

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

05.01.2026

1-) Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal veriler, Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) açıklanan Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Z GYO/Şirket)'nin Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ayrıca 24.11.2025 tarihli Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Hazırlanmış olan bu rapor açıklanan Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin halka arzına ilişkin, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmamasına yönelik bir tavsiye ya da teklif değildir. Bu rapor, sadece Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü kapsamaktadır. Yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-) Halka Arza İlişkin Bilgiler

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 168.242.225 TL'dir. Şirketin çıkarılmış sermayesi 1 TL itibari değerinde 168.242.225 adet paya ayrılmıştır. Şirket'in çıkarılmış sermayesini temsil eden pay grupları, A grubu nama yazılı 1.000.000 adet pay karşılığı 1.000.000 TL'den; B grubu hamiline yazılı 167.242.225 adet pay karşılığı 167.242.225 TL'den oluşmaktadır. Toplam payların 935.539 TL'si A grubu, 156.461.636 TL'si B grubu olmak üzere Ahmet Kerem Eren'e; 64.461 TL'si A grubu, 10.780.589 TL'si B grubu olmak üzere Fatma Eren'e aittir.

Talep Toplama Tarihleri	07.01.2026-09.01.2026
Konsorsiyum	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Fiyatı	9,77 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Bireysele Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	168.242.225 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	84.500.000 Lot (42.250.000 Nominal Sermaye Artışı) (42.250.000 Nominal Ortak Satışı)
Halka Açıklık Oranı	40,1%
Borsada İşlem Görecek Pazar	Ana Pazar
Tahsisatlar	%50 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %50 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
Verilen Taahhütler	Satmama Taahhüdü- 1 Yıl
Fiyat İstikrarı Amacıyla Sağlanan İşlemler	Fiyat istikrarı planlanmamaktadır
Katılım Endeksine Uygunluk	Uygun değildir

3-) Şirkete İlişkin Özet Bilgiler

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 ünvan 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.

Şirketin Sermaye Yapısı

Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası	
Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay 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 Kısım	B	-	-	84.500.000	40,14%
Toplam		168.242.225	100,00%	210.492.225	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4-) Özet Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	2022	2023	2024	2025/09
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 Varlıklar	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
Toplam Özkaynaklar	6.286.354	1.358.865.610	2.274.194.266	2.429.987.171

Gelir Tablosu					
TL	2022	2023	2024	2024/09	2025/09
Hasılat	1.211.409	3.818.701	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Satışların Maliyeti (-)	(986.327)	(1.789.837)	-	-	-
Brüt Kar	225.082	2.028.864	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Genel Yönetim Giderleri (-)	(5.104.185)	(5.634.834)	(11.030.087)	(7.850.108)	(9.609.808)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	78.701	1.406.705.649	1.642.714.759	1.891.912.993	176.682.989
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(890.045)	(77.230.236)	(86.280.762)	(47.448.411)	(725.391.492)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	(5.690.447)	1.325.869.443	1.551.225.192	1.839.613.589	(550.112.740)
Dönem Kar Zararı	(162.508)	1.038.461.331	921.353.017	1.168.015.971	155.811.417

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5-) Faaliyetler Hakkında Bilgiler

Z GYO, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, Sermaye Piyasası Kurul'unca 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 ortaktır. Şirket'in ana faaliyet konuları aşağıdaki 5 başlık altında toplanmıştır.

Konaklama Tesisleri Projeleri: Yüksek standartta oteller, resortlar ve kırsal turizm konseptli yatırımlar ile turizm gelirlerinden pay alan projeler

Sağlık ve Sağlık Turizmi Tesisleri Projeleri: Türkiye'nin yükselen medikal turizm potansiyelini hedefleyen, yabancı sermaye ve turist talebine açık tesisler

Lojistik ve Küçük Sanayi Tesisleri Projeleri: Stratejik lokasyonlarda, modern altyapı ile donatılmış lojistik üsleri ve sanayi alanları

Konut ve Ticari Ünite Projeleri: Orta, orta-üst ve yüksek gelir gruplarına hitap eden, değer artış potansiyeli yüksek konut ve ticari gayrimenkuller

Eğitim Tesisleri ve Öğrenci Yurdu Projeleri: Yüksek gelir düzeyine sahip öğrenci portföyüne hitap eden, sürekli talep gören eğitim kampüsleri ve yurt projeleri

Gayrimenkul Portföyü:

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 (I.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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6-) Değerlemeye İlişkin Özet Bilgiler

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporu incelenmiştir. İnceleme sonuçları aşağıda yer almaktadır. Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. pay halka arzı kapsamında pay başına halka arz fiyatının tespiti için Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda belirlenen çarpan analizi ve net aktif değer analizi yöntemleri kullanılmıştır.

6.1-) Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Piyasa Çarpanları Analizi değerleme çarpanlarının belirlenmesinde, Şirket'in faaliyet konusu, gelir yapısı ve operasyonel dinamikleri esas alınmıştır. Ürün veya hizmet üretimi gerçekleştiren şirketlerde, değerlemede esas alınan göstergeler genellikle esas faaliyetlerden elde edilen gelir ve karlılık performansı olurken; ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirme ve gayrimenkul portföyü işletmeciliği olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için ise, portföyde yer alan gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerleri ve bu varlıkların bileşimi ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda, GYO'ların değerlemesinde şirketin aktif yapısını yansıtan Net Aktif Değer (NAD) temelli çarpanlar esas alınmıştır.

Benzer şirketler seçilirken Borsa İstanbul GYO Endeksi (XGMYO)'nde yer alan GYO'lar esas alınmış; karşılaştırılabilirliğin sağlanması amacıyla faaliyet konusu, portföy bileşimi, ölçek, finansal raporlama ve likidite gibi unsurlar yönünden örneklem oluşturulmuştur.

Benzer şirketler havuzu oluşturulurken, uluslararası değerleme standartları (UDS) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun değerleme raporlarına ilişkin düzenlemeleri doğrultusunda, çarpan analizinin sağlıklı sonuç verebilmesi için portföy yapısı, ölçek, faaliyet alanı ve finansal büyüklük açısından benzer şirketlerin seçilmesi esas alınmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (TL)	
PD/NAD Çarpanı	0,85
2025/09 tarihi itibarıyla Düzeltilmiş NAD	2.429.987.171
Özsermaye Değeri	2.068.736.206

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6.2 -) Net Aktif Değer Analizi

Z GYO'nun değerlemesinde portföyün büyük kısmının gelir üretmeyen veya Geliştirme aşamasındaki gayrimenkullerden oluşması ve portföydeki her bir varlık için gözlemlenebilir piyasa verilerinin mevcut olması sebebiyle Maliyet Yaklaşımı kapsamında toplama yönteminin en uygun ve tutarlı yöntem olduğu değerlendirilmiştir.

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 (I.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

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Net Aktif Değer (NAD)	50%	2.429.987.171
Çarpan Analizi	50%	2.068.736.206
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	2.249.361.688

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	2.249.361.688
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.09.2025 itibarıyla)	168.242.225
İskonto Oranı	27%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	1.644.283.394
Halka Arz Fiyatı (TL)	9,77

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7-) Sonuç

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin fiyat tespit raporunun incelemesi gerçekleştirilmiştir. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in değerini ortaya çıkarması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Olarak;

- Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiğini düşünüyoruz.
- Çarpan analizinden hesaplanan değere %50, net aktif değer analizi yöntemiyle hesaplanan değere %50 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in özsermaye değerinin hesaplanmasında kullanılan Net Aktif Değer yönteminin net ve anlaşılır şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Sonuç olarak, yukarıda belirttiğimiz yorumlar ışığında, Şirket için %27,00 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 9,77 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğu kanaatine varmış bulunuyoruz.

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.