

# **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. Raporunda 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<br>%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%         |
| <b>Toplam</b>    |      | <b>168.242.225</b> | <b>100,00%</b> | <b>210.492.225</b> | <b>100,00%</b> |

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)          | -                  | -                    | -                  |
| <b>Brüt Kar</b>                        | <b>225.082</b>   | <b>2.028.864</b>     | <b>5.821.282</b>   | <b>2.999.115</b>     | <b>8.205.571</b>   |
| 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)      |
| <b>Dönem Kar Zararı</b>                | <b>(162.508)</b> | <b>1.038.461.331</b> | <b>921.353.017</b> | <b>1.168.015.971</b> | <b>155.811.417</b> |

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                              |
| <b>Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b> |                                | <b>2.828.131.000</b>                     |
| Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa             |                                | 36.527.504                               |
| Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı              |                                | (18.377.581)                             |
| Stoklar                                     |                                | 18.149.923                               |
| <b>Gayrimenkul Portföyü Toplam</b>          |                                | <b>2.846.280.923</b>                     |

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 değerlendirme 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 değerlendirme standartları (UDS) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun değerlendirme 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        |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                   | <b>2.068.736.206</b> |

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                              |
| <b>Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b> |                                | <b>2.828.131.000</b>                     |
| Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa             |                                | 36.527.504                               |
| Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı              |                                | (18.377.581)                             |
| Stoklar                                     |                                | 18.149.923                               |
| <b>Gayrimenkul Portföyü Toplam</b>          |                                | <b>2.846.280.923</b>                     |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                   |                                | 9.843.504                                |
| Ticari Alacaklar                            |                                | 26.473.654                               |
| Diğer Dönen Varlıklar                       |                                | 17.868.469                               |
| Diğer Duran Varlıklar                       |                                | 3.022.924                                |
| <b>Toplam Portföy</b>                       |                                | <b>2.903.489.474</b>                     |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                   |                                | 128.275.398                              |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                   |                                | 345.226.905                              |
| <b>Net Aktif Değer</b>                      |                                | <b>2.429.987.171</b>                     |

| Değerleme Sonucu                                | Ağırlık     | Özsermaye Değeri     |
|-------------------------------------------------|-------------|----------------------|
| Net Aktif Değer (NAD)                           | 50%         | 2.429.987.171        |
| Çarpan Analizi                                  | 50%         | 2.068.736.206        |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)</b> | <b>100%</b> | <b>2.249.361.688</b> |

| 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 |
| <b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>                 | <b>9,77</b>   |

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.