



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Z 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

06.01.2026



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 Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Z GYO") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 24.11.2025 tarihli Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, Z GYO halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Vakıf Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlardan dolayı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket'in ana faaliyet alanları SPK'nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlenmelerinde yazılı amaç ve konular ile iştigal etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır.

Z GYO, gayrimenkul geliştirme alanında beş ana segmentte konulanmış yatırımları ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

- Konaklama Tesisleri Projeleri: Yüksek standartlarda 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

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 42.250.000 TL sermaye artırımını, 42.250.000 TL ortak satışı olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 9,77 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü 825.565.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 2.056.509.038 TL olacaktır. Şirket paylarının halka arzı 7-8-9 Ocak 2026 tarihleri arasında "Borsada Dışında Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da işlem görecektir.

HALKA ARZ BİLGİLERİ	
Şirket	Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Borsa Kodu	ZGYO
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	168.242.225 TL
Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	210.492.225 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	Sermaye Artışı: 42.250.000 TL nominal
	Ortak Satışı: 42.250.000 TL nominal
	Toplam: 84.500.000 TL nominal
Halka Arz Büyüklüğü	825.565.000 TL
Halka Açıklık Oranı	40,14%
Halka Arz Fiyatı	9,77 TL
Halka Arz Tarihleri	7-8-9 Ocak 2026
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 42.250.000 TL nominal (%50)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 42.250.000 TL nominal (%50)
Satmama Taahhüdü	- 1 Yıl Boyunca İhraççı - 1 Yıl Boyunca Ortaklar * Taahhütler hakkında detaylı bilgi için SPK tarafından onaylı İzahname'nin 27.3 maddesini inceleyiniz
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Şirket'in halka arzdan net 399.669.400 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. - Portföydeki arsalar üzerinde gayrimenkul projesi geliştirme yatırımları ve gayrimenkule dayalı hak kapsamındaki proje yatırımları (%20-%30) - Z Lagun Diplomatik Site Projesi Yatırımları (%25-%35) - Finansal Yükümlülük Ödemesi (%25-%35) - İşletme Sermayesi Finansmanı (%10-%20) * Yukarıda belirtilen kalemler arasında azami %10 oranında geçiş yapılabilir.
Katılım Finans İlkelerine Uygunluk	Uygun Değildir.

Kaynak: İzahname, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

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

Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Ahmet Kerem Eren	A*	935.539,00	0,56	935.539,00	0,44
	B	156.461.636,00	93,00	114.211.636,00	54,26
Fatma Eren	A*	64.461,00	0,04	64.461,00	0,03
	B	10.780.589,00	6,41	10.780.589,00	5,12
Halka Açık Kısım	B	-	-	84.500.000,00	40,14
Toplam	A+B	168.242.225,00	100,00	210.492.225,00	100,00

Kaynak: İzahname

*A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır.

5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzdan net **399.669.400 TL** gelir elde etmesi beklenmektedir. Fon kullanım yerinin dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
Portföydeki Arsalar Üzerinde Gayrimenkul Projesi Geliştirme Yatırımları Ve Gayrimenkule Dayalı Hak Kapsamındaki Proje Yatırımları	(%20-%30)
Z Lagun Diplomatik Site Projesi Yatırımları	(%25-%35)
Finansal Yükümlülük Ödemesi	(%25-%35)
İşletme Sermayesi Finansmanı	(%10-%20)
Toplam	%100,00

Kaynak: İzahname

6. 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)

6.1. Maliyet Yaklaşımı- Toplama Yöntemi

6.1.1. Net Aktif Değer Analizi

Gayrimenkul Portföyü	Değerlemede Esas Alınan Yöntem	Ekspertiz Değeri (30.09.2025) (TL)
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
İlk Madde Ve Malzeme		-
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa*		36.527.504
Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı		-18.377.581
Toplam 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

* Ankara İli, Keçiören ilçesi, Yükseltepe Mahallesi, 91607 Ada 1 Parselde Konumlu, toplam 10.448 m² konut alanı içerisinde 1.472 m² (92/653 hissesi) yüz ölçümlü arsa için değerlendirme raporu alınmış olup arsanın değerlendirme sonucunda değer düşüklüğüne uğradığı tespit edilmiştir. ilgili arsa için 30 Mayıs 2024 tarihinde noter onaylı satış vaadi sözleşmesi yapılmış olup Şirket, sözleşme tahtında ilgili satış bedelinin tümünü Eren Mesken'den aldığını, Eren Mesken de bu bedeli ödediğini beyan etmektedir. Karayolları Genel Müdürlüğü ile yaşanan anlaşmazlık nedeniyle dava sürecine girildiğinden tapu devri raporlama tarihi itibarıyla henüz gerçekleştirilmemiştir.

Not: Lagun Country Club 2. Etap yatırımı, Türkiye Muhasebe Standardı 40 (TMS 40) - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kapsamında, varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir biçimde ölçülmesinin mümkün olması halinde finansal tablolarda gerçeğe uygun değer yöntemiyle muhasebeleştirilebilmesine imkan tanınmakta olmakla birlikte, ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde, bağımsız denetim tarihi itibarıyla şirket finansal tablolarında yatırım amaçlı gayrimenkuller arasında muhasebeleştirilmemiştir.

Söz konusu projeye ilişkin olarak, Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-59 sayılı değerleme raporunda, 30.09.2025 tarihi itibarıyla projenin finansal değeri, geliştirme süreci, proje riskleri ve gerçekleşme belirsizlikleri dikkate alınarak %50 oranında iskonto uygulanmak suretiyle 1.489.500.000 TL olarak takdir edilmiştir.

Ancak, Lagun Country Club 2. Etap yatırımının söz konusu değerleme raporunda tespit edilen bu değeri, finansal tablolarda yatırım amaçlı gayrimenkul olarak yer almadığından, 24.11.2025 tarihli Fiyat Tespit Raporu kapsamında pay başına fiyatın belirlenmesinde, ihtiyatlılık ilkesi gereği dikkate alınmamıştır. Bu kapsamda, halka arz fiyatının tespitinde esas alınan değerleme çalışmaları, yalnızca finansal tablolarda muhasebeleştirilmiş ve değerleri bağımsız denetimden geçmiş varlıklar dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir.

6.2. Pazar Yaklaşımı - Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

6.2.1. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Benzer şirket havuzu oluşturulurken, uluslararası değerleme standartları (UDS) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 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.

Bu doğrultuda, aşağıda belirtilen kriterlere uymayan GYO'lar analiz dışında bırakılmıştır.

- Portföyünde AVM (alışveriş merkezi) bulunan GYO'lar
- Net aktif değeri (NAD) 10 milyar TL'nin üzerinde olan GYO'lar
- PD/NAD çarpanı 0,3x'ün altında ve 1,7x'nin üzerinde olan GYO'lar
- Faaliyet alanı veya portföy yapısı benzer olmayan GYO'lar

6.2.2. Uç Değer Hesaplaması

PD/NAD çarpan verileri üzerinde çeyrekler arası aralık (IQR) yöntemi kullanılarak aykırı gözlem analizi yapılmıştır.

Kartil Hesaplaması	Değerler
Kartil 1	0,3x
Kartil 3	0,9x
Çeyrekler Açıklığı	0,6x
Üst Sınır	1,7x
Alt Sınır	-0,5x

0,3x'ün altında ve 1,7x'nin üzerinde PD/NAD oranına sahip şirketler, analizde istatistiksel ve ekonomik açıdan temsil gücü düşük uç gözlemler olarak değerlendirilmiş ve karşılaştırılabilirlik ilkesi gereği örneklem dışı bırakılmıştır. Ayrıca NAD değeri 10 milyar TL'nin üzerinde olan, portföyünde alışveriş merkezi olan ve portföy yapısı uygun olmayan benzer şirketler değerleme dışında bırakılmıştır.

Belirtilen filtreleme sonucunda, BİST'te işlem gören 48 GYO arasından 13 adet GYO; faaliyet yapısı, büyüklüğü ve finansal profili itibarıyla değerlendirilmesi yapılan şirketle karşılaştırılabilir nitelikte bulunmuş ve sektör çarpanının hesaplamasında kullanılmıştır.

Şirket Adı	Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	PD/NAD
Ahes GYO	8.923.625.787	10.598.250.000	1,2x
Ata GYO	771.296.046	665.000.000	0,9x
Avrasya GYO	1.877.096.503	1.245.456.000	0,7x
Batı Ege GYO	5.038.374.319	4.246.150.000	0,8x
Eyg GYO	2.357.665.211	3.395.000.000	1,4x
Egeyapı Avrupa GYO	5.624.240.461	5.100.000.000	0,9x
İdealist GYO	338.021.096	468.000.000	1,4x
Koray GYO	9.949.792.401	6.210.000.000	0,6x
Körfez GYO	3.051.584.731	3.385.800.000	1,1x
Mhr GYO	8.361.087.521	4.689.090.000	0,6x
Mistral GYO	8.840.462.686	2.765.236.535	0,3x
Şeker GYO	7.454.429.623	5.166.076.047	0,7x
Vera Konsept GYO	5.107.853.569	2.451.800.000	0,5x
Ortalama			0,85x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6.2.3. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu

48 GYO şirketinden oluşan örneklem grubundan seçilen 13 şirketin ortalama Piyasa Değeri/ Net Aktif Değer çarpanı ortalaması **0,85x** olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değeri ile hesaplanmış özsermaye değeri hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

BİST GYO PD/NAD Çarpanına Göre Değerleme Sonucu (TL)	
PD/NAD (x)	0,85x
30.09.2025 Tarihi İtibarıyla Düzeltilmiş NAD	2.429.987.171
Özsermaye Değeri	2.068.736.206

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme ve Sonuç

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu kapsamında, şirketin özsermaye değeri Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde kabul gören Net Aktif Değer (NAD) ve Pazar yaklaşımı (Çarpan Analizi) yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Değerleme sonucunu gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Özeti (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık
Net Aktif Değer	2.429.987.171	%50,00
Çarpan Analizi	2.068.736.206	%50,00
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	2.249.361.688	%100,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu (TL)	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	2.249.361.688
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.09.2025)	168.242.225
Halka Arz Öncesi Pay Başına Fiyat	13,37
Halka Arz İskonto Oranı	%27,00
İskontolu Özsermaye Değeri	1.644.282.394
Halka Arz Fiyatı	9,77

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Z 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 hesaplamalarının makul ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde PD/NAD çarpanının baz alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde kullanılan uç değerlerin ve benzer şirket filtrelemelerinin makul olduğu görüşündeyiz.
- Kullanılan değerleme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %27,00 iskonto oranı uygulanarak 9,77 TL pay başına fiyat belirlenmesinin makul olduğu görüşündeyiz.



FIYAT 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.