

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İntegral Yatırım") **Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** ("Şirket" veya "İhraççı") için 07.11.2025 tarihinde hazırladığı ve 05.12.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İhraççı
Halka Arz Öncesinde Çıkarılmış Sermaye	510.000.000 TL
SPK Onay Tarihi	04.12.2025
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Tarihleri	10-11-12/12/2025 (3 Gün)
Halka Arz Fiyatı	13,00 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	156.800.000 TL / B Grubu - Sermaye Artışı: 116.000.000 TL - Ortak Satışı : 40.800.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa (Özsermaye) Değeri	8.295.214.657 TL
Halka Arz İskontosu	%20,07
Halka Arz İskontolu (Piyasa) Özsermaye Değeri	6.630.641.582 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	626.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%25,05
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	Yoktur
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%25,05
Halka Arz Büyüklüğü	2.038.400.000 TL
Borsa Kodu / Pazar	ZERGY.E / Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	18-19/12/2025
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmaktadır. 15 gün boyunca uygulanması planlanan Fiyat İstikrarı işlemleri için ihtiyaç duyulacak fon, öncelikli olarak, Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin pay satışı yoluyla elde edeceği brüt Halka Arz gelirinin %100'ü ile Şirket'in sermaye artışı yoluyla elde edeceği brüt Halka Arz gelirinin %20'sinden karşılanacaktır.
Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	İhraççı tarafından halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları da dahil olmak üzere) satışa veya halka arza konu edilmeyeceği taahhüt edilmiştir. Şirket'in hakim ortağı Zekeriya ZERAY Şirket sermayesinde sahip olduğu halka arza konu olmayan payları, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 (bir) yıl süreyle, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde hiçbir surette Borsa İstanbul'da satışa veya halka arza konu etmeyeceğini ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz

	yapılacağına dair bir açıklama yapmayacağını, sahip olduğu payları (halka arz edilen kısım hariç) borsa dışında satmayacağını, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacağını veya Borsa İstanbul'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu etmeyeceğini kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.
Azami Talep Tutarı	Talep adetleri 1 adet ve katları şeklindedir. Kurul Karar Organı'nın i- SPK-128.21 (19/09/2024 tarihli ve 1508 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği yatırımcı bazında talepte bulunabilecek pay tutarı, söz konusu yatırımcının dahil olduğu gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %50 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %50
Fon Kullanım Yeri	- Yeni Proje Geliştirme: %20-30 - Yüklenici Firmalara Hakkedış Ödemeleri: %65-75 - Finansal Borç Ödemesi: %0-10 - İşletme Sermayesi: %0-5
Dağıtım Şekli	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım Yöntemi , kullanılacaktır. Yurt İçi Kurumsal Dağıtım: Herbir yurt içi kurumsal yatırımcıya verilecek pay miktarına Konsorsiyum Liderleri'nin önerileri de dikkate alınarak Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahibi tarafından karar verilecektir.

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 29.08.2024 tarihinde Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilmiştir. 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. Portföy değerleri bağımsız gayrimenkul değerlendirme kuruluşunun 17.06.2025 tarihli değerlendirme raporlarında tespit edilen gerçeğe uygun değerleri ile sunulmuştur. Gayrimenkul portföyüne dair bilgiler aşağıda yer almaktadır:

Esil Kartepe Projesi: Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Çiftlik Mahallesi'nde 37.056,49 m² yüz ölçümlü 637 ada 22 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Esil Kartepe Projesi'nin temeli 2022 yılının ikinci çeyreğinde atılmıştır. Projenin kat irtifakı tesis edilmiş olup, tamamlanma oranı %99,95 düzeyindedir.

Mahal Kartepe Projesi: Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Sarımeşe Mahallesi'nde 29.223,57 m² yüz ölçümlü 322 ada 10 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Mahal Kartepe Projesi'nin temeli 2022 yılının son çeyreğinde atılmıştır. Projenin kat irtifakı tesis edilmiş olup, tamamlanma oranı %99,95 düzeyindedir.

Dora Hill Projesi: Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş. Çayırköy Mahallesi'nde 30.366,63 m² yüz ölçümlü 215 ada 10 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Dora Hill Projesi'nin temeli 2022 yılının üçüncü çeyreğinde atılmıştır. 2026 yılının ilk çeyreğinde tamamlanması öngörülen projenin tamamlanma oranı %85 seviyesindedir.

Dilasa Orman Projesi: Kocaeli İli, Başiskele İlçesi, Yuvacık Mahallesi'nde 54.804,47 m² yüz ölçümlü 1080 ada 15 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Dilasa Orman Projesi'nin temeli 2023 yılının

üçüncü çeyreğinde atılmıştır. Projenin tamamlanma oranı %45 seviyesindedir.

Country Akmeşe Projesi: Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Karaabdülbaki Mahallesi'nde 25.986,29 m² yüz ölçümlü 123 ada 145 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Country Akmeşe Projesi'nin temeli 2023 yılının son çeyreğinde atılmıştır. Projenin tamamlanma oranı %45 seviyesindedir.

Future Deluxe City Projesi: Ankara İli, Etimesgut İlçesi, Yaprıcak Mahallesi'nde 20.001 m² yüz ölçümlü 48342 ada 5 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Future Deluxe City (FDC) Projesi'nin temeli 2023 yılının üçüncü çeyreğinde atılmıştır. Projenin tamamlanma oranı %67 seviyesindedir.

Next Capital Projesi Ankara İli, Etimesgut İlçesi, Yaprıcak Mahallesi'nde 34.769,00 m² yüz ölçümlü 48341 ada 4 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Next Capital Projesi'nin temeli 2024 yılının ikinci çeyreğinde atılmıştır. Projenin tamamlanma oranı %10 seviyesindedir.

Harmony City Projesi: Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Ş.Uzunbey Mahallesi'nde 62.783,85 m² yüz ölçümlü 677 ada 3 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde Harmony City Projesi'nin geliştirilmesi planlanmakta olup değerlendirme tarihi itibarıyla 1 blok ruhsatı alınmıştır, inşai faaliyetleri devam etmektedir. 2025 yılında projenin temeli atılmıştır. Mevcut durumda toplam 3 blok için yapı ruhsatı temin edilmiştir.

Miracle Garden Projesi: Kocaeli İli, Başiskele İlçesi, Ş.Kullar Mahallesi'nde 17.510,48 m² yüz ölçümlü 794 ada 6 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Miracle Garden Projesi'nin arsa sahipleri ile %32 oranında (Arsa sahibi pay oranı) arsa payı karşılığı sözleşmesi imzalanmıştır. Projenin 1 blok ruhsatı alınmıştır, inşai faaliyetleri devam etmektedir. 2025 yılında projenin temeli atılmıştır.

Gazania Life- 1 Projesi: Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi'nde 7.653.,59 m² yüz ölçümlü 146 ada 11 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Gazania Life1 Projesi'nin arsa sahipleri ile %32 oranında (Arsa sahibi pay oranı) arsa payı karşılığı sözleşmesi imzalanmıştır. 1 blok ruhsatı alınmıştır, inşai faaliyetleri devam etmektedir.

Gazania Life- 2 Projesi: Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi'nde 30.819,92 m² yüz ölçümlü 151 ada 12 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Gazania Life-2 Projesi'nin arsa sahipleri ile %32 oranında (Arsa sahibi pay oranı) arsa payı karşılığı sözleşmesi imzalanmıştır. Projenin 1 blok ruhsatı alınmıştır.

Residence Projesi Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi'nde 4.903,20 m² yüz ölçümlü 204 ada 3 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Residence Projesi'nin arsa sahipleri ile %32 oranında (Arsa sahibi pay oranı) arsa payı karşılığı sözleşmesi imzalanmıştır. Projenin ruhsatı alınmıştır.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Kar / Zarar Tablosu (Milyon TL)	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Net Satışlar	-	2.433.120.321	1.549.742.795	255.926.958
Brüt Kar	-	61.541.250	39.539.182	130.776.854
Esasa Faaliyet Karı	(1.795.102)	35.127.201	24.897.316	100.270.891
Dönem Karı/Zararı	134.446.780	(300.695.370)	(228.601.532)	78.481.258

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (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
TOPLAM VARLIKLAR	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.205.036.354	2.794.434.280	3.252.705.116
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.884.762.045	2.188.237.148	2.993.048.750
ÖZKAYNAKLAR	709.674.260	850.243.195	927.780.477
TOPLAM KAYNAKLAR	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Zekeriya ZERAY	A	51.000.000	10,00	51.000.000	8,15
	B	459.000.000	90,00	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

5- Değerleme Çalışması Hakkında

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken "Maliyet Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)" sonucunda bulunan özsermaye değerleri kullanılmıştır.

Değerleme Özeti (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Maliyet Yaklaşımı (TL)	9.159.760.691	50%	4.579.880.345
Çarpan Analizi (TL)	7.430.668.623	50%	3.715.334.311
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		100%	8.295.214.657
Halka Arz İskontosu			20,07%
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)			6.630.641.582
Ödenmiş Sermaye (TL)			510.000.000
İskontolu Pay Fiyatı (TL)			13,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6- Genel Değerlendirme ve Sonuç:

Şirket'in değerlemesinde Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine (Çarpan Analizi) %50, Maliyet Yaklaşımı yöntemine %50 ağırlık verilerek Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 8.295.214.657 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere %20,07 oranında halka arz iskontosu uygulandığında, Halka Arz Birim Pay Değeri 13,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine ek olarak Maliyet Yaklaşımı Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine PD/NAD (Piyasa Değeri/Net Aktif Değer) çarpanının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğu,

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Sonuç olarak, **%20,07** seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla **13,00 TL** olarak hesaplanan halka arz pay fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.

ÇEKİNCE

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 A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma 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 A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.