

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Zeray GYO" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	10-11-12 Aralık 2025
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	510.000.000 TL nominal
Sermaye Artırımı	116.000.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	40.800.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%25,05
Halka Arz Satış Fiyatı	13,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.038.400.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Zekeriya Zeray	A	51.000.000	10,00	A	51.000.000	8,15
	B	459.000.000	90,00	B	418.200.000	66,80
Halka Açık	-	-	-	B	156.800.000	25,05
Toplam		510.000.000	100,00		626.000.000	100,00

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Şirket, sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %20-30'unu Yeni Proje Geliştirilecek Arsa Alımlarının ve/veya Mülkiyeti Başkasına Ait Arsalarda Geliştirilecek Projelerin Finansmanı'nda, %65-75'ini Şirket ve Yüklenici Firmalar Arasında İmzalanan İnşaat Sözleşmeleri Uyarınca Yüklenici Firmalara Yapılacak Hakkeş Ödemeleri'nde, %0-10'unu Finansal Borçların Ödenmesi'nde, %0-5'ini İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılmasında kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 12.09.2023 tarihinde Zeray Makina Mühendislik İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den kısmi bölünme suretiyle ve Zekeriya Zeray'ın nakdi sermaye taahhüdü ile "Zeray Gayrimenkul Anonim Şirketi" unvanıyla Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne 12.09.2023 tarihinde tescil edilerek süresiz olarak kurulmuştur. Şirket'in kuruluşu 12.09.2023 tarih ve 10912 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. SPK'nın 20.08.2024 tarih ve E-12233903-340.02-58806 sayılı ve Ticaret Bakanlığı'nın 23.08.2024 tarih ve E-50035491-431.02-00100109013 sayılı iznini takiben 29.08.2024 tarihinde Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilen Şirket'in 27.08.2024 tarihli Esas Sözleşme Değişikliğine İlişkin Olağanüstü Genel Kurul kararı ile Şirket, "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Şirket'in Amacı ve Faaliyet Konusu" başlıklı 5. maddesi uyarınca; Zeray GYO, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca 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 ortaklıktır. Şirket; faaliyet esasları, yapamayacağı işler, yatırım faaliyetleri, yatırım yasakları, yönetim sınırlamaları, portföy sınırlamaları ve portföy çeşitlendirmesi ile mutlak hakların tesisi ve tapu işlemleri hususunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uymaktadır. Zeray GYO'nun tüm gayrimenkul portföyü 12 adet gayrimenkul projesinden oluşmakta olup, hepsi stoklar altında finansal tablo tarihi itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş maliyet değerinden takip edilmektedir.

Proje Adı	Cinsi	Zeray GYO Stoğunda Yer Alan Bağımsız Bölüm	Zeray GYO Stoğunda Yer Alan Satılabilir Alan (m2)	Gerçeğe Uygun Değeri (TL)
Esil Kartepe	Konut	56	11.074	674.855.000
Mahal Kartepe	Konut	61	12.233	877.740.000
Dora Hill	Konut	314	45.303	1.899.230.000
Dilasa Orman	Konut	408	66.158	3.338.183.000
Country Akmeşe	Konut	25	8.115	579.908.000
Future Deluxe City	Konut + Ticari	197	46.578	2.469.679.000
Next Capital	Konut + Ticari	332	80.193	3.068.354.000
Harmony City	Arsa+ Konut	63	6.125	1.735.773.000
Miracle Garden	Konut	20	3.800	63.668.000
Residence	Konut	76	8.658	145.963.000
Gazania Life 1	Konut	44	4.696	57.465.000
Gazania Life 2	Konut	28	3.942	118.485.000
Toplam		1.624	296.875	15.029.303.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

TL	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Hasılat	-	2.433.120.321	1.549.742.795	255.926.958
Satışların Maliyeti (-)	-	-2.371.579.071	-1.510.203.613	-125.150.104
Brüt Kar/Zarar	-	61.541.250	39.539.182	130.776.854
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-	-39.346	-39.347	-2.514.614
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.005.582	-25.619.408	-12.011.187	-31.602.885
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-1.795.102	35.127.201	24.897.316	100.270.891
Net parasal pozisyon kazançları/ kayıpları (-)	182.418.757	-302.711.543	-309.488.201	48.467.383
Dönem Karı/Zararı	134.446.780	-300.695.370	-228.601.532	78.481.258

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

TL	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Dönen Varlıklar	4.238.851.406	5.066.051.078	6.356.097.819
Duran Varlıklar	560.621.253	766.863.545	817.436.524
Aktif Toplamı	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343
Özkaynaklar	709.674.260	850.243.195	927.780.477
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	510.000.000	510.000.000
Toplam Yükümlülükler Ve Özkaynaklar	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında maliyet yaklaşımı ve pazar yaklaşımı değerlendirilmiştir. Yapılmış olan maliyet yaklaşımı esaslı analizde Şirket varlıklarının maliyet bedelleri Şirket finansallarından elde edilmiş, Pazar değerleri ise RM Ritim Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından yapılan çalışmanın verileri kullanılmıştır. Maliyet yaklaşımı esaslı yöntem ile ulaşılan 15,03 milyar TL'lik toplam portföy değeri üzerinde detayları FTR dipnotunda açıklanarak aşağı yönlü düzeltmeler yapılmış ve sonunda 13,01 milyar TL'lik toplam portföy değerine ulaşılmıştır. Toplam portföy değeri üzerinden ise Şirket'in halka arz izahnamesinde yer alan son dönem finansalları kullanılarak 9,15 milyar TL net aktif değer hesaplanmıştır.

GAYRİMENKUL PROJELERİ	TL	Toplam Portföy Oranı
Esil Kartepe	602.113.575	4,63%
Mahal Kartepe	833.841.555	641%
Dora Hill	-	0,00%
Dilasa Orman	3.338.183.000	25,65%
Country Akmeşe	579.908.000	4,46%
Rezidance	145.963.000	1,12%
Future Deluxe City	2.469.679.000	18,98%
Next Capital	3.068.354.000	23,58%
Harmony City	1.735.773.000	13,34%
Miracle Garden	63.668.000	0,49%
Gazania Life 1	57.465.000	0,44%
Gazania Life 2	118.485.000	0,91%
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)	13.013.433.130	100%
Nakit Benzerleri ve Finansal Yatırımlar (B)	101.225.452	
Ticari ve Diğer Alacaklar (C)	697.271.550	
Diğer Dönen Varlıklar (D)	2.500.881.236	
Maddi Duran Varlıklar (E)	7.367.657	
AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=I)	16.320.179.025	
Finansal Borçlar (G)	890.353.335	
Ticari ve Diğer Borçlar (H)	15.576.480	
Ertelenmiş Gelirler (K)	5.105.164.207	
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü (L)	1.089.986.663	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler (M)	57.658.401	
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler (N)	1.679.248	
PASİF TOPLAMI (G+H+K+L+M+N=II)	7.160.418.334	
NET AKTİF DEĞER (I – II)	9.159.760.691	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar yaklaşımı kapsamında ise borsada işlem görüp Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren diğer GYO firmalarıyla karşılaştırma yapılmış, çarpan olarak Piyasa Değeri / Net Aktif Değer çarpanı kullanılmıştır. Pazar yaklaşımında dikkate alınan emsal şirketler şunlardır:

Şirket Kodu	Çıkarılmış Sermaye	NAD	Kapanış Fiyatı (06.11.2025)	Pay Başına NAD	İskontolu P/NAD (x)
ADGYO	293.700.000	12.078.520.136	51,45	41,13	1,16
AHSGY	195.000.000	7.422.400.453	58,75	38,06	1,43
ASGYO	659.000.000	17.025.801.622	11,48	25,84	0,41
AVPGY	400.000.000	36.607.967.859	57,55	91,52	0,58
BEGYO	815.000.000	5.230.891.410	5,74	6,42	0,83
EGEGY	200.000.000	4.723.374.430	27,68	23,62	1,08
EYGYO	700.000.000	2.802.936.117	4,48	4,00	1,03
FZLGY	1.250.000.000	7.552.418.352	13,82	6,04	2,12
ISGYO	958.750.000	46.477.787.449	20,96	48,48	0,40
KGYO	1.000.000.000	2.793.548.103	6,34	2,79	2,10
KLGYO	1.395.000.000	34.657.842.991	7,00	24,84	0,26
KRGYO	990.000.000	2.117.850.958	3,44	2,14	1,49
MSGYO	469.768.118	5.647.500.857	6,03	12,02	0,46
NUGYO	335.348.000	6.187.194.005	10,26	18,45	0,51
OZGYO	650.000.000	5.380.978.083	3,58	8,28	0,40
PSGYO	5.323.560.210	33.876.763.142	2,98	6,36	0,43
SNGYO	4.000.000.000	51.895.805.742	5,20	12,97	0,37
SRVGY	3.250.000.000	24.525.665.109	3,39	7,55	0,42
VKGYO	3.450.000.000	29.319.234.049	2,56	8,50	0,28
VRGYO	820.000.000	5.559.834.286	3,38	6,78	0,46
Ortalama					0,81

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan analizi sonucunda **0,81x** ortalama çarpan değerine ulaşılmış ve Şirket'in özsermaye değeri 7,43 milyar TL olarak tespit edilmiştir.

Çarpan	Çarpan Değeri	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)
PD/NAD	0,81	7.430.668.623	100%	7.430.668.623
Toplam Değer				7.430.668.623

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme sonucu:

Yukarıda özetlenen maliyet yaklaşımı ve pazar yaklaşımı yöntemlerinin her birine %50 ağırlık verilerek Zeray GYO'nun özsermaye değeri 8,3 milyar TL olarak hesaplanmış, bu değere %20,07 halka arz iskontosu uygulanarak 6,63 milyar TL nihai özsermaye değerine ulaşılmıştır. Halka arz fiyatı ise 13,00 TL / hisse olarak belirlenmiştir.

Kullanılan Yöntemler	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	9.159.760.691	50.00%	4.579.880.345
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	7.430.668.623	50.00%	3.715.334.311
Özsermaye Değeri		8.295.214.657	
Halka Arz İskontosu		20,07%	
İskontolu Özsermaye Değeri		6.630.641.582	
Ödenmiş Sermaye		510.000.000	
Halka Arz Fiyatı		13,00	

	Satış Şekli	Nominal	Tutar
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	Sermaye Artırımı	116.000.000	1.508.000.000
	Ortak Satışı	40.800.000	530.400.000
Halka Arz Büyüklüğü		156.800.000	2.038.400.000
Halka Açıklık Oranı			25.05%

Değerleme Hakkındaki Nihai Görüşümüz:

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Değerleme sonucu bulunan özsermaye değerine uygulanan %20 halka arz iskontosunu makul buluyoruz. Belirlenen değerleme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 13,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu kanaatine varmış bulunmaktayız.