

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") **Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** ("Şirket" veya "İhraççı") için 24.11.2025 tarihinde hazırladığı ve 30.12.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İhraççı
Halka Arz Öncesinde Çıkarılmış Sermaye	168.242.225TL
SPK Onay Tarihi	30.12.2025
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Tarihleri	07-08-09/01/2026 (3 Gün)
Halka Arz Fiyatı	9,77 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	84.500.000 TL / B Grubu - Sermaye Artışı: 42.250.000 TL - Ortak Satışı : 42.250.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa (Özsermaye) Değeri	2.249.361.688 TL
Halka Arz İskontosu	%27
Halka Arz İskontolu (Piyasa) Özsermaye Değeri	1.644.283.394 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	210.492.225 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%40,1
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	Yoktur
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%40,1
Halka Arz Büyüklüğü	825.565.000 TL
Borsa Kodu / Pazar	ZGYO.E / Ana Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	15-16/01/2026
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmamaktadır.
Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	İhraççı tarafından halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları da dahil olmak üzere) satışa veya halka arza konu edilmeyeceği taahhüt edilmiştir. Şirket'in hakim ortakları, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 (bir) yıl süreyle, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde yeni bir satış veya halka arza konu etmeyeceğini, sahip olduğu payları Borsa İstanbul'da veya Borsa İstanbul dışında satmayacağını, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacağını veya Borsa İstanbul'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu etmeyeceğini kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.
Azami Talep Tutarı	Talep adetleri 1 adet ve katları şeklindedir. Kurul Karar Organı'nın i- SPK-128.21 (19/09/2024 tarihli ve 1508 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği yatırımcı bazında talepte bulunabilecek pay tutarı, söz konusu yatırımcının dahil olduğu

	gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %50 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %50
Fon Kullanım Yeri	- Yeni Proje Yatırımları: %20-30 - Z Lagun Diplomatik Site Projesi: %25-35 - Finansal Borç Ödemesi: %25-35 - İşletme Sermayesi: %10-20
Dağıtım Şekli	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım Yöntemi , kullanılacaktır. Yurt İçi Kurumsal Dağıtım: Herbir yurt içi kurumsal yatırımcıya verilecek pay miktarına Konsorsiyum Liderleri'nin önerileri de dikkate alınarak Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahibi tarafından karar verilecektir.

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 16.02.2017 tarihinde Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'nde ZNE Yapı Proje Sanayi ve Ticaret A.Ş. Unvanıyla tescil edilmiştir. 05.03.2018 tarihinde unvan değişikliğine gidilmiş ve Z Grup Proje Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanını almıştır. 2024 yılında kayıtlı sermaye sistemine geçerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket, gayrimenkul geliştirme alanında; Konaklama tesisi projeleri, sağlık ve sağlık turizmi tesisleri projeleri, lojistik ve küçük sanayi tesisi projeleri, eğitim tesisi ve öğrenci yurdu projeleri başta olmak üzere beş ana segmentte konumlanmış yatırımları ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Gayrimenkul Portföyü	Değerlemede Esas Alınan Yöntem	Ekspertiz Değeri (30.09.2025 itibarıyla)
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 Lagün 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
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa		36.527.504
Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı		(18.377.581)
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

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Kar / Zarar Tablosu (Milyon TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Net Satışlar	1.211.409	3.818.701	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Brüt Kar	225.082	2.028.864	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Esasa Faaliyet Karı	-5.690.447	1.325.869.443	1.551.225.192	1.839.613.589	-550.112.740
Dönem Karı/Zararı	-162.508	1.038.461.331	921.353.017	1.168.015.971	155.811.417

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler 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 VARLIKLAR	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: Fiyat Tespit Raporu

4- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Ahmet Kerem EREN	A	935.539	0,56	935.539	0,44
	B	156.461.636	93,00	114.211.636	54,26
Fatma EREN	A	64.461	0,04	64.461	0,03
	B	10.780.589	6,41	10.780.589	5,12
Halka Açık	B	-	-	84.500.000	40,14
TOPLAM		168.242.225	100,00	210.492.225	100,00

Kaynak: İzahname

5- Değerleme Çalışması Hakkında

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken “Maliyet Yaklaşımı” ve “Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)” sonucunda bulunan özsermaye değerleri kullanılmıştır.

Değerleme Özeti (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Net Aktif Değer (NAD; Maliyet Yaklaşımı)	2.429.987.171	50%	1.214.993.585
Çarpan Analizi	2.068.736.206	50%	1.034.368.103
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		100%	2.249.361.688
Halka Arz İskontosu			27%
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)			1.644.283.394
Ödenmiş Sermaye (TL)			168.242.225
İskontolu Pay Fiyatı (TL)			9,77

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6- Genel Değerlendirme ve Sonuç:

Şirket'in değerlemesinde Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine (Çarpan Analizi) %50 ve Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer) yöntemine %50 ağırlık verilerek Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 2.249.361.688 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere %27 oranında halka arz iskontosu uygulandığında, Halka Arz Birim Pay Değeri 9,77 TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine ek olarak Maliyet Yaklaşımı Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine PD/NAD (Piyasa Değeri/Net Aktif Değer) çarpanının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğu,

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Sonuç olarak, %27 seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla **9,77 TL** olarak hesaplanan halka arz pay fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.

ÇEKİNCE

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 A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma 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 A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.