlendirilmiş 30.09.2025 tarihli bireysel finansal tablosunun esas alınması suretiyle Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamında hesaplanan net aktif değerine 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 Değeri	13.013.433.130	100%
Nakit Benzerleri ve Finansal Yatırımlar	101.225.452	
Ticari ve Değer Alacaklar	697.271.550	
Diğer Dönen Varlıklar	2.500.881.236	
Maddi Duran Varlıklar	7.367.657	
Aktif Toplam (A+B+C+D+E=I)	16.320.179.025	
Finansal Borçlar (G)	890.353.335	
Ticari ve Diğer Borçlar (H)	15.576.480	
Ertelenmiş Gelirler (K)	5.105.164.207	
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü (L)	1.089.986.663	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler (M)	57.658.401	
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler (N)	1.679.248	
Pasif Toplam (G+H+K+L+M+N=II)	7.160.418.334	
Net Aktif Değer (I - II)	9.159.760.691	
Çıkarılmış Sermaye	510.000.000	
Pay Başı Net Aktif Değer	17,96	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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.

7.2. Pazar Yaklaşımı

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



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Yöntemi, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

Kullanılması Uygun Bulunan Çarpanlar

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 kullanılabilirlikle 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 değeri tespiti hususunda dikkate alınmamıştır.

Benzer Şirketlerin Seçim Süreci

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 yıl sonu 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.

İşbu 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 değeri tespitinde yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflandırılan gayrimenkullerin 30.06.2025 tarihindeki bilanço'daki 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 kurumlar 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.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Kapsamında Esas Alınan Seçilmiş Finansal Veriler

A1 Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihinde sona eren ara döneme ait finansal tablolarda raporlanan stok kalemlerinin RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarının esas alınarak düzeltilmesi suretiyle hesaplanan 9.159.760.691 TL tutarındaki net aktif değer değerleme çalışması kapsamında esas alınmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Sonucu

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 PD/NAD değerleri alt ve üst sınırlar olan 0 ve 2,14 çarpanları dahilindedir.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.-Benzer Şirket Çarpanları

TL					
Şirket Kodu	Çıkarılmış Sermaye	NAD	Kapanış Fiyatı (06.11.2025)	Pay Başına NAD	İskontolu PD/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	0,43
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	0,4
KGYO	1.000.000.000	2.793.548.103	6,34	2,79	2,1
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	0,4
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	8,5	0,28
VRGYO	820.000.000	5.559.834.286	3,38	6,78	0,46
Ortalama					0,81

PD/NAD çarpan analizinde kullanılan net aktif değer aşağıda yer almaktadır.

	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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

8. Değerleme ve Sonuç

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 değerine 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 özetini gösterir özet tablo aşağıdaki gibidir.

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
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

9. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Zeray GYO ve faaliyet gösterdiği sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan yöntemlerin ve kullanılan yöntemlere verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünüyoruz.
- Net aktif değer hesaplamaları gayrimenkul değerleme raporlarına dayanılarak hesaplanmasını ve Dora Hill Projesi'nin hesaplama dışında tutulmasını doğru buluyoruz.
- Şirket'in gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermesi nedeniyle çarpan analizinde PD/NAD çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan değerleme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %20,07 iskonto oranı uygulanarak 13,00 TL pay başına fiyat belirlenmesinin makul olduğu görüşündeyiz.



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer Bulls Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bulls Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle Bulls Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.