



ZERAY GYO A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



10 Aralık 2025

İÇİNDEKİLER

1.	RAPORUN AMACI	3
2.	PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ.....	3
3.	ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	3
4.	HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI.....	4
5.	FİNANSAL TABLOLAR	5
6.	DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	7
7.	Değerleme ve Sonuç.....	15
8.	GÖRÜŞ	15

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, Zeray GYO A.Ş. ("Zeray Gyo", "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Integral Yatırım") tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arzla ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

İhraççı	Zeray Gyo A.Ş.
Halka Arz Kodu	ZERGY
Halka Arz Büyüklüğü	Sermaye Artırımı : 116.000.000 TL Ortak Satışı : 40.800.000 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye	510.000.000 TL Nominal
Halka Arz Sonrası Sermaye	626.000.000 TL Nominal
Satan Ortaklar	Zekeriya ZERAY : 40.800.000
Halka Açıklık Oranı	%25,05
Talep Toplama Tarihleri	10-11-12 Aralık 2025
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Fiyat	13,00 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Şirket Ortaklar İçin 1 yıl boyunca
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün boyunca Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yapılacaktır.

Kaynak: Zeray GYO İzahnamesi

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket, 12.09.2023 tarihinde Zeray Makine Mühendislik İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den kısmi bölünme suretiyle ve Zekeriya Zeray'ın nakdi sermaye taahhüdü ile "Zeray Gayrimenkul Anonim Şirketi" unvanı ile Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğüne 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 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 Genek Kurul kararı ile Şirket, "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket Esas Sözleşme'sinin "Şirket 'in Süresi" başlıklı 4'üncü maddesi uyarınca Şirket'in hukuki varlığı herhangi bir süre ile kısıtlanmamıştır.

Şirket'in merkezi, Gültepe Mahallesi Miralay Mümtaz Caddesi, No:1, İzmit/Kocaeli adresinde bulunmaktadır ve faaliyetlerini aynı adresten sürdürmektedir. Süresiz olarak kurulmuş olan Şirket'in personel sayısı, 30 Eylül 2025 tarihlerinde sona eren finansal tablo döneminde 15 kişiden oluşmaktadır.

Şirket'in internet adresi www.zeraygyo.com.tr ve telefon numarası 444 91 41'dir.

Şirket'in mevcut 510.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesi, halka arzla birlikte 626.000.000 TL'ye yükseltilecektir. Bu artış, tamamı nakit karşılığı yapılacak olup, ihraç edilecek toplam 116.000.000 TL nominal değerli (116.000.000 adet) B grubu hamiline pay halka arz kapsamında yatırımcılara sunulacaktır. Ayrıca, mevcut ortaklardan Zekeriya Zeray'a ait 40.800.000 TL nominal değerli (40.800.000 adet) B grubu hamiline yazılı payların satışı da halka arz kapsamında gerçekleştirilecektir.

Toplamda 156.800.000 TL nominal değerli (156.800.000 adet) B grubu hamiline yazılı payın halka arzı sonucunda, bu payların şirketin halka arz sonrası çıkarılmış sermayesindeki oranı %25,05 olacaktır.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in son durum itibarıyla pay sahiplerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer(TL)	Pay Oranı (%)
Zekeriya Zeray	A	51.000.000	10,00%	51.000.000	8,15%
	B	459.000.000	90,00%	418.200.000	66,81%
Halka Açık Kısım	B	--	--	156.800.000	25,05%
Toplam	A+B	510.000.000	100,00%	626.000.000	100,00%

Kaynak: Zeray GYO İzahnamesi

Şirket'in sermayesinde dolaylı olarak pay sahibi olan herhangi bir gerçek veya tüzel kişi bulunmamaktadır.

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

NET HALKA ARZ GELİRİ	1.412.543.588,82 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Oran (%)
Yeni proje Geliştirilecek Arsa Alımlarının ve /veya Mülkiyeti Başkasına Ait Arealarda Geliştirilecek Projelerin Finansmanı	20-30
Şirket ve Yüklenici Firmalar Arasında İmzalanan İnşaat Sözleşmeleri Uyarınca Yüklenici Firmalara Yapılacak Hakediş Ödemeleri	65-75
Finansal Borçların Ödenmesi	0-10
İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması	0-5
Toplam	100

Kaynak: Zeray GYO İzahnamesi ve Fon Kullanım Yeri Raporu

Şirket'in 18.11.2024 tarih ve 2024/31 sayılı Yönetim Kurulu kararına göre;

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

5. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre endekslenmiş 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihlerinde sona eren özel bağımsız denetimden geçmiş konsolide olmayan finansal durum tabloları ve finansal tablolarda yer alan bilgiler özel bağımsız denetim raporunda yer verildiği şekliyle alınmış olup aşağıda yer verilmiştir.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
Finansal Durum 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
Nakit ve nakit benzerleri	81.354.499	3.461.439	101.213.270
Finansal Yatırımlar	31.826	15.280	12.182
Ticari alacaklar	--	528.867.294	676.629.466
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	--	528.867.294	676.629.466
Diğer alacaklar	--	198.432.774	19.961.218
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	--	198.432.774	19.961.218
Stoklar	2.879.588.850	2.649.715.704	3.057.400.447
Peşin ödenmiş giderler	674.622.924	1.238.760.091	2.088.654.332
- İlişkili olan taraflara peşin ödenmiş giderler	388.056.236	1.227.240.913	2.046.279.937
- İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler	286.566.688	11.519.178	42.374.395
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	199.864	65.205	-
Diğer dönen varlıklar	603.053.443	446.733.291	412.226.904
Duran Varlıklar	560.621.253	766.863.545	817.436.524
Diğer alacaklar	-	854.007	680.866
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	-	854.007	680.866
Stoklar	560.621.253	766.009.538	809.388.001
Maddi Duran Varlıklar	-	-	7.367.657
Toplam Varlıklar	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
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	174.776.17	20.269.687
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	-	128.508.789	317.912.580
Ticari borçlar	636.106	2.866.636	15.576.480
-İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	636.106	2.866.636	15.576.480
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.203.313.138	2.315.423.118	2.841.287.968
-İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	2.203.313.138	2.315.423.118	2.841.287.968
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	559.094	2.308.379	1.753.307
Diğer borçlar	424.494	-	-
- İlişkili taraflara diğer borçlar	424.494	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	1.063.882	7.960.500
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	-	1.063.882	1.579.222
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	6.381.278
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	-	11.170.555
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	103.522	169.487.298	36.774.039
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.884.762.045	2.188.237.148	2.993.048.750
Uzun vadeli borçlanmalar	-	62.676.770	552.171.068
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	1.803.380.875	2.011.178.762	2.263.876.239
- İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	1.803.380.875	2.011.178.762	2.263.876.239
Uzun Vadeli Karşılıklar	-	-	1.679.248
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	-	-	1.679.248
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	81.381.170	114.381.616	175.322.195
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	4.089.798.399	4.982.671.428	6.245.753.866
Özkaynaklar	709.674.260	850.243.195	927.780.477
Ödenmiş Sermaye	250.000.000	510.000.000	510.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	225.946.449	407.210.754	407.210.754
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-	-	(943.976)
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları/ (kayıpları)	-	-	(943.976)
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	99.281.031	233.727.811	(66.967.559)
Net dönem karı / (zararı)	134.446.780	(300.695.370)	78.481.258
TOPLAM KAYNAKLAR	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre endekslenmiş 2023 ve 2024 yıllık hesap dönemleri ile 30.09.2025 tarihinde sona eren ara dönemine ilişkin özel bağımsız denetimden geçen finansal tablolardaki gelir ve giderlerin detayına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar Tablosu				
KÂR VEYA ZARAR KISMI	01.01.2023- 31.12.2023	01.01.2024- 31.12.2024	01.01.2024- 30.09.2024	01.01.2025- 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 Faaliyetlerden Diğer Gelirler	350.089	404.742	181.803	13.145.532
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(139.609)	(1.160.037)	(2.773.135)	(9.533.996)
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	(1.795.102)	35.127.201	24.897.316	100.270.891
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-	-	-	4.237.839
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-	-	-	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	(1.795.102)	35.127.201	24.897.316	104.508.730
Finansman gelirleri	2.228.726	2.973.517	1.772.256	1.126.959
Finansman giderleri	(118.444)	(3.084.099)	(360.313)	(1.817.116)
Net parasal pozisyon kazançları/ kayıpları (-)	182.418.757	(302.711.543)	(309.488.201)	48.467.383
VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	182.733.937	(267.694.924)	(283.178.942)	152.285.956
- Dönem vergi gideri/geliri	-	-	-	(12.459.558)
- Ertelenmiş vergi gideri/geliri	(48.287.157)	(33.000.446)	54.577.410	(61.345.140)
DÖNEM KARI/ZARARI	134.446.780	(300.695.370)	(228.601.532)	78.481.258

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Değerleme çalışması SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği UDS kapsamında yürütülmüş ve tüm yönleri ile ilgili standartlara uygun olmasına özen gösterilmiştir. Buna göre Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanmaktadır. Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içermektedir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu yaklaşımlar;

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.4 uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlemesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanılmasına gerek olmadığı belirtilmektedir. Ancak, değerlemeyi gerçekleştirenin çeşitli yaklaşım ve yöntemleri kullanmayı da göz önünde bulundurması gerekli görülmekte olup, özellikle tek bir yöntem ile güvenilir bir karar verilebilmesi için yeterli bulguya dayalı veya gözlemlenebilen girdinin mevcut olmadığı hallerde, bir değer belirlenebilmesi amacıyla birden fazla değerlendirme yaklaşımı veya yöntemi gerekli görülüp kullanılabileceği belirtilmektedir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde madde 20.1 uyarınca, Pazar Yaklaşımı, varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade etmektedir. Bu yaklaşım, UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. UDS 105'in 20.02 maddesinin b bendi uyarınca Pazar Yaklaşımı'na değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem gördüğü durumlarda ağırlık verilmesi zorunludur. Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Zeray GYO paylarının halka arzdan sonra borsada işlem göreceği olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğünden değerlendirme çalışması kapsamında kullanılmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan 48 gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanarak tespit edilmektedir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca gelir yaklaşımının uygulanabilmesi için değerlendirme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirlerin miktarının ve zamanlamasının makul bir şekilde tahmin edilebilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, gayrimenkul geliştirme faaliyetine ilişkin nakit akışlarının doğası gereği hem miktar hem de zamanlama anlamında belirsizlik taşıdığı göz önünde bulundurularak, işbu değerlendirme çalışması kapsamında Gelir Yaklaşımı kullanılmamıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı bir alıcının gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik ve risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için ister satın alma isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmakla birlikte, madde 70.1'in (b) bendinde de belirtildiği üzere değerlendirme konusu varlığın yatırım ortaklığı statüsünde bulunması halinde Maliyet Yaklaşımı kapsamında ele alınan Toplama Yöntemi uygulanabilmektedir. Bu kapsamda, Zeray GYO'nun gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünde olduğu ve Maliyet Yaklaşımının değerlemenin amacına uygun olduğu dikkate alınarak, işbu değerlendirme çalışması kapsamında Maliyet Yaklaşımı kullanılmıştır.

Bu kapsamda, Zeray GYO'nun faaliyetlerinin yapısı ve faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında, Zeray GYO için yapılan değerlendirme çalışmasında Pazar Yaklaşımı ile Maliyet Yaklaşımı esas alınmıştır.

İntegral Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerleme yaklaşımı incelenmiş olup, nihai olarak Pazar Yaklaşımı ile Maliyet Yaklaşımı esas alınıp kullanılmasına karar verilmiştir.

6.1. Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 70.1’de belli başlı üç maliyet yaklaşımı yönteminin bulunduğu belirtilmektedir.

- İkame Maliyeti Yöntemi: Gösterge niteliğindeki değer, eşdeğer fayda sağlayan benzer bir varlığın maliyetinin hesaplanmasıyla belirlendiği yöntem.
- Yeniden Üretim Maliyeti Yöntemi: Gösterge niteliğindeki değer, varlığın aynısının üretilmesi için gerekli olan maliyetin hesaplanmasıyla belirlendiği yöntem.
- Toplama Yöntemi: Varlığın değerinin, bileşenlerinin her birinin değeri toplanarak hesaplandığı yöntemdir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1 uyarınca yatırım ortaklığı statüsündeki ortaklıkların değerlemesinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen Toplama Yöntemi kullanıldığından, işbu değerleme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı madde 70.8’de Toplama Yönteminin, yatırım şirketleri veya değer esasen sahip oldukları payların değerinin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanıldığı belirtilmektedir. Söz konusu standardın 70.9’uncu maddesinde toplama yönteminin uygulanmasına ilişkin olarak;

- Değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi,
- Değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması

gerektiği ifade edilmektedir. Bu bağlamda, Zeray GYO’nun paylarının Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Toplama Yöntemi ile değerlemesinde özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihli finansal tabloları esas alınmış ve söz konusu finansal tablolarda maliyet bedeli ile raporlanan “stok”lar RM Ritim Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarının esas alınması suretiyle Pazar Değerlerine getirilmiş ve finansal durum tablosunun diğer unsurları ile Zeray GYO’nun Net Aktif Değeri tahmin edilmiştir.

Güncel Değere Getirilen Zeray GYO Varlıkları Hakkında Bilgi

Daha öncede ifade edildiği üzere Zeray GYO'nun özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihli finansal tablolarında "stok"ların tamamı maliyet bedeli ile raporlanmıştır. Söz konusu varlıkların niteliğine, maliyet bedellerine, RM Ritim Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarında yer verilen pazar değerlerine aşağıdaki tablolarda yer verilmektedir.

Gayrimenkulün		Maliyet Bedeli (TL/30.09.2025)	Pazar Değeri (TL)*
Tanımı	Türü		
Kısa Vadeli Stoklar			
Esil Kartepe**	Proje	123.062.179,00	602.113.575,00
Mahal Kartepe***	Proje	268.128.480,00	833.841.555,00
Dora Hill****	Proje	1.274.583.678,00	-
Dilasa Orman	Proje	602.171.070,00	3.338.183.000,00
Future Deluxe City	Proje	782.353.431,00	2.469.679.000,00
Gazania Life 1	Proje	7.101.609,00	57.465.000,00
Ara Toplam (I)		3.057.400.447	7.301.282.130
Uzun Vadeli Stoklar			
Country Akmeşe	Proje	156.334.005,00	579.908.000,00
Rezidance	Proje	3.916.750,00	145.963.000,00
Next Capital	Proje	34.299.235,00	3.068.354.000,00
Harmony City	Proje	578.901.211,00	1.735.773.000,00
Miracle Garden	Proje	19.210.890,00	63.668.000,00
Gazania Life 2	Proje	16.725.910,00	118.485.000,00
Ara Toplam (II)		809.388.001	5.712.151.000
TOPLAM (I+II)		3.866.788.448,00	13.013.433.130,00

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

*30.09.2025 tarihli finansal tablolarının 7 no'lu dipnotunda stokların **toplam gerçeğe uygun değeri 17.127.674.866 TL** olarak raporlanmış olup, söz konusu tutar RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan gayrimenkul değerlerinin (15.029.303.000 TL) 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre endekslenmesi suretiyle tespit edilmiştir. Şirket tarafından gayrimenkullerin 30.09.2025 tarihli değerlerinin tespitine yönelik hizmet alınmaması nedeniyle ihtiyatlılık gereği stokların pazar değeri RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan gayrimenkul değerleri üzerinden fiyat tespitine konu edilmiştir. Enflasyon endeksi 31.03.2025'ten 30.09.2025'e kadar yaklaşık %13,96 artış göstermiştir.

** Esil Kartepe projesinde 31.03.2025 tarihinden 30.09.2025 tarihine kadar faturası kesilip gelire yansıtılan gayrimenkul satışlarının kar/zarar ile ilişkilendirilen kısımlarında düzeltmeye gidilmiş olup, RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan 674.855.000 TL gayrimenkul değerinden 72.741.425 TL çıkarılmıştır. Esil Kartepe projesinde söz konusu dönemde 148.775.006 TL'lik faturası kesilip gelire yansıtılan satış gerçekleşmiş olup, söz konusu satışların maliyeti 76.033.581 TL'dir. Söz konusu hesaplamada doğrudan satışlara atfedilemeyen ilave giderler maliyet içerisinde gösterilmemiştir.

*** Mahal Kartepe projesinde 31.03.2025 tarihinden 30.09.2025 tarihine kadar faturası kesilip gelire yansıtılan gayrimenkul satışlarının kar/zarar ile ilişkilendirilen kısımlarında düzeltmeye gidilmiş olup, RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan 877.740.000 TL gayrimenkul değerinden 43.898.445 TL çıkarılmıştır. Mahal Kartepe projesinde söz konusu dönemde 80.063.772 TL'lik faturası kesilip gelire yansıtılan satış gerçekleşmiş olup, söz konusu satışların maliyeti 36.165.327 TL'dir. Söz konusu hesaplamada doğrudan satışlara atfedilemeyen ilave giderler maliyet içerisinde gösterilmemiştir.

**** Dora Hill projesi hakkında Şirket'in SPK'ya hitaben 21.10.2025 tarihli yazısında ruhsatlı projelere uygun şekilde yürütülen inşai süreç esnasında, uygulama aşamasında ortaya çıkan teknik nedenlerle imar mevzuatına uygun tadilat gereksiniminin doğduğu, bu nedenle proje tadilatına ilişkin resmi süreç tamamlanıncaya kadar tapu kaydına geçici olarak "3194 sayılı Kanunun 32. maddesi gereğince imar mevzuatına aykırıdır." beyanı işlendiği, eş zamanlı olarak ilgili alan yerinde projeye uygun hale getirildiği ve aykırılığın giderildiği şekliyle tadil mimari proje belediye tarafından onaylandığı, İzmit Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nün 27.02.2025 tarihli yazısında, anılan parsel ile ilişkin aykırı imalatın projede giderilmesine dair mimari projelerin onaylandığı belirtilerek, tadilat ruhsatı yazımına ilişkin sürecin devam ettiğinin bildirildiği, yapılan düzeltmeler sonucunda tadilat projesi belediye tarafından onaylanmış olduğu ve tadilat ruhsat yazımı sürecinin devam ettiği belirtilmiş, bu kapsamda tapu kaydı üzerinde yer alan beyanın kaldırılması amacıyla 31.03.2026 tarihine kadar Şirket'e ek süre verilmesi talep edilmiştir. Öte yandan tadilat ruhsat yazım sürecinin devam ettiği hususu dikkate alınmak suretiyle Dora Hill projesinin 1.899.230.000 TL olan gerçeğe uygun değeri net aktif değer hesaplamasında dikkate

alınmamış olmakla birlikte, projenin ön satışlarından kaynaklanan müşteri sözleşmelerinden doğan 1.228.970.524 TL tutarındaki ertelenmiş gelirlere toplam yükümlülükler arasında yer verilmeye devam edilmiştir.

Bu kapsamda Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarında toplam 3.866.788.448 TL maliyet bedeli ile raporlanan Zeray GYO'nun 12 adet projesine ait "stok"ların RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarına göre Pazar Değeri 15.029.303.000 TL olarak hesaplanmış, söz konusu Pazar Değerinden Esil Kartepe, Mahal Kartepe ve Dora Hill projelerinde yukarıda detaylarına yer verilen uyarlamaların yapılması ile Pazar Değeri 13.013.433.130 TL olarak kabul edilmiştir. Bu değer ile finansal tablolarda raporlanan değer arasındaki fark 9.146.644.682 TL olmuştur.

Bilindiği üzere, KVK md. 5 uyarınca, GYO'ların kurumlar vergisi istisnasından faydalanılabilmesi için GYO'ların sahip oldukları taşınmazlardan elde ettikleri kazançların en az %50'sinin, elde edildiği hesap dönemine ilişkin kurumlar vergisi beyannamesinin verilmesi gereken ayı izleyen ikinci ayın sonuna kadar kâr payı olarak dağıtılması gerekmektedir. KVK'nın 32. maddesine eklenen c bendi ile %10 yurt içi asgari kurumlar vergisi uygulaması getirilmiş ve asgari kurumlar vergisi hesaplanacak kurum kazancından GYO'ların taşınmazlardan elde ettikleri kazançların istisna ve indirim olarak dikkate alınamayacağı hüküm altına alınmıştır.

Şirket yönetim kurulu tarafından 18.11.2024 tarihli ve 2024/32 sayılı karar ile Şirket'in kâr dağıtım politikası belirlenmiş olup, söz konusu politika 13.05.2025 tarihinde yapılan genel kurul toplantısında onaylanmıştır. Kar Dağıtım Politikası'nın Kar Dağıtım İlkeleri başlıklı maddesi aşağıda yer almaktadır:

Ayrıca, Kurumlar Vergisi Kanunun 5. maddesi uyarınca, GYOların kurumlar vergisi istisnasından faydalanılabilmesi için GYOların sahip oldukları taşınmazlardan elde ettikleri kazançların en az %50'sinin, elde edildiği hesap dönemine ilişkin kurumlar vergisi beyannamesinin verilmesi gereken ayı izleyen ikinci ayın sonuna kadar kâr payı olarak dağıtılması gerekmektedir. Taşınmazlardan elde edilen kazançlar; alım satım kazançları, kira gelirleri, taşınmaza dayalı hakların devir ve temlikinden elde edilen kazançlar, taşınmaz inşaat projelerinden elde edilen gelirler, taşınmaz işletme gelirleri gibi doğrudan taşınmazlardan elde edilen gelir ve kazançlardır. Şirketimizin kurumlar vergisi istisnasından istifade edebilmesi için yukarıda belirtilen kâr dağıtım şartını da her hesap dönemi itibarıyla sağlama hedefi bulunmaktadır.

Bu çerçevede Şirketimiz, vergi mevzuatına kapsamında tutulan yasal kayıtlarında yer alan ve yukarıda belirtilen açıklamalarda belirtilen taşınmazlardan elde edilen kazançlar kapsamına giren kazançlarının en az yüzde 50'sini nakit kâr payı şeklinde ortaklarına dağıtmayı hedeflemektedir...."

Şirket'in kar dağıtım politikası çerçevesinde taşınmazlardan elde edeceği gelir ve kazançların asgari kurumlar vergisine (işbu rapor tarihi itibarıyla : %10) tabi olacağı dikkate alınarak Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarında toplam 3.866.788.448 TL maliyet bedeli ile raporlanan Zeray GYO'nun 12 adet projesine ait "stok"ların RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarına göre belirlenen Pazar Değeri üzerinden yapılan uyarılama sonrası ortaya çıkan 9.146.644.682 TL farktan %10 kurumlar vergisi oranı varsayımıyla 914.664.468 TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü hesaplanmıştır.

Zeray GYO'nun 30.09.2025 Tarihli Bireysel Finansal Durum Tablosunun Güncel Değere Göre Düzeltilmesi

Bir önceki alt başlıkta yer verilen düzeltme/yeniden değerlendirme işlemleri ile ilgili hesaplamalar kapsamında, Zeray GYO'nun yeniden değerlendirilmiş 30.09.2025 tarihli finansal tablolarına aşağıda yer verilmektedir.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu			
(TL)	30.09.2025	Yeniden Değerleme Kayıtları	Yeniden Değerlenmiş 30.09.2025
VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	101.213.270	-	101.213.270
Finansal yatırımlar	12.182	-	12.182
Ticari alacaklar	676.629.466	-	676.629.466
Diğer alacaklar	19.961.218	-	19.961.218
Stoklar	3.057.400.447	4.243.881.683	7.301.282.130
Peşin ödenmiş giderler	2.088.654.332	-	2.088.654.332
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	-	-
Diğer dönen varlıklar	412.226.904	-	412.226.904
Toplam dönen varlıklar	6.356.097.819	4.243.881.683	10.599.979.502
Diğer alacaklar	680.866	-	680.866
Stoklar	809.388.001	4.902.762.999	5.712.151.000
Maddi duran varlıklar	7.367.657	-	7.367.657
Toplam duran varlıklar	817.436.524	4.902.762.999	5.720.199.523
Toplam varlıklar	7.173.534.343	9.146.644.682	16.320.179.025
KAYNAKLAR			
Kısa vadeli borçlanmalar	20.269.687	-	20.269.687
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	317.912.580	-	317.912.580
Ticari borçlar	15.576.480	-	15.576.480
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.841.287.968	-	2.841.287.968
Çalışanlara sağlanan fayda kapsamında borçlar	1.753.307	-	1.753.307
Diğer borçlar	-	-	-
Kısa vadeli karşılıklar	7.960.500	-	7.960.500
Dönem karı vergi yükümlülüğü	11.170.555	-	11.170.555
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	36.774.039	-	36.774.039
Kısa vadeli yükümlülükler	3.252.705.116	-	3.252.705.116
Uzun vadeli borçlanmalar	552.171.068	-	552.171.068
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.263.876.239	-	2.263.876.239
Uzun vadeli karşılıklar	1.679.248	-	1.679.248
Ertelenen vergi yükümlülüğü	175.322.195	914.664.468	1.089.986.663
Uzun vadeli yükümlülükler	2.993.048.750	914.664.468	3.907.713.218
Toplam yükümlülükler	6.245.753.866	914.664.468	7.160.418.334
Ödenmiş sermaye	510.000.000	-	510.000.000
Porföy Yeniden Değerleme Farkları	0	8.231.980.214	8.231.980.214
Sermaye düzeltme farkları	407.210.754	-	343.184.527
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-973.976	-	-973.476
Geçmiş yıllar karları/(zararları)	-66.967.559	-	-62.292.864
Net dönem karı/zararı	78.481.258	-	-45.255.699
Özkaynaklar	927.780.477	8.231.980.214	9.159.760.691
Toplam kaynaklar	7.173.534.343	11.045.874.682	18.219.409.025

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

Zeray GYO'nun Net Aktif Değeri'nin Tahmin Edilmesi Zeray GYO'nun yeniden değerlendirilmiş 30.09.2025 tarihli bireysel finansal tablosunun esas alınması suretiyle Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamında hesaplanan Net Aktif Değeri'ne aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

ZERAY GYO NAD TABLOSU (TL) 30.09.2025		
GAYRİMENKUL PROJELERİ	(TL)	Toplam Portföy Oranı
Esil Kartepe*	602.113.575	4,63%
Mahal Kartepe**	833.841.555	6,41%
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%
NAKİT BENZERLERİ ve FİN YATIRIMLAR (B)	101.225.452	
TİCARİ ve DİĞER ALACAKLAR (C)	697.271.550	
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR (D)	2500881236	
MADDİ DURAN VARLIKLAR (E)	7.367.657	
AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=I)	16.320.179.025	
FİNANSAL BORÇLAR (G)	890.353.335	
TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)	15.576.480	
ERTELENMİŞ GELİRLER (K)	5.105.164.207	
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)	1.089.986.663	
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)	57.658.401	
DİĞER UZUN VADELİ 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	
Çıkarılmış Sermaye	510.000.000	
Pay Başı Net Aktif Değer	17,96	

* Esil Kartepe projesinde 31.03.2025 tarihinden 30.09.2025 tarihine kadar faturası kesilip gelire yansıtılan gayrimenkul satışlarının kar/zarar ile ilişkilendirilen kısımlarında düzeltmeye gidilmiş olup, RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan 674.855.000 TL gayrimenkul değerinden 72.741.425 TL çıkarılmıştır. Esil Kartepe projesinde söz konusu dönemde 148.775.006 TL'lik faturası kesilip gelire yansıtılan satış gerçekleşmiş olup, söz konusu satışların maliyeti 76.033.581 TL'dir. Söz konusu hesaplamada doğrudan satışlara atfedilemeyen ilave giderler maliyet içerisinde gösterilmemiştir.

** Mahal Kartepe projesinde 31.03.2025 tarihinden 30.09.2025 tarihine kadar faturası kesilip gelire yansıtılan gayrimenkul satışlarının kar/zarar ile ilişkilendirilen kısımlarında düzeltmeye gidilmiş olup, RM Ritim Değerleme tarafından 31.03.2025 tarihi itibarıyla takdir olunan 877.740.000 TL gayrimenkul değerinden 43.898.445 TL çıkarılmıştır. Mahal Kartepe projesinde söz konusu dönemde 80.063.772 TL'lik faturası kesilip gelire yansıtılan satış gerçekleşmiş olup, söz konusu satışların maliyeti 36.165.327 TL'dir. Söz konusu hesaplamada doğrudan satışlara atfedilemeyen ilave giderler maliyet içerisinde gösterilmemiştir.

*** Dora Hill projesi hakkında Şirket'in SPK'ya hitaben 21.10.2025 tarihli yazısında ruhsatlı projelere uygun şekilde yürütülen inşai süreç esnasında, uygulama aşamasında ortaya çıkan teknik nedenlerle imar mevzuatına uygun tadilat gereksiniminin doğduğu, bu nedenle proje tadilatına ilişkin resmi süreç tamamlanıncaya kadar tapu kaydına geçici olarak "3194 sayılı Kanunun 32. maddesi gereğince imar mevzuatına aykırıdır." beyanı işlendiği, eş zamanlı olarak ilgili alan yerinde projeye uygun hale getirildiği ve aykırılığın giderildiği şekliyle tadil mimari proje belediye tarafından onaylandığı, İzmit Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nün 27.02.2025 tarihli yazısında, anılan parsel ile ilişkin aykırı imalatın projede giderilmesine dair mimari projelerin onaylandığı belirtilerek, tadilat ruhsatı yazımına ilişkin sürecin devam ettiğinin bildirildiği, yapılan düzeltmeler sonucunda tadilat projesi belediye tarafından onaylanmış olduğu ve tadilat ruhsat yazımı sürecinin devam ettiği belirtilmiş, bu kapsamda tapu kaydı üzerinde yer alan beyanın kaldırılması amacıyla 31.03.2026 tarihine kadar Şirket'e ek süre verilmesi talep edilmiştir. Öte yandan tadilat ruhsat yazım sürecinin devam ettiği hususu dikkate alınmak suretiyle Dora Hill projesinin 1.899.230.000 TL olan gerçeğe uygun değeri net aktif değer hesaplamasında dikkate alınmamış olmakla birlikte, projenin ön satışlarından kaynaklanan müşteri sözleşmelerinden doğan 1.228.970.524 TL tutarındaki ertelenmiş gelirlerle toplam yükümlülükler arasında yer verilmeye devam edilmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında esas alınan Zeray GYO'nun 30.09.2025 tarihli finansal tablosu üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Zeray GYO'nun Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri 9.159.760.691 TL olarak hesaplanmış ve 1 TL nominal değerli 1 adet pay başına düşen fiyat 17,96 TL olarak tahmin edilmiştir.

6.2. Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak Piyasa Değeri bulunabilmesi için “Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi” kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

Kullanılması Uygun Bulunan Çarpanlar

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında, Zeray GYO için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlara, bu çarpanların değerlendirilmesi kapsamında kullanılıp kullanılmadığına ilişkin açıklamalarla birlikte aşağıda yer verilmektedir.

- **Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanı** öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi kuruluşların değerlemesinde kullanılmaktadır. Zeray GYO’nun gayrimenkul portföyünde yer alan gayrimenkullerin bir kısmının finansal tablolarında özellikle “stok” kalemi altında maliyet bedeli ile raporlanması nedeniyle Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında Pazar Değeri’nin tespit edilebilmesi için varlıkların güncel değerini dikkate alan PD/NAD çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı** gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi kuruluşların değerlemesinde kullanılabilirlikle birlikte, yukarıda da belirtildiği üzere Zeray GYO’nun gayrimenkul portföyünde yer alan gayrimenkullerin bir kısmının maliyet bedeli ile raporlanması nedeniyle değerlendirilmesi kapsamında hesaplanmış ancak değer tespiti hususunda dikkate alınmamıştır.

UDS 104 Değer Esasları’nın 30.6 maddesi uyarınca, değerlemesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazara ilişkin koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda, yukarıda yer verilen değerlendirmeler dikkate alındığında değerlendirme çalışması için geçerli ve uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine itimat edilen yöntemlerden PD/NAD çarpanı kullanılmıştır.

Benzer Şirketlerin Seçim Süreci

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında, yurt içinde Zeray GYO ile benzer faaliyette bulunan halka açık şirketler incelenmiştir.

Zeray GYO’nun gelirlerinin tamamının konut satışlarından oluşması, kira getiri amaçlı gayrimenkullerinin 2024 yıl sonu ve 30.09.2025 tarihi itibarıyla portföyde bulunmaması; gayrimenkul portföyünün tamamının stoklardan oluşması nedeniyle, emsallerin belirlenmesinde hasılatın otel, alışveriş merkezi, ofis/şube, depo vb. gayrimenkullerden elde edilen kira gelirlerine duyarlılığı yüksek olan borsada işlem gören GYO’lar dikkate alınmamıştır. Ayrıca net aktif değeri büyüklüğü, işlem gördüğü pazar ve yakın zamanda gerçekleşen fiyat hareketleri de emsallerin belirlenmesinde dikkate alınmıştır. Bu şekilde; 2 milyar TL’nin altında ve 60 milyar TL’nin üstünde olan GYO’lar, payları yakın izleme pazarında işlem gören GYO’lar ile piyasa hareketlerinde aşırı oynaklığa sahip GYO’lar emsallerin belirlenmesinde dikkate alınmamıştır.

İşbu fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla emsallere konu halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bir kısmı 30.09.2025 tarihli finansal tablolarını yayınlamamışlardır. Bu nedenle tutarlılık açısından gayrimenkul portföyünün değer tespitinde yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflandırılan gayrimenkullerin 30.06.2025 tarihindeki bilançodaki kayıtlı değerleri alınmış, stoklarda ise gayrimenkul rayiç değerlerinin tespit edildiği bilanço tarihine göre iki şekilde düzeltme yapılmıştır. Şöyle ki, 30.06.2025 tarihi itibarıyla değeri tespit edilen ve finansal durum tablolarında stoklar altından elde etme maliyeti üzerinden izlenen gayrimenkullerin değerleri, 30.06.2025 tarihli rayiç değerlerine göre düzeltilmiş, öte yandan yıl sonu itibarıyla değeri tespit edilen ve finansal durum tablolarında stoklar altından elde etme maliyeti üzerinden izlenen gayrimenkullerin değerleri yıl sonu rayiç değerlerine 6 aylık TÜFE farkı eklenerek düzeltilmiştir.

GYO’ların 30.06.2025 tarihinde raporlanan ana ortaklığa ait özkaynaklarına; düzeltilmiş değerler ile kayıtlı değerler arasında kalan fark eklenmiş ve düzeltilmiş değerler ile kayıtlı değerler arasında kalan farktan %10 kurumsal vergisi oranı varsayımıyla hesaplanmış ertelenmiş vergi yükümlülüğü ise çıkarılmıştır. Bu suretle GYO’ların vergi etkisinden arındırılmış net aktif değerleri hesaplanmıştır.

Konsolide ve bireysel finansal tablo hazırlayan GYO'larda konsolide finansal tablolar dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi itibarıyla 30.09.2025 tarihli finansal tablolarını yayınlayan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının fiyatlarına bu finansal tablolarla açıklanan bilgilerin etki ettiği kabulüyle PD/NAD değerlerinde Haziran-Eylül 2025 dönemindeki TÜFE artış oranında aşağı yönlü düzeltme yapılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Kapsamında Esas Alınan Seçilmiş Finansal Veriler

A1 Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından özel bağımsız denetimden geçen 30.09.2025 tarihinde sona eren ara döneme ait finansal tablolarda raporlanan "stok" kalemlerinin RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporlarının esas alınarak düzeltilmesi suretiyle hesaplanan 9.159.760.691 TL tutarındaki net aktif değer değerleme çalışması kapsamında esas alınmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Sonucu (Yurt İçi Benzer Şirketler)

Değerleme çalışmasında kullanılan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin 06.11.2025 tarihli kapanış fiyatları, 30.06.2025 tarihli net aktif değerleri ile ve aritmetik ortalamalarına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir. PD/NAD çarpanı 30.06.2025 tarihli net aktif değerlerine Haziran 2025-Eylül 2025 dönemindeki TÜFE artış oranı olan %7,50 iskonto uygulanmıştır. Öte yandan çeyrek açıklık istatistiki yönteminin birinci çeyreğinin çeyreklik aralığın (IQR) 1,5 katı altının ve üçüncü çeyreğinin çeyreklik aralığın (IQR) 1,5 katı alt ve üst sınır olarak belirlenmiştir. Emsaller için hesaplanan P/NAD değerleri alt ve üst sınırlar olan 0 ve 2,14 çarpanları dahilindedir.

Zeray Gyo A.Ş. - Benzer Şirket Çarpanları						
Yurt İçi Benzer Şirketler	Borsa Kodu	Çıkarılmış Sermaye	NAD	Kapanış Fiyatı (06.11.2025)	Pay Başına NAD	İskontolu PD/NAD**
ADRA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	ADGYO	293.700.000	12.078.520.136	51,45	41,13	1,16
AHES GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	AHSGY	195.000.000	7.422.400.453	58,75	38,06	1,43
ASCE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	ASGYO	659.000.000	17.025.801.622	11,48	25,84	0,41
AVRUPAKENT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	AVPGY	400.000.000	36.607.967.859	57,55	91,52	0,58
BATI EGE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	BEGYO	815.000.000	5.230.891.410	5,74	6,42	0,83
EGEYAPI AVRUPA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	EGEGY	200.000.000	4.723.374.430	27,68	23,62	1,08
EYG GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	EYGYO	700.000.000	2.802.936.117	4,48	4	1,03
FUZUL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	FZLGY	1.250.000.000	7.552.418.352	13,82	6,04	2,12
İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	ISGYO	958.750.000	46.477.787.449	20,96	48,48	0,4
KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	KGYO	1.000.000.000	2.793.548.103	6,34	2,79	2,1
KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	KLGYO	1.395.000.000	34.657.842.991	7,00	24,84	0,26
KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	KRGYO	990.000.000	2.117.850.958	3,44	2,14	1,49
MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	MSGYO	469.768.118	5.647.500.857	6,03	12,02	0,46
NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	NUGYO	335.348.000	6.187.194.005	10,26	18,45	0,51
ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	OZGYO	650.000.000	5.380.978.083	3,58	8,28	0,4
PASİFİK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	PSGYO	5.323.560.210	33.876.763.142	2,98	6,36	0,43
SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	SNGYO	4.000.000.000	51.895.805.742	5,20	12,97	0,37
SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	SRVGY	3.250.000.000	24.525.665.109	3,39	7,55	0,42
VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	VKGYO	3.450.000.000	29.319.234.049	2,56	8,50	0,28
VERA KONSEPT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	VRGYO	820.000.000	5.559.834.286	3,38	6,78	0,46
Ortalama						0,81*

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

Pay kodu; AKFGY, AKSGY, AKMGY, ALGYO, ATAGY, AGYO, AVGYO, BASGZ, DZGYO, DGGYO, EKGYO, HLGYO, IDGYO, KZBGY, KZGYO, MRGYO, MHRGY, OZKGY, PAGYO, PEKGY, RYGYO, SEGYO, SURGY, TRGYO, TSGYO, YGGYO, YGYO, ZRGO olan ortaklıklar değerleme çalışması kapsamı dışında tutulmuştur.

Net aktif değer hesaplamasının detaylarına işbu raporun 6.2. numaralı bölümde yer verilmektedir.

*Virgülden sonra iki haneye kadar yuvarlanış değeri göstermektedir.

** Kapanış Fiyatı / Pay Başına NAD çarpanına %7,50 iskonto uygulanmış değerdir.

Değerleme 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.

PD/NAD Çarpanına Göre Şirket Değeri	PD/NAD Çarpanı	NAD (TL)	PD/NAD Şirket Değeri (TL)
Zeray GYO NAD	0,81	9.159.760.69	7.430.668.623

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait çarpanların esas alınması ve PD/NAD çarpanı kullanılması sonucunda Zeray GYO'nun değeri 7.430.668.623 TL olarak tahmin edilmiştir.

7. Değerleme ve Sonuç

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

a) Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi

b) Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %20,07 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde 6.630.641.582 TL Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır.

Buna göre, ödenmiş sermayesi 510.000.000 TL olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı 13,00 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 156.800.000 TL olup, halka açıklık oranı yaklaşık %25,05 olarak hesaplanmıştır. Buna göre halka arzın büyüklüğü 2.038.400.000 TL'dir.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Değerleme Sonucu (TL)			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket 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
Şirket Değeri			8.295.214.657
Halka Arz İskontosu			20,07%
İskontolu Şirket 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%

Kaynak: Zeray GYO Fiyat Tespit Raporu

8. GÖRÜŞ

- Zeray GYO için İntegral Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde PD/NAD çarpanının kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Şirketin değerlemesi için gayrimenkul sektöründe kullanılan Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi) yönteminin ve Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsadaki Kılavuz Emsaller yönteminin kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Hesaplanan şirket değerine uygulanan %20,07 halka arz iskontosunun makul olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi) ve Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller yöntemi) Yöntemi kullanılarak bulunan Özsermaye Değerine %20,07'lik halka arz iskontosu ile hesaplanan 13,00 TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.