



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

HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

16.03.2026

SERMayE PİYASASI KURULU'NUN VII-128.1 NO.LU PAY TEBLİĞİ'NİN
29'UNCU MADDESİNİN 5'İNCİ FIKRASI UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.

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.

Bu kapsamda işbu rapor, Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşme durumunun değerlendirilmesi amacıyla, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi uyarınca Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır.

2

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda ("Fiyat Tespit Raporu") Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir. Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("ZGYO") paylarının 7-8-9 Ocak 2026 tarihlerinde gerçekleşen halka arzı öncesinde, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz fiyatının belirlenmesinde "Net Aktif Değer Analizi ve Borsa Kılavuz Emsaller Yönetmi (Çarpan Analizi)" yöntemleri kullanılmıştır.

3

Net Aktif Değer Analizi

Net Aktif Değer (NAD), bir şirketin veya özellikle Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO)'nun gerçeğe uygun değer esasına göre düzenlenmiş varlıklarının toplamı ile borçlarının farkını ifade eder. SPK'nın III-48.1 sayılı GYO Tebliği uyarınca, GYO'ların portföylerinin gerçeğe uygun değer üzerinden izlenmesi esastır. NAD, GYO'nun piyasa değerini ve dolayısıyla fiyat tespit raporundaki özkaynak bazlı değerlendirme sonucunu belirleyen ana göstergedir.

GYO'ların değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

3.1 Maliyet Yaklaşımı – Toplama Yöntemi

Toplama Yöntemi;

"Yatırım şirketleri veya değeri esasen sahip oldukları payların ya da yatırımların değerinin bir türevi olan işletmeler için kullanılan bir yöntemdir."

UDS 105 madde 70.9 ise, yöntemin uygulanmasına ilişkin iki temel aşamayı düzenler:

- Değerleme konusu varlığı oluşturan her bir bileşenin, uygun değerlendirme yaklaşımları (pazar, maliyet veya gelir) kullanılarak ayrı ayrı değerlendirilmesi,
- Daha sonra, işletme veya portföyün toplam değerine ulaşmak amacıyla bu alt değerlerin toplanması. Bu yaklaşımın temel dayanağı, yatırım ortaklıklarının piyasa değerinin, sahip oldukları varlıkların bireysel değerlerinin toplamına eşit veya yakın olması varsayımdır.

Toplama Yöntemi, yatırım ortaklıklarının varlık bazlı yapısı nedeniyle, değerlemede en güvenilir yöntemlerden biri olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemde şirketin değeri, portföydeki her bir gayrimenkulün pazar değeri, nakit pozisyonu, finansal borçları ve diğer bilanço kalemleriyle bütünsel olarak ele alınır.

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. açısından;

- Portföyün büyük kısmının gelir üretmeyen veya geliştirme aşamasındaki gayrimenkullerden oluşması, bu nedenle Gelir Yaklaşımının uygulanabilir olmaması,
- Portföydeki her bir varlık için gözlemlenebilir piyasa verilerinin mevcut olması,

nedenleriyle Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yöntemi tercih edilmiştir.

4

Net Aktif Değer Karşılaştırması

Gayrimenkul Portföyü	Niteliği	Fiyat Tespit Raporu NAD (30.09.2025) (TL)	Son Durum İtibarıyla NAD (31.12.2025) (TL)
Ovacık Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Keçiören İlçesi, Ovacık Mahallesi, 90093 Ada 1 Parsel Taşınmaz	115.220.000	115.220.000
Çukurambar Eğitim Kampüsü	Eğitim Kampüsü /Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 27506 Ada 1 Parselde Konumlu "8 Katlı Betonarme Okul, Üniversite, Araştırma ve Arsası" Vasıflı Taşınmaz	411.390.000	421.280.000
Karakusunlar Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 29097 Ada 1 Parsel Taşınmaz	69.550.000	69.550.000
Z Lagün Diplomatik Site Arsası ve Projesi	Villa/Diplomatik Site/ Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Bahçelievler Mahallesi, 127974 Ada 1-3-5 Parselde Yer Alan 32 Adet Bağımsız Bölüm	1.517.971.000	1.595.391.000
Lagun Country Club (1. Etap)	Kırsal Turizm/Doğa, Sağlık Otel Ankara İli, Kızılcahamam İlçesi, Berçin Yayalar Mahallesi, Çatakk Yayla Serisi Kabaca Mevkii, 108 Ada 1 Parselde Konumlu "Orman" Vasıflı Ana Taşınmaz İçin Sözleşmeden Doğan Gayrimenkule Dayalı Hak	714.000.000	743.700.000
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		2.828.131.000	2.945.141.000
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		2.828.131.000	2.945.141.000
İlk Madde ve Malzeme		-	-
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa*		36.527.504	38.118.359
Arsa Değer Düşüklüğü		-18.377.581	-18.678.583
Karşılığı			
Stoklar		18.149.923	19.439.776
Gayrimenkul Portföyü		2.846.280.923	2.964.580.776
Toplam			
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)		9.843.504	3.712.488
Ticari Alacaklar (+)		26.473.654	6.841.554
Diğer Dönen Varlıklar (+)		17.868.469	22.551.639
Diğer Duran Varlıklar (+)		3.022.924	2.754.420
Toplam Portföy		2.903.489.474	3.000.440.877
Kısa Vadeli Yükümlülükler (-)		128.275.398	139.444.870
Uzun Vadeli Yükümlülükler (-)		345.226.905	347.240.236
Net Aktif Değer		2.429.987.171	2.513.755.771

Yukarıdaki tabloda detayları görüldüğü üzere Z GYO'nun 2.429.987.171 TL olan net aktif değeri 31.12.2025 tarihli mali tablolar ve yılsonu değerlendirme raporlarına göre hesaplandığında ise 2.513.755.771 TL'ye ulaşmıştır.

5

Piyasa Çarpanları Analizi

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

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme 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.

BIST GYO PD/NAD Çarpanına Göre Değerleme	
PD / NAD (x)	0,85x
30.09.2025 tarihi itibarıyla Düzeltilmiş NAD	2.429.987.171
Özsermaye değeri	2.068.736.206

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %27 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde **1.644.283.394 TL** Şirket Değeri 'ne ulaşılmıştır.

Buna göre, ödenmiş sermayesi **168.242.225 TL** olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı 9,77 TL olarak hesaplanmıştır.

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Değerleme Sonucu (TL)			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	2.429.987.171	50,00%	1.214.993.585
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	2.068.736.206	50,00%	1.034.368.103
Şirket Değeri			2.249.361.688
Halka Arz İskontosu			27%
İskontolu Şirket Değeri			1.644.283.394
Ödenmiş Sermaye			168.242.225
Halka Arz Fiyatı			9,77

6

Değerleme Sonucu

Şirket için en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değerinin, Borsa'da işlem gören GYO'ların piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

Fiyat tespit raporunda, Net Aktif Değer yöntemine ilave olarak ikinci yöntem olarak Pazar Yaklaşımı (Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi) kullanılmıştır. Buna göre benzer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Piyasa Değeri/ Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem de yine net aktif değere dayanmakta olup, Z GYO'nun 31.12.2025 tarihi itibarıyla gerçekleşen net aktif değerinin fiyat tespit raporunda hesaplanan net aktif değeri ile kıyaslaması yukarıda yer almaktadır.

Şirketin net aktif değeri 30.09.2025 tarihinde 2.429.987.171 TL iken 31.12.2025 tarihi itibarıyla 2.513.755.771 TL olarak gerçekleşmiş olup, net aktif değerinde artış meydana gelmiştir.

Bu çerçevede, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların genel olarak gerçekleştiği değerlendirilmiştir.

Şirketimiz bünyesinde Denetimden Sorumlu Komite henüz oluşturulmadığından, II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği kapsamında hazırlanması gereken "Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımların Gerçekleşmesine İlişkin Değerlendirme Raporu" Yönetim Kurulumuz tarafından hazırlanmıştır.

Saygılarımızla,

Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yönetim Kurulu

