

ZERAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN

ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park

7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL

Tel: 0212 319 12 10

09 Aralık 2025

1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 05.12.2025 tarihinde KAP’ta açıklanan Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Şirket”, “Zeray GYO”) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 07.11.2025 tarihli İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“İntegral Yatırım”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ndan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“OYAK Yatırım”)’nin yalnızca İntegral Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Zeray GYO, pek çok farklı alanda gayrimenkul projeleri gerçekleştirmektedir. Şirket, şehir içinde ve dışında yeni değerler yaratan farklı yaşam merkezleri oluşturmayı ve yeni yaşam alanlarını hayata katmayı hedeflemektedir.

Şirket’in portföyünde; “Zeray Kırsal Sapanca”, “Zeray Meva Anadolu”, “Zeray Country Bademli”, “Zeray Korupark” gibi birçok proje yer almaktadır.

Kaynak: Şirket İnternet Sitesi

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar 116.000.000 TL Nominal sermaye artırımları ve 40.800.000 TL Nominal ortak satışı olmak üzere toplam 156.800.000 TL Nominal olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 13,00 TL olarak belirlenirken halka arz büyüklüğü 2.038.400.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket’in halka arz sonrası piyasa değeri ise 8.138.000.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 10-11-12 Aralık 2025 tarihleri arasında “Konsorsiyum Aracılığıyla- Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret” yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul’da Yıldız Pazar’da işlem görecektir.

Şirket	Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Borsa Kodu/Ticker	ZERGY
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	510.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	626.000.000 TL nominal
Halka Arz Miktarı ve Türü	116.000.000 TL nominal (Sermaye Artırımı) 40.800.000 TL nominal (Ortak Satışı) 156.800.000 TL nominal (Toplam)
Halka Arz Büyüklüğü	2.038.400.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,05%
Halka Arz Fiyatı	13,00 TL
Halka Arz Tarihleri	10-11-12 Aralık 2025
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	78.400.000 TL nominal Yurt İçi Bireysel Yatırımcı (%50) - Eşit Dağıtım 78.400.000 TL nominal Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı (%50) - Serbest Dağıtım Anonim Şirketler ve Limited Şirketler Bireysel ve Yüksek Başvurululu Yatırımcı kategorisinden başvurabilecektir. Tüm yatırımcı gruplarında mükerrer talep kontrolü olacak ve herhangi bir yatırımcının sadece en yüksek talebi dağıtıma dahil edilecektir.
Taahhütler	Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve halka arz eden ortaklar 1 yıl boyunca borsada ve borsa dışında pay satışı yapmayacaklarını beyan etmişlerdir.

Fiyat İstikrarı	Halka arz eden pay sahiplerinin pay satışı yoluyla elde edeceği brüt halka arz gelirinin %100'ü, Şirket'in sermaye artışı yoluyla elde edeceği brüt halka arz gelirinin %20'si kadar kaynağın 15 gün boyunca fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılması planlanmaktadır.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Şirket'in halka arzdan elde edeceği toplam net gelirin 1.412.543.588,82 TL olması beklenmektedir. Halka arz kapsamında elde edilecek gelirin %20-30'una karşılık gelen tutarın yeni projelerin finansmanında, %65-75'ine karşılık gelen tutarın alt yüklenici firmaların hak ediş ödemelerinde, %0-10 finansal borç ödemesinde, %0-5 işletme sermayesinin finansmanında kullanılması planlanmaktadır.

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Pay Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Zekeriya Zeray	A	51.000.000	10,0%	A	51.000.000	8,15%
	B	459.000.000	90,0%	B	418.200.000	66,81%
Halka Açık		-	-	B	156.800.000	25,05%
Toplam		510.000.000	100,0%		626.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzdan elde edeceği toplam net gelirin 1.412.543.588,82 TL olması beklenmektedir.

Halka arz kapsamında elde edilecek gelirin %20-30'una karşılık gelen tutarın yeni projelerin finansmanında, %65-75'ine karşılık gelen tutarın alt yüklenici firmaların hak ediş ödemelerinde, %0-10 finansal borç ödemesinde, %0-5 işletme sermayesinin finansmanında kullanılması planlanmaktadır.

Kaynak: İzahname

6. Özet Finansallar

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.			
Gelir Tablosu (milyon TL)	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Hasılat	0,0	2.433,1	255,9
Satışların Maliyeti (-)	0,0	-2.371,5	-125,2
Brüt Kar/ Zarar	0,0	61,6	130,8
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2,0	-25,6	-31,6
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-	0,0	-2,5
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0,4	0,4	13,1
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-0,1	-1,2	-9,5
Esas Faaliyet Kar/ (Zararı)	-1,8	35,2	100,3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,0	0,0	4,2

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0,0	0,0	0,0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kar / (Zararı)	-1,8	35,2	104,5
Finansman Geliri	2,2	3,0	1,1
Finansman Gideri (-)	-0,1	-3,1	-1,8
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	182,4	-302,7	48,5
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar / (Zararı)	182,7	-267,6	152,3
Dönem Vergi Gideri /Geliri	0,0	0,0	-12,5
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	-48,3	-33,0	-61,3
Dönem Karı / (Zararı)	134,4	-300,6	78,5

Bilanço (milyon TL)	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Dönen Varlıklar	4.238,9	5.066,1	6.356,1
Nakit ve Nakit Benzerleri	81,4	3,5	101,2
Ticari Alacaklar	0,0	528,9	676,6
Stoklar	2.879,6	2.649,7	3.057,4
Peşin Ödenmiş Giderler	674,6	1.238,8	2.088,6
Diğer	603,3	645,2	432,2
Duran Varlıklar	560,6	766,9	817,4
Diğer Alacaklar	0,0	0,9	0,7
Stoklar	560,6	766,0	809,4
Maddi Duran Varlıklar	0,0	0,0	7,4
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.205,0	2.794,4	3.252,7
Ticari Borçlar	0,6	2,9	15,6
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	2.203,3	2.315,4	2.841,3
Diğer	1,1	476,1	395,8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.884,8	2.188,2	2.993,0
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	1.803,4	2.011,2	2.263,9
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	81,4	114,4	175,3
Diğer	0,0	62,7	553,8
Özkaynaklar	709,7	850,2	927,8
Ödenmiş Sermaye	250,0	510,0	510,0
Sermaye Düzeltmesi Farkları	225,9	407,2	407,2
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	99,3	233,7	-67,0
Net Dönem Karı	134,4	-300,7	78,5
Diğer	0,0	0,0	-0,9

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme

07 Kasım 2025 tarihli İntegral Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Net Aktif Değer ve Piyasa Çarpanları Analizi'ne (PD/Net Aktif Değer) yer verilmiştir.

Net Aktif Değer Analizi Sonucu

Net Aktif Değer Analizi Sonucu- (mn TL)	
Toplam Portföy Değeri	13.013,4
Nakit Benzerleri ve Finansal Yatırımlar	101,2
Ticari ve Diğer Alacaklar	697,3
Diğer Dönen Varlıklar	2.500,9
Maddi Duran Varlıklar	7,4
Aktif Toplamı- (mn TL)	16.320,2
Finansal Borçlar	890,4
Ticari ve Diğer Borçlar	15,6
Ertelenmiş Gelirler	5.105,2
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.090,0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	57,7
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,7
Pasif Toplamı- (mn TL)	7.160,4
Net Aktif Değer (mn TL)	9.159,76
Sermaye (mn TL)	510,0
Pay Başına Değer (TL)	17,96

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi Sonuçları

Piyasa Çarpanları Analizi Sonucu	Çarpanlar	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (Mn TL)
PD/Net Aktif Değer	0,81	100%	7.430,7
Özsermaye Değeri (mn TL)		100%	7.430,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8. Değerleme ve Sonuç

İntegral Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Net Aktif Değer” ve “Piyasa Çarpanları” yöntemleri sırasıyla %50 ve %50 oranında ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,07 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için pay başı 13,00 TL değer tespit edilmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlıklandırılmış Değer (Mn TL)
Net Aktif Değer (%50)	4.579,9
Piyasa Çarpanları Yöntemi (%50)	3.715,3
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (Mn TL)	8.295,2
İskonto Oranı	20,07%
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri (TL)	6.630,6
Pay Adedi (TL)	510,00
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)	13,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

9. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket hakkında verilen bilgilerin yeterince kapsamlı ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Şirket için yapılan değerleme çalışmasında “Net Aktif Değer” ve “Piyasa Çarpanları Analizi” kullanılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünürüz.
- Ruhsat riskleri nedeniyle Dora Hill projesindeki 1,8 Milyar TL olan gerçeğe uygun değerın hesaplanan net aktif değere eklenmemesini olumlu buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Analizi ve Net Aktif Değer yöntemleri ile hesaplanan değerlerin %50’şer ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Bulunan değere %20,07 halka arz iskontosu uygulanması sonrası belirlenen pay başına 13,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşünderiz.

Uyarı Metni

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 OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman 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 OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.