BİST GYO endeksindeki şirketlerin özkaynakları aşağıda belirtilmiştir:

XGMYO		Özkaynaklar			
Hisse Kodu	Şirket	2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.375.294.670	6.607.226.889	9.012.762.490	9.008.810.786
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	2.965.120.571	5.218.218.631	5.780.916.606	5.546.127.831
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.056.949.441	4.276.307.122	5.805.804.450	6.947.836.833
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	13.032.916.226	22.787.221.187	29.306.282.084	30.235.868.083
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	5.410.164.476	8.200.707.783	9.183.477.509	8.878.507.638
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	16.903.759.440	29.211.677.518	40.063.111.238	40.926.885.293
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	9.682.435.248	15.535.347.350	16.711.841.042	17.257.459.010
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	8.082.342.817	21.499.299.495	18.612.479.120	17.164.014.479
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	389.904.580	609.831.816	705.156.867	706.527.426
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	967.430.982	1.478.708.296	1.961.436.050	1.851.774.521
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	16.493.533.947	29.607.798.385	39.054.635.471	39.452.198.675
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	11.754.991.666	20.448.677.428	25.623.430.223	27.103.772.809
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	826.707.932	2.654.950.210	5.148.658.283	5.038.374.319
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	5.067.428.711	9.980.659.513	13.433.752.620	13.466.249.890
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	2.450.199.103	3.637.415.302	5.163.486.240	5.220.889.517
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	202.891.098	91.670.232	162.494.170	1.256.267.298
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	62.602.471.000	84.533.176.000	122.064.413.000	129.488.315.000
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.061.906.314	1.879.100.003	2.397.935.623	2.120.338.754
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.864.265.457	3.936.657.319	4.329.356.158	4.566.689.274
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	17.523.739.279	28.987.614.402	40.315.867.164	45.106.123.128
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	198.160.338	333.684.223	332.417.295	297.658.503
ISGYO	İş G.M.Y.O.	23.881.871.955	39.030.144.782	49.055.573.372	48.809.511.402
KGYO	Koray Gmyo	251.911.834	1.289.220.372	1.895.727.543	1.809.067.325
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	10.858.128.000	17.724.933.000	23.307.527.000	22.575.938.000
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	651.370.753	1.136.446.526	1.508.896.296	2.337.662.150
KZBGY	Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	9.710.032.039	11.570.188.245	20.915.292.435	21.012.073.550
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	6.490.716.607	11.348.138.930	12.217.268.173	12.303.269.873
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.614.529.748	6.546.283.913	7.491.572.028	7.426.301.705
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	3.446.672.915	7.303.764.184	8.942.908.381	10.694.855.315
MSGYO	Mistral G.M.Y.O	2.228.608.511	4.337.663.939	4.619.243.687	4.572.108.833
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	2.273.002.389	4.377.179.585	6.607.597.506	6.438.879.369
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	3.731.891.492	5.313.244.661	5.830.305.273	5.730.838.466
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	29.408.717.922	49.181.425.090	61.692.784.857	63.217.143.613
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	4.895.611.615	10.685.349.335	13.523.524.863	13.550.397.097
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	3.744.432.358	4.676.398.806	4.245.871.316	6.763.590.207
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	11.180.802.621	18.666.488.982	22.219.698.521	29.336.256.462
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	11.705.725.482	43.597.980.868	56.896.183.098	67.225.605.015

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululâ Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 9 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 05 Fax: 0212 352 03
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357278
Boğaziçi Kurumlar VD 022 008 8359
Mersis No: 0-5720-0883-5000017

SEGYO	Şeker G.M.Y.O.	3.887.208.666	6.527.359.062	7.429.362.974	7.025.706.116
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	20.650.269.161	36.731.423.231	45.100.748.688	45.900.219.996
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	13.022.893.489	22.098.623.800	31.043.139.773	33.347.370.198
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.804.644.994	6.990.434.074	7.741.475.221	9.093.018.625
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	268.395.114	295.594.038	362.761.613	347.487.316
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	59.233.725.000	104.320.407.000	122.527.760.000	125.411.067.000
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	2.991.795.558	4.836.778.411	5.929.936.097	5.902.367.910
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	8.682.160.486	15.599.518.203	22.784.165.475	23.411.167.613
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.130.888.565	5.210.103.699	5.098.449.354	5.107.853.569
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O	9.712.824.521	19.024.588.946	18.871.192.999	18.466.540.924
ZRGYO	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	32.109.998.706	52.465.335.957	69.086.597.946	71.413.405.136
Toplam		465.481.443.797	812.400.966.743	1.032.115.278.192	1.080.870.391.852

BİST GYO endeksindeki şirketlerin net karları aşağıda belirtilmiştir:

XGMYO		Net Kar			
Hisse Kodu	Şirket	2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.075.578.679	553.322.369	1.198.272.143	193.874.069
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	1.310.856.324	937.783.186	-424.052.594	-235.203.072
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	294.534.914	1.695.307.678	-207.730.419	1.142.024.182
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	1.332.820.424	1.048.787.676	1.445.018.330	1.403.466.454
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	-159.353.321	716.908.965	524.404.659	324.164.525
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	3.895.842.441	4.848.900.868	4.010.583.424	1.299.293.695
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	1.243.493.208	1.861.594.885	445.950.916	354.141.991
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	-263.103.888	5.705.267.656	-1.079.755.948	-1.385.444.087
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	212.635.900	46.795.243	40.488.108	1.389.936
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	138.653.527	82.367.246	45.794.573	-74.428.261
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	10.103.162.589	4.708.456.661	7.380.600.157	1.693.454.143
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	-1.816.579.524	5.629.426.189	2.378.919.082	2.969.167.195
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	685.304.605	199.888.445	1.133.298.692	-39.939.413
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	3.965.478.925	2.665.299.853	978.176.125	32.572.059
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	287.646.701	99.441.351	478.564.111	57.403.277
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	148.254.354	-42.163.999	-269.079.723	390.060.631
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	1.317.404.000	-5.505.929.000	12.787.471.000	9.080.408.000
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	317.132.553	350.118.044	120.379.992	-277.369.683
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	604.620.728	355.605.427	-259.774.177	238.393.762
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	7.016.223.589	3.716.001.979	1.999.276.756	4.812.895.810
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	26.671.501	-8.919.239	-156.020.738	-34.807.493
ISGYO	İş G.M.Y.O.	8.600.904.852	4.520.884.552	892.029.688	-252.513.364
KGYO	Koray Gmyo	-40.388.970	927.362.737	-68.842.925	-85.948.866
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	3.524.337.000	2.046.673.000	857.759.000	-731.248.000
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	95.946.750	195.698.386	66.766.461	131.459.640
KZBGY	Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.209.564.850	-2.449.696.713	7.278.533.638	96.759.953

KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	170.508.431	156.866.612	236.961.362	86.466.109
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.034.396.089	45.098.895	89.653.311	33.325.728
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	1.409.693.452	1.283.271.495	2.344.985.068	5.724.251
MSGYO	Mistral G.M.Y.O	826.072.204	1.259.826.231	102.213.872	- 37.494.948
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	534.502.648	1.097.877.552	173.837.768	-169.465.465
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	1.000.400.589	-9.439.819	-736.305.261	-30.353.099
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	8.183.771.486	4.247.574.955	1.726.997.641	1.190.145.951
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	1.811.806.191	3.811.143.710	820.699.368	514.175.315
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	-460.433.998	1.555.627.141	105.822.505	403.954.612
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	6.126.987.242	1.458.501.686	2.367.879.594	2.686.930.680
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	8.322.811.985	12.325.515.192	9.207.296.659	10.449.257.096
SEGYO	Şeker G.M.Y.O.	1.290.305.367	842.930.895	-349.705.270	-406.241.102
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	3.526.196.906	6.916.042.500	490.471.128	793.126.803
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	4.708.719.670	7.234.614.203	1.986.100.502	333.155.874
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	458.910.189	1.312.528.055	328.758.596	1.351.985.949
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	-34.183.005	-118.058.975	-6.378.467	-15.274.297
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	16.883.038.000	19.231.660.000	8.303.399.000	6.728.615.000
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	982.692.004	517.369.554	-22.432.684	-27.998.297
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	1.746.609.243	1.928.281.199	3.037.201.744	626.794.657
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	135.232.202	831.973.359	-424.576.139	9.523.599
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O	4.995.696.762	10.851.530.851	-523.731.568	1.300.535.106
ZRGYO	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	9.111.999.405	5.989.158.494	3.057.439.536	2.659.509.302
Toplam		119.893.375.773	117.675.077.230	73.913.618.576	49.665.415.803

BİST GYO endeksindeki şirketlerin toplam varlıkları aşağıda belirtilmiştir:

XGMYO		Toplam Varlıklar			
Hisse Kodu	Şirket	2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.463.617.985	6.645.236.519	9.585.378.811	9.777.477.602
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	2.987.150.261	5.252.511.617	6.239.664.720	6.308.778.621
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.659.103.992	4.602.800.381	6.780.711.472	8.451.249.253
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	20.511.689.781	33.756.400.158	38.519.094.499	39.261.452.889
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	5.442.167.902	8.250.899.239	10.861.655.118	10.753.591.578
AKSGY	Akış G.M.Y.O.	23.574.159.761	34.551.643.370	46.788.044.121	48.837.550.754
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	9.960.062.822	16.591.054.130	22.410.112.281	24.341.271.226
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	10.166.966.390	21.581.153.502	25.157.028.730	22.931.169.462
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	401.670.544	624.801.407	801.996.593	808.117.718
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	993.708.244	1.503.336.729	1.993.546.331	1.977.398.154
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	20.055.740.338	30.286.351.566	49.449.095.978	49.706.251.463
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	31.014.951.990	42.845.775.298	56.902.606.019	51.720.189.973
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.880.687.209	4.247.308.771	5.163.922.051	5.118.448.374
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	8.405.879.171	14.456.131.610	[illegible]	18.757.849.888

VAKIF [illegible] DENETİM
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] Fax: [illegible]
www.[illegible]
İstanbul Ticaret Sicil No: 39[illegible]
Doğuş Üniversitesi VD 922 [illegible] 835
Mersis No: 0-9220 0383 [illegible] 00017

DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	2.854.574.628	3.721.651.588	6.002.236.481	6.490.590.646
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	2.067.697.892	3.913.367.052	6.538.412.641	8.142.976.817
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	121.282.370.000	174.455.659.000	252.876.620.000	276.004.246.000
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.703.310.013	3.008.597.138	3.776.396.776	3.490.497.428
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	5.436.950.347	8.731.311.271	11.623.979.816	13.472.727.995
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	23.563.268.339	38.280.722.921	54.849.211.570	64.124.921.481
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	275.817.685	613.476.474	569.564.077	644.806.301
ISGYO	İş G.M.Y.O.	29.662.237.877	47.868.845.473	59.777.693.660	55.919.613.420
KGYO	Koray Gmyo	1.222.597.739	5.357.938.199	7.665.355.441	8.575.973.528
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	17.310.293.000	29.908.799.000	31.689.217.000	31.778.874.000
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	720.618.637	1.214.117.833	1.768.756.985	2.536.498.487
KZBGY	Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	12.228.339.033	18.873.994.420	29.258.933.436	31.469.473.791
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	9.019.794.038	12.972.570.238	16.453.993.475	16.600.008.250
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.653.189.444	6.576.012.718	8.764.061.723	8.959.323.636
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	4.036.722.059	8.208.851.663	12.486.044.284	15.154.579.569
MSGYO	Mistral G.M.Y.O	2.259.505.035	4.372.480.952	6.040.324.859	6.287.456.702
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	3.034.318.048	5.463.400.357	7.138.932.879	6.832.979.666
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	3.798.480.460	5.377.200.529	6.110.270.622	6.078.920.626
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	34.028.534.386	55.134.492.567	68.839.471.756	73.212.178.999
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	4.946.366.429	11.409.243.471	14.942.403.301	15.007.568.897
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	6.255.223.746	9.180.289.227	10.139.440.019	10.061.345.508
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	20.260.000.567	43.809.821.706	63.725.841.070	66.343.954.334
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	15.868.372.846	48.980.365.038	77.958.584.834	79.163.780.961
SEGYO	Şeker G.M.Y.O.	4.789.886.653	7.855.358.677	8.767.713.131	8.101.452.077
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	30.313.907.458	47.270.334.291	57.675.836.326	58.816.068.461
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	17.028.887.066	27.601.119.185	41.808.276.306	43.709.766.786
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.305.331.325	8.334.949.253	12.493.157.328	12.621.055.394
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	361.103.081	340.223.112	380.630.958	377.554.189
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	68.420.300.000	116.334.683.000	144.758.750.000	149.166.792.000
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	3.005.322.580	4.867.496.487	6.635.872.262	6.592.933.324
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	12.387.757.758	21.567.651.385	27.705.446.588	28.857.212.434
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.708.649.814	5.433.981.637	6.875.224.831	8.056.831.365
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O	9.867.831.356	19.254.410.298	24.364.106.473	24.444.112.104
ZRGYO	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	34.192.392.165	58.153.786.710	79.820.923.619	82.547.600.354
Toplam		655.387.507.894	1.089.642.607.167	1.469.611.812.681	1.528.395.472.485

BİST GYO endeksindeki şirketlerin özsermaye/toplam varlık oranı aşağıda belirtilmiştir:

XGMYO		Özsermaye / Toplam Varlık Oranı			
Hisse Kodu	Şirket	2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,96	0,99	0,94	0,92
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	0,99	0,99	0,93	0,88

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Plaza Sitesi
F-7/A Blok No:18 Beşiktaş/34335 İstanbul
Tel: (212) 350 [illegible] Fax: (212) [illegible]
Mersis No: 0-9220-0883-5600017

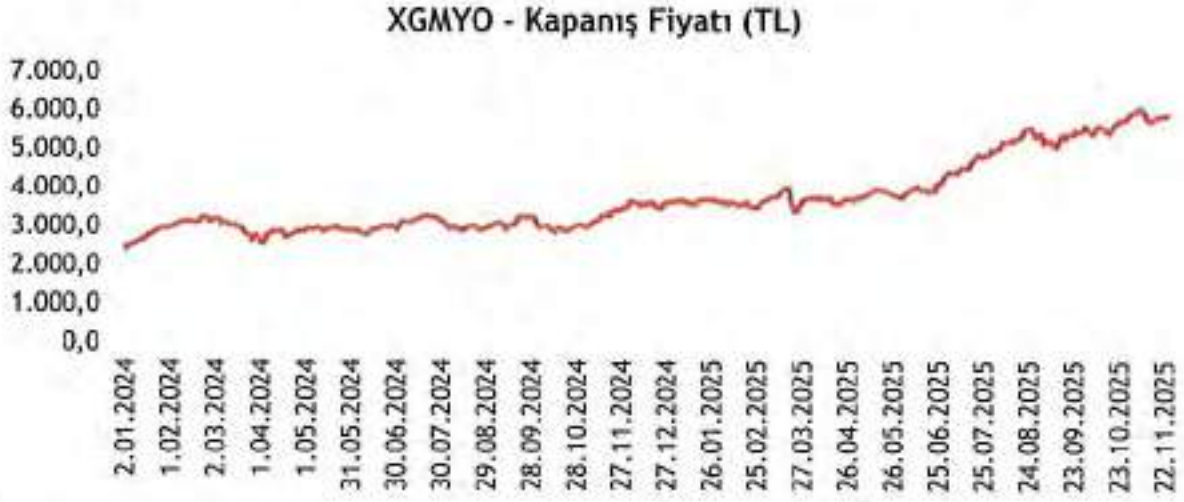
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,77	0,93	0,86	0,82
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	0,64	0,68	0,76	0,77
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	0,99	0,99	0,85	0,83
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	0,72	0,85	0,86	0,84
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	0,97	0,94	0,75	0,71
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,79	1,00	0,74	0,75
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	0,97	0,98	0,88	0,87
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	0,97	0,98	0,98	0,94
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,82	0,98	0,79	0,79
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	0,38	0,48	0,45	0,52
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,29	0,63	1,00	0,98
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	0,60	0,69	0,72	0,72
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	0,86	0,98	0,86	0,80
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	0,10	0,02	0,02	0,15
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	0,52	0,48	0,48	0,47
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,29	0,62	0,63	0,61
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,34	0,45	0,37	0,34
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	0,74	0,76	0,74	0,70
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	0,72	0,54	0,58	0,46
ISGYO	İş G.M.Y.O.	0,81	0,82	0,82	0,87
KGYO	Koray Gmyo	0,21	0,24	0,25	0,21
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	0,63	0,59	0,74	0,71
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	0,90	0,94	0,85	0,92
KZBGY	Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,79	0,61	0,71	0,67
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,72	0,87	0,74	0,74
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,99	1,00	0,85	0,83
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	0,85	0,89	0,72	0,71
MSGYO	Mistral G.M.Y.O	0,99	0,99	0,76	0,73
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	0,75	0,80	0,93	0,94
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	0,98	0,99	0,95	0,94
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	0,86	0,89	0,90	0,86
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	0,99	0,94	0,91	0,90
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	0,60	0,51	0,42	0,67
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,55	0,43	0,35	0,44
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	0,74	0,89	0,73	0,85
SEGYO	Şeker G.M.Y.O.	0,81	0,83	0,85	0,87
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	0,68	0,78	0,78	0,78
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	0,76	0,80	0,74	0,76
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,85	0,84	0,62	0,72
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	0,74	0,87	0,95	0,92
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	0,87	0,90	0,85	0,84
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	1,00	0,99	0,89	0,90
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	0,70	0,72	0,82	0,81
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,79	0,96	0,74	0,63
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O	0,98	0,99	0,77	0,76

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 1 Beşiktaş İstanbul
Tel: 0212 352 ... Fax: ...
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 352228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 ... 8835
Mersis No: 0-9220-0883-0000017

ZRGYO	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,94	0,90	0,87	0,87
	Ortalama	0,75	0,79	0,74	0,74

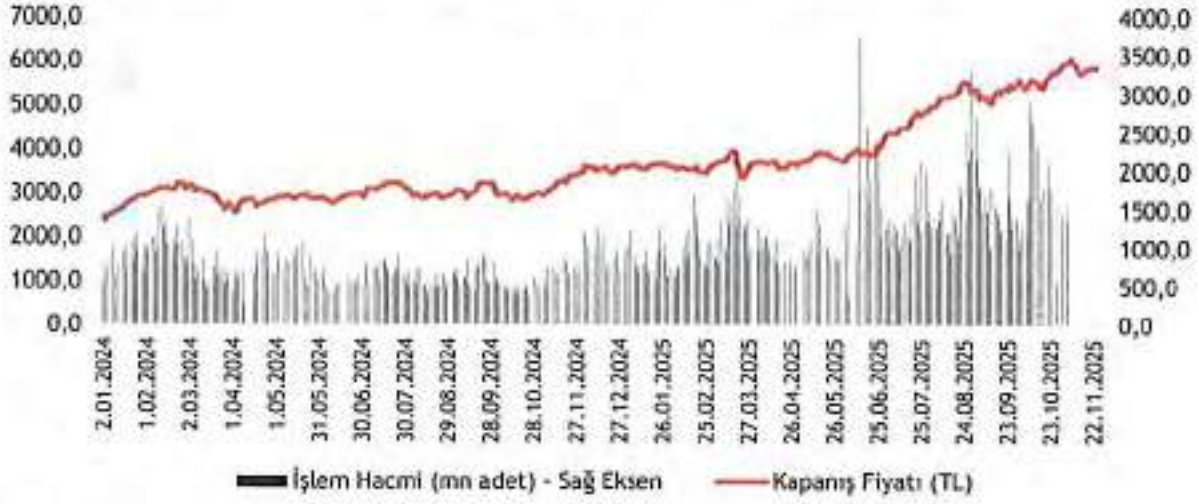
Kaynak: Rasyonet

BİST GYO endeksinin BİST 100 endeksi karşısındaki performansını incelediğimizde 02.01.2024 kapanış verileri itibarıyla BİST GYO endeksi 2.484,00 seviyesinden 24.11.2025 tarihinde 5.868,00 seviyesine ulaşarak %136,23 yükselmesine karşın BİST 100 endeksi ise 02.01.2024 tarihinde 7.624,29 seviyesinden 24.11.2025 tarihinde 10.888,02 seviyesine yükselerek %42,81 yükseliş kaydetmiştir. Bu tarihler aralığında BİST GYO endeksi BİST 100 endeksine oranla %65,42 daha fazla yükselmiştir.



Kaynak: Rasyonet

BİST GYO endeksinin işlem hacmi ve kapanış fiyatı grafiği aşağıda yer almaktadır.



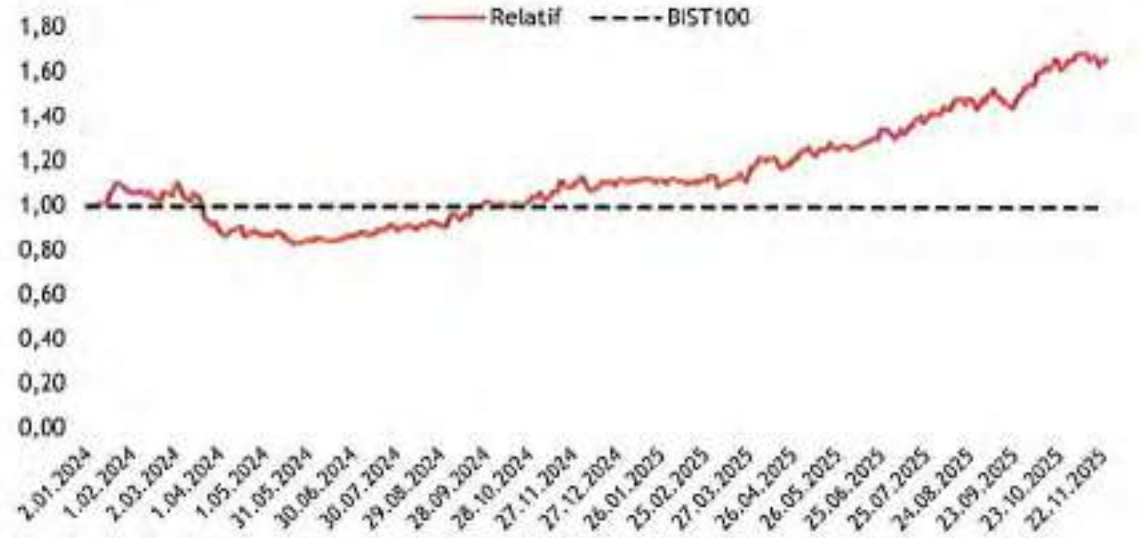
Kaynak: Rasyonet

BİST 100 endeksi 02.01.2024 tarihinde 7.624,29 seviyesinde kapanış gerçekleştirmiş olup, 24.11.2025 tarihinde 10.888,02 seviyesinde kapanmıştır. 02.01.2024-24.11.2025 dönemi arası kapanış fiyatları ile hesaplandığında BİST 100 endeksinin %42,81 yükseldiği görülmektedir.

BİST GYO endeksi 02.01.2024-24.11.2025 döneminde %136,23 yükselirken, BİST100 endeksi aynı dönemde %42,81 yükseliş kaydetmiştir. BİST GYO endeksinin, BİST100 endeksine göre getirisi %65,42 olmuştur.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Veya Sok.
F-2/A Blok No:1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] Fax: [illegible]
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]
Vergi Dairesi: [illegible]
Mersis No: 0-8220-0383-5000017

Kaynak: Rasyonet



Kaynak: Rasyonet

4. Finansal Veriler

Şirket'in 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024 ve 30 Eylül 2025 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin solo finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır.

KGK'nın 23 Kasım 2023 tarihinde yayımladığı Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru kapsamında TFRS'yi uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarının TMS 29'da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiği belirtilmiştir. Bununla birlikte, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, TFRS'yi uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibariyle sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

Şirket, 2022, 2023, 2024 yılları ve 30 Eylül 2025 tarihinde sona eren finansal döneme ait finansal tablolarını TMS 29 standardında yer alan ilkelere uygun olarak düzeltmeye tabi tutarak yeniden düzenlemiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4.1. Bilanço

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.09.2025 tarihleri itibarıyla sona eren finansal dönemlere ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş solo finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır.

ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ (TL)				
FİNANSAL DURUM TABLOSU (SOLO)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	**19.576.730**	**83.052.727**	**67.622.229**	**72.335.550**
Nakit ve Nakit Benzerleri	229.820	10.366.448	42.845	9.843.504
Finansal Yatırımlar	-	1.098	22.298.998	3.269
Ticari Alacaklar	182.319	716.161	6.144.028	26.473.654
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	*182.319*	*716.161*	-	*15.554.558*
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	*6.144.028*	*10.919.096*
Diğer Alacaklar	2.272.248	1.468.844	800.256	798.178
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	*18.110*	-	*5.000*
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	*2.272.248*	*1.450.734*	*800.256*	*793.178*
Stoklar	9.586.776	28.013.517	21.036.872	18.149.923
Peşin Ödenmiş Giderler	6.948.370	32.953.534	29.077	853.935
- İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	*196.522*	*16.154.213*	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	*6.751.848*	*16.799.321*	*29.077*	*853.935*
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	2.509	-	-	135.690
Diğer Dönen Varlıklar	354.688	9.533.125	17.270.153	16.077.397
Duran Varlıklar	**9.042.822**	**1.672.199.130**	**3.339.216.591**	**2.831.153.924**
Finansal Yatırımlar	-	-	80.977	80.977
Diğer Alacaklar	12.741	7.733	16.554	16.553
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	*12.741*	*7.733*	*16.554*	*16.553*
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.223.368	1.666.509.843	3.334.531.474	2.828.131.000
Maddi Duran Varlıklar	7.806.713	5.681.554	4.565.327	2.912.624
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	-	22.259	12.770
TOPLAM VARLIKLAR	**28.619.552**	**1.755.251.857**	**3.406.838.820**	**2.903.489.474**
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**20.700.259**	**56.451.660**	**154.613.250**	**128.275.398**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.673.271	2.042.301	-	-
- Banka Kredileri	*2.673.271*	*2.042.301*	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	6.194.641	7.062.443	82.095.040

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maslak
F-2/ Blok No: 16 Beşiktaş / İSTANBUL
Tel: (212) 352 [illegible] Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com
Ticaret Sicil No: [illegible]
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8[illegible]
Mersis No: 0922-0083-5000 [illegible]

Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-	353.615
Ticari Borçlar	839.580	6.465.575	171.138	13.630.829
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	*581.628*	-	-	*10.733.191*
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	*257.952*	*6.465.575*	*171.138*	*2.897.638*
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	61.791	-	108.345	295.379
Diğer Borçlar	16.781.987	40.993.713	115.165.918	-
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*16.781.987*	*40.993.713*	*115.165.918*	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	-	-	27.227.802	31.470.604
- İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	-	-	*20.454.604*	*20.454.604*
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	-	-	*6.773.198*	*11.016.000*
Kısa Vadeli Karşılıklar	343.630	664.333	625.660	299.417
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	-	*99.165*
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	*343.630*	*664.333*	*625.660*	*200.252*
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	91.097	4.251.944	130.514
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**1.632.939**	**339.934.587**	**978.031.304**	**345.226.905**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	39.524.538	24.562.042	103.119.812
- Banka Kredileri	-	*39.524.538*	*24.562.042*	*103.119.812*
Uzun Vadeli Karşılıklar	-	25.169	41.354	169.796
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	-	*25.169*	*41.354*	*169.796*
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.632.939	300.384.880	953.427.908	241.937.297
Özkaynaklar	**6.286.354**	**1.358.865.610**	**2.274.194.266**	**2.429.987.171**
Ödenmiş Sermaye	50.000	168.242.225	168.242.225	168.242.225
Sermaye Düzeltme Farkları	507.172	146.435.110	146.435.110	146.435.110
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-	-2.238	681	-17.831
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölüm Kazançlar (Kayıplar)	-	*-2.238*	*681*	*-17.831*
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	6.049.770	6.049.770	22.490	22.490

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Naya Sitesi
F-2 Blok No:12 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] 357 [illegible] Fax: [illegible] 30 20
www.[illegible]
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9220008 8259
Mersis No: 0 9220 0883 5000017

Geçmiş Yıllar Karları	-158.080	-320.588	1.038.140.743	1.959.493.760
Net Dönem Karı	-162.508	1.038.461.331	921.353.017	155.811.417
TOPLAM KAYNAKLAR	**28.619.552**	**1.755.251.857**	**3.406.838.820**	**2.903.489.474**

(Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları)

Toplam Varlıklar (Aktif)

Şirket'in toplam varlıkları 31.12.2022 itibarıyla 28.619.552, 31.12.2023 itibarıyla 1.755.251.857 TL, 31.12.2024 itibarıyla 3.406.838.820 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 2.903.489.474 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemler itibarıyla varlıkların sırasıyla %31,6'sı, %95,3'ü, %98'i ve %97,5'i duran varlıklardan oluşurken, kalanı dönen varlıklardan oluşmaktadır. Toplam varlıklar içerisinde ağırlığı yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemi oluşturmakta olup, söz konusu kalemde 2022-2024 döneminde Şirket'in GYO'ya dönüşümü ile birlikte gerçeğe uygun değer artışlarına bağlı olarak artış yaşanırken, 30.09.2025 tarihinde sona eren dönemde ise 31.12.2024 tarihinde sona eren döneme göre azalış yaşanmıştır.

Varlıkların Dağılımı	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Dönen varlıklar	%68,4	%4,7	%2,0	%2,5
Duran varlıklar	%31,6	%95,3	%98,0	%97,5

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar ve diğer dönen varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla 19.576.730 TL seviyesinde olan dönen varlıkları 31.12.2023 itibarıyla 31.12.2022 tarihinde sona eren döneme göre %324,2 artarak 83.052.727 TL olmuştur. Anılan yükseliş nakit ve nakit benzerleri, stoklar ve peşin ödenmiş giderlerde yaşanan artıştan kaynaklanmaktadır. Şirket'in 31.12.2024 itibarıyla dönen varlıkları 31.12.2023 tarihinde sona eren döneme göre %18,6 düşüşle 67.622.229 TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, söz konusu düşüte ana etken peşin ödenmiş giderler ve stoklarda yaşanan gerilemedir.

Şirket'in 30.09.2025 itibarıyla dönen varlıkları 31.12.2024 tarihinde sona eren döneme göre %7 artışla 72.335.550 TL olmuştur. Anılan yükseliş, ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar ile nakit ve nakit benzerlerinde yaşanan artıştan kaynaklanmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri

Şirket'in nakit ve nakit benzerlerinin finansal tablo dönemleri itibarıyla detayı aşağıda yer almaktadır. Nakit ve nakit benzerlerinin büyük bir bölümü bankalar nezdinde tutulan vadeli mevduatlardan oluşmaktadır.

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 31.12.2022 itibarıyla 229.820 TL, 31.12.2023 itibarıyla 10.366.448 TL, 31.12.2024 itibarıyla 42.845 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 9.843.504 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Nakit ve Nakit Benzerleri	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Kasa	56.853	34.503	23.898	-
- TL Kasa	*56.853*	*34.503*	*23.898*	-
Bankalar	172.967	10.331.945	18.947	9.843.504
Vadesiz Mevduat	172.967	11.685	18.947	38.415
- TL Bankalar	*172.946*	*2.720*	*9.575*	*25.508*
- Altın	-	*8.941*	*9,352*	*12,889*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEGERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Ofis Sitesi
F-2/1 Blok No: 5 Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: (212) 357 35 77 Faks: (212) 357 37 20
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357220
Beşiktaş Kurumlar V.D. 9270086489
Mersis No: 0927008648900001

- USD Bankalar	*21*	*24*	*20*	*18*
Vadeli Mevduat	-	10.320.260	-	9.805.089
- TL Bankalar	-	*10.320.260*	-	*9.805.089*
Toplam	**229.820**	**10.366.448**	**42.845**	**9.843.504**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kısa Vadeli Ticari Alacaklar

Şirket'in kısa vadeli ticari alacakları 31.12.2022 itibarıyla 182.319 TL, 31.12.2023 itibarıyla 716.161 TL ve 31.12.2024 itibarıyla 6.144.028 TL seviyesinde gerçekleşirken, 30.09.2025 itibarıyla 31.12.2024 tarihinde sona eren döneme göre ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardaki artışın etkisiyle %330,9 yükselerek 26.473.654 TL olmuştur.

Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	182.319	716.161	-	15.554.558
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	6.144.028	10.919.096
Toplam	**182.319**	**716.161**	**6.144.028**	**26.473.654**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Stoklar

Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla 9.586.776 TL seviyesinde olan stokları 31.12.2023 itibarıyla 28.013.517 TL, 31.12.2024 itibarıyla 21.036.872 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 18.149.923 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in Ankara İli, Keçiören İlçesi, Yükseltepe Mahallesi, 91607 Ada 1 Parselde Konumlu, toplam 10.448 m2 Konut Alanı içerisinde 1.472 m2 (92/653 hissesi) yüz ölçümlü arsa nedeniyle değer düşüklüğü karşılığı ayrılmıştır.

Stoklar (TL)	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024	30.09.2025
İlk Madde ve Malzeme	9.586.776	2.499.550	2.408.408	-
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa	-	36.527.504	36.527.504	36.527.504
Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	-	-11.013.537	-17.899.040	-18.377.581
Toplam	**9.586.776**	**28.013.517**	**21.036.872**	**18.149.923**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla 6.948.370 TL olan kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri, 31.12.2023 itibarıyla 31.12.2022 tarihinde sona eren döneme göre %374,3 artarak 32.953.534 TL'ye yükselmiştir. Anılan yükselişte verilen sipariş avansları nedeniyle hem ilişkili taraflardan hem de ilişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderlerdeki artış etkili olmuştur. Şirket'in kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri 31.12.2024 ve 30.09.2025 itibarıyla sırasıyla 29.077 TL ve 853.935 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Verilen Sipariş Avansları	6.750.854	16.644.721	-	835.837
İlişkili Taraflara Verilen Sipariş Avansları	196.522	16.154.213	-	-
Gelecek Aylara Ait Giderler	994	154.600	29.077	18.098
Toplam	**6.948.370**	**32.953.534**	**29.077**	**853.935**

Diğer Dönen Varlıklar

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket'in diğer dönen varlıkları 31.12.2022 itibarıyla 354.688 TL, 31.12.2023 itibarıyla 9.533.125 TL, 31.12.2024 itibarıyla 17.270.153 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 16.077.397 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Duran Varlıklar

Duran varlıklar finansal yatırımlar, diğer alacaklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.
Şirket'in duran varlıkları 31.12.2022 itibarıyla 9.042.822cTL, 31.12.2023 itibarıyla 1.672.199.130 TL, 31.12.2024 itibarıyla 3.339.216.591 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 2.831.153.924 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Duran varlıklar içerisinde ağırlığı yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır.
Duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki ağırlığı 31.12.2022 itibarıyla %31,6, 31.12.2023 itibarıyla %95,3, 31.12.2024 itibarıyla %98,0 ve 30.09.2025 itibarıyla %97,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri 31.12.2022 itibarıyla 1.223.368 TL, 31.12.2023 itibarıyla 1.666.509.843 TL, 31.12.2024 itibarıyla 3.334.531.474 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 2.828.131.000 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin duran varlıklar içerisindeki ağırlığı 31.12.2022 itibarıyla %13,5, 31.12.2023 itibarıyla %99,7, 31.12.2024 itibarıyla %99,9 ve 30.09.2025 itibarıyla %99,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin toplam varlıklar içerisindeki ağırlığı ise 31.12.2022 itibarıyla %4,3, 31.12.2023 itibarıyla %94,9, 31.12.2024 itibarıyla %97,9 ve 30.09.2025 itibarıyla %97,4 olmuştur.

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü aşağıda yer almaktadır.

Adres	Açıklama	Değerleme Yöntemi	Esas Alınan Yöntem	Esas Alınan Değer
Ankara/Keçiören/Ovacık/90093 Ada 1 Parsel	Sanayi ve Ticari Arsa	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	115.220.000
Ankara/Çankaya/Karakusunlar/27506 Ada 1 Parsel	Bilfen Koleji Eğitim Tesisi	Emsal Karşılaştırma Yöntemi- Gelir Yaklaşımı Maliyet Yöntemi	Maliyet Yöntemi	411.390.000
Ankara/Çankaya/Karakusunlar/29097 Ada 1 Parsel	Karma Kullanımlı Arsa	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	69.550.000
Ankara/Gölbaşı/Bahçelievler/127974 Ada 1-3-5 Parsel	Z Lagun Diplomatik Site Arsası ve Projesi	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	1.517.971.000
Ankara/Kızılcahamam/Berçin Yayalar/108 Ada 1 Parsel	Lagun Country Club Turizm Tesisi	Gelir Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	714.000.000
			Toplam	**2.828.131.000**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Maddi Duran Varlıklar

Şirket'in maddi duran varlıkları 31.12.2022 itibarıyla 7.806.713 TL, 31.12.2023 itibarıyla 5.681.554 TL, 31.12.2024 itibarıyla 4.565.327 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 2.912.624 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Maddi duran varlıklar taşıtlar ve demirbaşlardan oluşmaktadır.

Toplam Yükümlülükler

Şirket'in toplam yükümlülükleri 31.12.2022 itibarıyla 22.333.198 TL, 31.12.2023 itibarıyla 396.386.247 TL, 31.12.2024 itibarıyla 1.132.644.554 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 473.502.303 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Anılan dönemler itibarıyla toplam yükümlülüklerin sırasıyla %92,7'si, %14,2'si, %13,7'si ve %27,1'i kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Yükümlülüklerin Dağılımı	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	%92,7	%14,2	%13,7	%27,1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	%7,3	%85,8	%86,3	%72,9

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Finansal Borçlar

Şirket'in toplam finansal borçları 31.12.2022 itibarıyla 2.673.271 TL, 31.12.2023 itibarıyla 47.761.480 TL, 31.12.2024 itibarıyla 31.624.485 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 185.568.467 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 30.09.2025 itibarıyla finansal borçların ağırlıklı kısmı uzun vadelidir.

Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla 2.443.451 TL seviyesinde olan net finansal borcu (net borç/özkaynak: %38,87) 31.12.2023 itibarıyla 37.393.934 TL (net finansal borç/özkaynak: %2,75), 31.12.2024 itibarıyla 9.282.642 TL (net finansal borç/özkaynak: %0,41) ve 30.09.2025 itibarıyla 175.721.694 TL (net finansal borç/özkaynak: %7,23) seviyesinde gerçekleşmiştir.

TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Toplam finansal borçlar	2.673.271	47.761.480	31.624.485	185.568.467
Kısa vadeli finansal borçlar	2.673.271	8.236.942	7.062.443	82.448.655
Uzun vadeli finansal borçlar	0	39.524.538	24.562.042	103.119.812
Nakit ve nakit benzerleri	229.820	10.366.448	42.845	9.843.504
Finansal yatırımlar	0	1.098	22.298.998	3.269
Net finansal borç	2.443.451	37.393.934	9.282.642	175.721.694
Net finansal borç/Toplam Özkaynak	%38,87	%2,75	%0,41	%7,23

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü

02 Ağustos 2024 tarihli ve 7524 sayılı "Vergi Kanunları ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ve Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (GYF) kazançlarına tanınan kurumlar vergisi istisnasının uygulanması, 1 Ocak 2025 tarihinden itibaren aşağıdaki koşula bağlanmıştır:
"Söz konusu ortaklık veya fonların sahip oldukları taşınmazlardan elde ettikleri kazançların en az %50'sinin, kurumlar vergisi beyannamesinin verilmesi gereken ayı izleyen ikinci ayın sonuna kadar kar payı olarak dağıtılması gerekmektedir."
Ayrıca aynı kanunla, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesine eklenen (c) bendi ile %10 oranında "yurt içi asgari kurumlar vergisi" uygulaması getirilmiş; bu kapsamda, GYO ve GYF'lerin taşınmazlardan elde ettikleri kazançların bu hesaplamada istisna veya indirim olarak dikkate alınamayacağı hükme bağlanmıştır.
Bu düzenleme ara dönem geçici vergi uygulamaları için de geçerlidir.
Şirket Yönetim Kurulu, 08.09.2025 tarihli ve 2025/07 sayılı kararı ile kar dağıtım politikasını belirlemiştir.
Alınan karar uyarınca, yatırım ve finansman ihtiyaçlarından kaynaklanan olağanüstü bir durum bulunmadığı sürece, yürürlükteki mevzuat çerçevesinde dağıtıma konu edilebilecek net dönem kârının en az %50'sinin nakit kar payı olarak dağıtılması hedeflenmektedir.
Bu politika, 7524 sayılı Kanun kapsamında belirtilen kâr dağıtımı şartının yerine getirilmesini ve kurumlar vergisi istisnasından yararlanmaya devam edilmesini amaçlamaktadır.
Dolayısıyla, Şirket söz konusu karar çerçevesinde ileriye dönük olarak ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüklerini %10 vergi oranı üzerinden hesaplamıştır.

Şirket'in ertelenmiş vergi yükümlülüğü 31.12.2022 itibarıyla 1.632.939 TL, 31.12.2023 itibarıyla 300.384.880 TL, 31.12.2024 itibarıyla 953.427.908 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemler itibarıyla ertelenmiş vergi yükümlülüğünde yaşanan artışta yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değer artışlarıyla birlikte geçici farkların yükselmesi etkili olmuştur. Diğer yandan, 30.09.2025 itibarıyla ise vergi oranının %30'dan %10'a düşürülmesine bağlı olarak ertelenmiş vergi yükümlülüğü 241.937.297 TL'ye gerilemiştir.

Özkaynaklar

Şirket'in özkaynakları izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla yükseliş eğilimi göstermiştir. Buna göre özkaynaklar 31.12.2022 itibarıyla 6.286.354 TL, 31.12.2023 itibarıyla 1.358.865.610 TL, 31.12.2024 itibarıyla 2.274.194.266 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 2.429.987.171 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.09.2024 ve 30.09.2025 tarihlerinde sona eren dönemler için özel bağımsız denetimden geçmiş solo kar veya zarar tabloları aşağıda sunulmaktadır.

ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ (TL)					
KAR VEYA ZARAR TABLOSU (SOLO)	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	-	-	-
BRÜT KAR/ZARAR	**225.082**	**2.028.864**	**5.821.282**	**2.999.115**	**8.205.571**
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 FAALİYET KARI/ZARARI	**-5.690.447**	**1.325.869.443**	**1.551.225.192**	**1.839.613.589**	**-550.112.740**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	84.160	273.684	148.695	6.924.012
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	**-5.690.447**	**1.325.953.603**	**1.551.498.876**	**1.839.762.284**	**-543.188.728**
Finansman Gelirleri	59.461	112.351	6.699.387	3.931.568	10.021.809
Finansman Giderleri	-209.487	-1.919.566	-5.773.908	-4.771.908	-41.224.879
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	6.752.330	13.067.628	22.242.254	19.506.655	20.261.625
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	**911.857**	**1.337.214.016**	**1.574.666.609**	**1.858.428.599**	**-554.130.173**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri / Geliri	**-1.074.365**	**-298.752.685**	**-653.313.592**	**-690.412.628**	**709.941.590**
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-	-	-271.809	-288.851	-1.546.967
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	-1.074.365	-298.752.685	-653.041.783	-690.123.777	711.488.557
DÖNEM KARI (ZARARI)	**-162.508**	**1.038.461.331**	**921.353.017**	**1.168.015.971**	**155.811.417**
Dönem Karının (Zararının) Dağılımı	**-162.508**	**1.038.461.331**	**921.353.017**	**1.168.015.971**	**155.811.417**

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 45 77 Fax: (212) 2[illegible]10
www.vyd.com.tr
Ticaret Sicil No: 3[illegible]228
Boğ. Vergi Dairesi: VD 922 038 835
Mersis No: 0-9220-0383-[illegible]000017

Ana Ortaklık Payları	-162.508	1.038.461.331	921.353.017	1.168.015.971	155.811.417
Pay başına kazanç / (kayıp)	**-3,25**	**0,28**	**5,48**	**6,94**	**0,93**
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	-3,25	0,28	5,48	6,94	0,93

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in hasılatı 2022 yılında 1.211.409 TL, 2023 yılında 3.818.701 TL, 2024 yılında 5.821.282 TL seviyesinde gerçekleşirken, 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise Çukurambar Bilfen Eğitim Tesisi'nden elde edilen kira gelirinin etkisiyle 8.205.571 TL olmuştur. Esas faaliyetlerden diğer gelirler, ağırlıklı olarak yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değer artışlarından, sınırlı ölçüde ise çeşitli faaliyet dışı gelirlerden oluşmaktadır. Bu kapsamda, 2023 yılında 1.406.705.649 TL, 2024 yılında 1.642.714.759 TL, 30.09.2024 itibarıyla 1.891.912.993 TL ve 30.09.2025 itibarıyla 176.682.989 TL tutarında gelir kaydedilmiştir. 2025/09 döneminde bu kalemin önceki yıllara kıyasla düşük gerçekleşmesi, değer artışlarının dönemsel niteliği ve ilgili dönemde muhasebeleştirilen değerleme farklarının sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır. Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler yatırım amaçlı gayrimenkullere ilişkin değer düşüklükleri, proje ve portföy kaynaklı giderler, tek seferlik muhasebe etkileri gibi unsurlardan oluşmaktadır. 2025/09 döneminde 725.391.492 TL tutarındaki yüksek gider, değerleme ve muhasebe kaynaklı dönemsel etkilerden kaynaklanmaktadır. Vergi kalemi büyük ölçüde ertelenmiş vergi gelir/giderlerinden oluşmaktadır. 2025/09 döneminde 709.941.590 TL ertelenmiş vergi geliri, esas faaliyet zararını kısmen dengelemiştir.

5. Değerleme

5.1. Değerleme Yöntemleri

Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen temel değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmış ve incelenmiştir. Bu çerçevede, şirket ve/veya varlık değerlemesinde temel olarak üç ana yaklaşım kullanılmaktadır:

- Pazar (Karşılaştırma) Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

Her bir yaklaşım, farklı varsayımlar ve ekonomik göstergelerden hareketle, değerlenen varlığın niteliğine göre uygulanabilecek çeşitli yöntemleri içermektedir. Değerleme uzmanı, her bir varlık veya işletmenin özelliklerini, faaliyette bulunduğu sektörü, gelir yaratma kapasitesini ve piyasa koşullarını dikkate alarak uygun yöntemi seçmekle yükümlüdür.

1. Gelir Yaklaşımı

UDS 105 "Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri" standardının madde 40.1 ve 40.2 hükümleri uyarınca gelir yaklaşımı, gelecekte elde edilmesi beklenen gelirlerin veya nakit akışlarının belirli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değere indirgenmesi esasına dayanır. Bu yöntemde varlığın değeri, yaratacağı gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değeri üzerinden tespit edilir.

Gelir yaklaşımının uygulanabilmesi için, değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirlerin miktarı, zamanlaması ve risklerinin makul düzeyde tahmin edilebilmesi gerekir. Ancak bu değerleme çalışmasında, gayrimenkul geliştirme faaliyetlerinden kaynaklanacak nakit akışlarının miktarı ve zamanlamasının belirsizlik içermesi sebebiyle, gelir yaklaşımı güvenilir sonuç vermeyeceği değerlendirilmiş ve kullanılmamıştır.

2. Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 madde 60.1 kapsamında, maliyet yaklaşımı bir varlığın değerinin, aynı veya benzer faydaya sahip bir varlığın yeniden inşa edilmesi veya ikame edilmesi için gerekli maliyetin, fiziksel yıpranma ve ekonomik/işlevsel eskime unsurları dikkate alınarak belirlenmesi esasına dayanır. Bu yaklaşım,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No: 18 Beşiktaş
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

"rasyonel bir yatırımcının aynı faydayı sağlayacak bir varlık için gereksiz ek maliyet, zaman veya risk üstlenmeyeceği" ekonomik ilkesine dayanır.

UDS 200 "İşletmeler ve İşletmedeki Paylar" standardının madde 70.1 bendinde belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı işletme değerlemelerinde nadiren kullanılmakla birlikte, yatırım ortaklığı statüsüne sahip şirketlerin portföy yapısı gereği, özellikle aktiflerinin ağırlıklı olarak gayrimenkul yatırımlarından oluşması halinde bu yaklaşım uygun bir yöntem olarak değerlendirilebilir.
Bu çerçevede, değerleme konusu şirketin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) statüsünde olması ve portföyünde yer alan gayrimenkullerin güncel piyasa değerlerine ulaşılabilir olması nedeniyle, Maliyet Yaklaşımı bu çalışma kapsamında esas alınan yöntem olarak uygulanmıştır.

3. Pazar (Karşılaştırma) Yaklaşımı

UDS 105 madde 20.1 uyarınca, Pazar Yaklaşımı bir varlığın fiyatının, aynı veya benzer özelliklere sahip varlıkların açık piyasalarda el değiştirdiği fiyatlarla karşılaştırılması suretiyle belirlenmesini ifade eder. Bu yaklaşım, özellikle benzer varlıklar için gözlemlenebilir piyasa verilerinin bulunduğu durumlarda yüksek düzeyde güvenilirlik sağlar.

UDS 105 madde 20.2 (b) hükmüne göre, değerleme konusu varlığın veya benzer varlıkların aktif bir piyasada işlem görmesi halinde Pazar Yaklaşımı'na önemli ağırlık verilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, değerleme çalışmasında "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi", Pazar Yaklaşımı'nın alt yöntemi olarak benimsenmiştir.
UDS 105 madde 30.11 hükmüne göre, bu yöntemin kullanılabilmesi için değerleme konusu varlık ile borsada işlem gören karşılaştırılabilir varlıkların faaliyet alanı, portföy yapısı, ölçek, risk profili ve kurumsal yönetim düzeyi açısından anlamlı benzerlik göstermesi gerekir.
Bu çerçevede, Borsa İstanbul'da işlem gören ve portföy kompozisyonu ile yatırım politikaları bakımından Z GYO'ya benzer özellikler sergileyen gayrimenkul yatırım ortaklıkları seçilerek karşılaştırma analizi yapılmış ve "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır.

Yukarıda açıklanan üç temel yaklaşımın her biri, farklı veri setleri ve varsayımlar gerektirmektedir. Ancak, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelirlerinin önemli ölçüde portföylerindeki gayrimenkullerin değer artışına ve kira gelirlerine bağlı olması, nakit akış tahminlerinin güvenilirliğini sınırlamakta; buna karşın aktiflerin gerçeğe uygun değerlerinin doğrudan ölçülebilir olması nedeniyle Maliyet ve Pazar Yaklaşımlarının birlikte değerlendirilmesi uygun görülmüştür.

Sonuç olarak, bu değerleme çalışmasında;
- Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi,
- Maliyet Yaklaşımı ise gayrimenkul portföyü bazında net aktif değer (NAD) tespitine dayalı olarak uygulanmış,
- Gelir Yaklaşımı ise portföyün henüz tamamlanmamış olması nedeniyle nakit akışlarının sağlıklı öngörülememesi nedeniyle kullanılmamıştır.

Bu yöntemsel tercih, UDS 105 ve UDS 200 hükümleri ile SPK'nın değerleme raporları için öngördüğü güvenilirlik, tutarlılık ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde yapılmıştır.

İşbu fiyat tespit raporunda kullanılan söz konusu temel değerleme yaklaşımları aşağıda yer almaktadır.

- **Net Aktif Değer Analizi:** GYO'ların değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır. Net aktif değer hesaplamasında Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin hazırladığı 5 adet değerleme raporu ile Şirket'in 30.09.2025 tarihli bağımsız denetim raporu dikkate alınmıştır.

- **Piyasa Çarpanları Analizi:** Çarpan Analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmaktadır. Ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan GYO'lar için asıl olan sahip oldukları gayrimenkul portföyünün değeri olduğundan Şirket için en anlamlı çarpanın PD/NAD çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerleme çalışmasına dahil edilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5.1.1. Net Aktif Değer Analizi

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 "Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri" Standardı'nın 70.1 maddesi uyarınca, maliyet yaklaşımı kapsamında üç temel yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler, varlığın niteliğine, değerlemenin amacına ve elde edilebilir veri düzeyine göre seçilmekte olup, her biri farklı varsayımlara dayanarak varlığın gösterge niteliğindeki değerini belirlemeyi amaçlar:

İkame Maliyet Yöntemi:
Varlığın, aynı ekonomik faydayı sağlayan benzer bir varlıkla ikame edilmesi durumunda katlanılacak maliyetlerin esas alındığı yöntemdir. Bu yöntem, varlığın işlevsel eşdeğerini sağlamak için gerekebilecek inşa, satın alma, geliştirme, mühendislik ve genel giderleri kapsar.
Uygulamada, inşaat sektörü birim maliyetleri, piyasa fiyat endeksleri, yüklenici kâr oranları ve proje geliştirme giderleri dikkate alınır.

Yeniden Üretim Maliyet Yöntemi:
Değerleme konusu varlığın aynısının mevcut standart, malzeme ve teknolojilerle yeniden üretilmesi halinde katlanılacak maliyetleri esas alır. Bu yöntem, özellikle özgün nitelikli yapılar, sanayi tesisleri veya teknik altyapı yatırımları için kullanılır.
Yeniden üretim maliyeti; varlığın mevcut haliyle birebir kopyasının üretilmesi için gereken tüm harcamaları (malzeme, işçilik, mühendislik, ruhsat, danışmanlık ve finansman giderleri dahil) içerir.

Toplama Yöntemi:
Değerleme konusu varlığın, bileşenlerini oluşturan alt varlıkların tek tek değerlenmesi ve bu değerlerin toplanması suretiyle toplam değere ulaşılması esasına dayanır. Bu yaklaşım, özellikle yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul bazlı varlık gruplarının değerlemesinde yaygın olarak kullanılır.

UDS 200 "İşletmeler ve İşletmedeki Paylar" Standardı'nın 70.1 maddesi uyarınca, yatırım ortaklığı statüsünde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde, UDS 105'in 70.8 ve 70.9 maddelerinde tarif edilen "Toplama Yöntemi"nin uygulanması uygun görülmektedir.
Bu yöntem, işletmenin toplam değerinin; sahip olduğu portföydeki her bir varlığın gerçeğe uygun değerlerinin ayrı ayrı hesaplanması ve bu değerlerin toplanması suretiyle belirlenmesini öngörür.
UDS 105 madde 70.8 uyarınca,

Toplama Yöntemi;
"Yatırım şirketleri veya değeri esasen sahip oldukları payların ya da yatırımların değerinin bir türevi olan işletmeler için kullanılan bir yöntemdir."

UDS 105 madde 70.9 ise, yöntemin uygulanmasına ilişkin iki temel aşamayı düzenler:

- Değerleme konusu varlığı oluşturan her bir bileşenin, uygun değerleme yaklaşımları (pazar, maliyet veya gelir) kullanılarak ayrı ayrı değerlenmesi,
- Daha sonra, işletme veya portföyün toplam değerine ulaşmak amacıyla bu alt değerlerin toplanması.

Bu yaklaşımın temel dayanağı, yatırım ortaklıklarının piyasa değerinin, sahip oldukları varlıkların bireysel değerlerinin toplamına eşit veya yakın olması varsayımıdır.

Bu değerleme çalışmasında, Z GYO'nun paylarının değerlemesi, Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Toplama Yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Değerleme sürecinde, Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 30.09.2025 tarihli finansal tabloları esas alınmıştır. Bu finansal tablolar, gerçeğe uygun değer üzerinden yeniden düzenlenmek suretiyle Net Aktif Değer (NAD) hesaplamasında temel veri seti olarak kullanılmıştır. Şirket portföyündeki tüm gayrimenkul varlıklarının toplam değeri, mevcut piyasa koşullarını yansıtacak şekilde güncellenmiştir. Finansal durum tablosunun diğer kalemleri (nakit ve nakit benzerleri, finansal borçlar, alacaklar, borçlar ve özkaynak kalemleri) bilanço değerleri üzerinden dikkate alınarak Z GYO'nun Net Aktif Değeri (NAD) tahmin edilmiştir.

Toplama Yöntemi, yatırım ortaklıklarının varlık bazlı yapısı nedeniyle, değerlemede en güvenilir yöntemlerden biri olarak kabul edilir. Bu yöntemde şirketin değeri, portföydeki her bir gayrimenkulün

VAKIF YATIRIM MERKEZ DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:10 Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: (0212) 352 5[illegible] Fax: 0(212) 2[illegible]
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 0[illegible] 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

pazar değeri, nakit pozisyonu, finansal borçları ve diğer bilanço kalemleriyle bütünleşik olarak ele alınır.

Z GYO özelinde;

- Portföyün büyük kısmının gelir üretmeyen veya geliştirme aşamasındaki gayrimenkullerden oluşması, bu nedenle Gelir Yaklaşımı'nın uygulanabilir olmaması,
- Portföydeki her bir varlık için gözlemlenebilir piyasa verilerinin mevcut olması,

nedenleriyle Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yöntemi en uygun ve tutarlı yöntem olarak tercih edilmiştir.

Net Aktif Değer (NAD), bir şirketin veya özellikle Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO)'nun gerçeğe uygun değer esasına göre düzenlenmiş varlıklarının toplamı ile borçlarının farkını ifade eder. SPK'nın III-48.1 sayılı GYO Tebliği uyarınca, GYO'ların portföylerinin gerçeğe uygun değer üzerinden izlenmesi esastır. NAD, GYO'nun piyasa değerini ve dolayısıyla fiyat tespit raporundaki özkaynak bazlı değerleme sonucunu belirleyen ana göstergedir.
GYO'ların değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

NAD = Toplam Aktiflerin Gerçeğe Uygun Değeri – Toplam Borçlar

NAD Hesabında Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü Yaklaşımı

02 Ağustos 2024 tarihli ve 7524 sayılı "Vergi Kanunları ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ve Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (GYF) kazançlarına tanınan kurumlar vergisi istisnasının uygulanması 1 Ocak 2025 tarihinden itibaren aşağıdaki koşula bağlanmıştır:

"Söz konusu ortaklık veya fonların sahip oldukları taşınmazlardan elde ettikleri kazançların en az %50'sinin, kurumlar vergisi beyannamesinin verilmesi gereken ayı izleyen ikinci ayın sonuna kadar kar payı olarak dağıtılması gerekmektedir."

Aynı Kanun ile Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesine eklenen (c) bendi uyarınca, yurt içinde faaliyette bulunan tüm kurumlar için %10 oranında "asgari kurumlar vergisi" uygulaması getirilmiştir. Bu kapsamda, GYO ve GYF'lerin taşınmazlardan elde ettikleri kazançların, söz konusu asgari kurumlar vergisi hesaplamasında istisna veya indirim olarak dikkate alınamayacağı hükme bağlanmıştır.

Şirket Yönetim Kurulu'nun 08.09.2025 tarihli ve 2025/07 sayılı kararı ile, yürürlükteki mevzuat çerçevesinde dağıtıma konu edilebilecek net dönem kârının asgari %50'sinin nakit kâr payı olarak dağıtılması kararlaştırılmıştır.Bu politika, 7524 sayılı Kanun kapsamında yer alan kâr dağıtım şartının yerine getirilmesi ve kurumlar vergisi istisnasından yararlanmaya devam edilmesini amaçlamaktadır. Dolayısıyla, şirket ileriye dönük olarak ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüklerini %10 oranı üzerinden hesaplamaktadır.

Değerleme çalışmasında kullanılan Net Aktif Değer (NAD) hesaplaması, UDS standartları uyarınca karşılaştırılabilirlik ve tutarlılık ilkeleri esas alınarak hazırlanmıştır.

PD/NAD çarpan analizi kapsamında kullanılan Borsa İstanbul'da işlem gören benzer GYO'ların NAD verilerinde, ertelenmiş vergi yükümlülüğü kalemleri şirketlerin kamuya açıkladıkları finansal tablolarda farklı oranlarla (örneğin %10, %20, %25 veya %30) hesaplanmaktadır.

Ancak, 7524 sayılı Kanun'un yürürlüğe girmesiyle birlikte GYO'lar açısından efektif vergi yükümlülüğü %10 "asgari kurumlar vergisi" oranına hedeflenmiş olduğu, vergi mevzuatındaki bu değişiklik sektör genelini etkileyecek yapısal bir değişim olduğu ve analizin yeknesaklığını korumak amacıyla çarpan analizinde kullanılan tüm karşılaştırılabilir GYO'ların NAD hesaplamasında:

- Ertelenmiş vergi yükümlülüğü kalemleri %10 vergi oranı üzerinden yeniden hesaplanmıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebubula Mardin Cad. Park Maya İş Mer.
F-2/A Blok No:18 Üsküdar 34671 İSTANBUL
Tel:0(216) 333 35 77 Fax: 0(216) 333 35 99
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 367329
Vergi Dairesi: Ü.D. 922 001 8359
Mersis No: 0-9220-0183-5000017

Bu sayede, değerlemesi yapılan şirket ile Bist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO) endeksinde yer alan GYO'lar arasında vergi politikası kaynaklı metodolojik farklar giderilmiş, PD/NAD çarpanı ekonomik olarak karşılaştırılabilir hale getirilmiştir.

Net aktif değer hesaplamasında Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.'nin hazırladığı 5 adet değerleme raporu ile Şirket'in 30.09.2025 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları dikkate alınmıştır.

Şirket'in portföyünde yer alan Kızılcahamam Şahinler Tabiat Parkı yatırımı;

-T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı Doğa Koruma ve Milli Parklar Genel Müdürlüğü ile imzalanmış 25.09.2020 tarihli sözleşme ve anılan sözleşmeye ek yapılan 25.12.2020, 29.11.2021 ve 13.01.2025 tarihli sözleşmeler kapsamında,

-Kızılcahamam Şahinler Tabiat Parkı'nın 142,67 hektarlık alanının 49 yıllığına kullanımına,

-Bu kullanım dahilinde belirlenmiş yapı ve tesislerin yapımı (250 yatak kapasiteli otel ve 35 ünite 140 yatak kapasiteli kırevi olmak üzere toplam 390 yatak kapasiteli konaklama tesisi) ile işletilmesine ilişkin olarak kurulmuş olan gayrimenkule dayalı hak niteliğini haiz bir yatırımdır.

Şirket'in lehine (yer teslimi yapıldığı tarihten başlamak üzere) 31.12.2069 tarihine kadar yapı geliştirme ve işletme (söz konusu işletme hakkı 13.01.2025 tarihli sözleşme ile, Şirket'in %100 oranında bağlı ortaklığı olan Healthtr Sağlık ve Turizm İşletmeleri A.Ş.'ye devredilmiştir) hakları sağlayan söz konusu sözleşme, 10.11.2025 tarihinde tapu sicilinin beyanlar hanesine kaydedilerek tapuda aleniyet sağlanmıştır.

29.11.2021 tarihinde imzalanan sözleşme kapsamında, Şirket'e Şahinler Tabiat Parkı sınırları içerisinde kapı girişi ve misafirhane işletmeciliği ile onaylı Uzun Devreli Gelişme Planı (UDGP) çerçevesinde öngörülen yapı, tesis ve alan düzenlemelerinin yapılması ve işletilmesi yükümlülüğü verilmiştir. Mevzuat ve sözleşme hükümleri uyarınca, yapı ve tesislerin ilgili plan ve izinlere uygun şekilde tamamlanmasını takiben taşınmazlar üzerinde irtifak hakkı tesis edilmesi mümkün olabilmekle birlikte, bu husus idarenin takdir yetkisi kapsamında olup Şirket açısından otomatik bir hak doğurmamaktadır.

29.07.2022 tarih ve 31907 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmak sureti ile Çevresel Etki Değerlendirmesi Yönetmeliği ("Yönetmelik") yürürlüğe girmiştir. Bu Yönetmelik, ile hangi projelerin "ÇED Olumlu", "ÇED Olumsuz", "ÇED Gereklidir" veya "ÇED Gerekli Değildir" kararlarına tabi olup olmadığı yönetmeliği ekinde belirlenmektedir. Yönetmeliğin Ek -1'nde Çevresel Etki Değerlendirmesi Uygulanacak Projeler Listesi ve Ek-2'de Çevresel Etkileri Ön İnceleme ve Değerlendirmeye Tabi Projeler listelenmektedir. Ek I'de yer alan projeler genelde daha küçük projeler olup, izin süreçleri hızlı ve kısa sürmektedir.

Yönetmeliğin Ek 1 Listesinin sırasıyla 29 ve 30'ncu maddeleri aşağıdaki şekildedir.
- 50 oda ve üzeri oteller, tatil köyleri, turizm kompleksleri vb.
- Konut projeleri (300 konut ve üzeri),

Ek 2 Listesinin 40'ncı maddesi aşağıdaki şekildedir.
- 250 oda ve üzeri oteller, tatil köyleri, turizm kompleksleri vb.

Bu bağlamda;

Lagun Country Club Etap birinci etap projesi 50 odanın altında olduğundan Şirket'in herhangi bir ÇED başvurusu yapma ve/veya izin almasına gerek bulunmaktadır.

Şirket'in portföyünde yer alan Kızılcahamam Şahinler Tabiat Parkı yatırımı 2 etaptan oluşmakta olup, Lagun Country Club 1. Etap için ruhsatlandırma süreçleri tamamlanmış ve 60 yatak kapasiteli kısa süreli konaklama tesisinin inşaat tamamlanma oranı %60 seviyesindedir.

Şirket'in finansal tablolarında Lagun Country Club 1. Etap yatırım amaçlı gayrimenkul (YAG) olarak ve gerçeğe uygun değeri üzerinden takip edilmektedir. Zira Türkiye Muhasebe Standardı 40 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (TMS 40) standardının ilgili paragraflarına uygun şekilde, söz konusu gayrimenkule dayalı hak, ilgili sözleşme dahilinde belirlenmiş yapı ve tesislerin yapımı ve bu tesislerin işletmeciye kiralanması kapsamında kira geliri elde edilmesi amacı kapsamında portföyde

bulundurulmakta ve Şirket'in YAG'lar için belirlediği genel muhasebe politikası kapsamında gerçeğe uygun değeri üzerinden ölçülmekte ve finansal tablolarda bu değer üzerinden gösterilmektedir.

Gerçeğe uygun değer üzerinden ölçüme ilişkin olarak, TMS 40 standardı uyarınca, YAG olarak sınıflandırılan bir varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir biçimde ölçülmesinin mümkün olması halinde, ilgili varlığın finansal tablolarda gerçeğe uygun değeri üzerinden ölçülerek gösterilmesi mümkün bulunmaktadır.

Lagun Country Club (2. Etap)

Lagun Country Club 2. Etap yatırımı için ruhsat edinme süreçleri devam etmekte olup, 330 yatak kapasiteli otel yatırımı planlanmaktadır. Lagun Country Club 2. Etap 330 yatak kapasiteli otel, modern sağlık üniteleri, klinikler, fizik tedavi merkezi, spa & wellness tesisleri, sağlık turizmine adanmış Türkiye'nin en prestijli wellness oteli olma vizyonuyla inşa edilmesi planlanmaktadır. Lagun Country Club 2. Etap yatırımı, Türkiye Muhasebe Standardı 40 (TMS 40) - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kapsamında, varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir biçimde ölçülmesinin mümkün olması halinde finansal tablolarda gerçeğe uygun değer yöntemiyle muhasebeleştirilebilmesine imkân tanınmakta olmakla birlikte, ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde, bağımsız denetim tarihi itibarıyla şirket finansal tablolarında yatırım amaçlı gayrimenkuller arasında muhasebeleştirilmemiştir. Söz konusu projeye ilişkin olarak, Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-59 sayılı değerleme raporunda, 30.09.2025 tarihi itibarıyla projenin finansal değeri, geliştirme süreci, proje riskleri ve gerçekleşme belirsizlikleri dikkate alınarak %50 oranında iskonto uygulanmak suretiyle 1.489.500.000 TL olarak takdir edilmiştir. Ancak, Lagun Country Club 2. Etap yatırımının söz konusu değerleme raporunda tespit edilen bu değeri, finansal tablolarda yatırım amaçlı gayrimenkul olarak yer almadığından, 24.11.2025 tarihli Fiyat Tespit Raporu kapsamında pay başına fiyatın belirlenmesinde, ihtiyatlılık ilkesi gereği dikkate alınmamıştır. Bu kapsamda, halka arz fiyatının tespitinde esas alınan değerleme çalışmaları, yalnızca finansal tablolarda muhasebeleştirilmiş ve değerleri bağımsız denetimden geçmiş varlıklar dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir.

Gayrimenkul Portföyü	Niteliği	Rapor Tarihi	Rapor Numarası	Değerlemede Esas Alınan Yöntem	Ekspertiz Değeri (30.09.2025 itibarıyla)
Ovacık Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Keçiören İlçesi, Ovacık Mahallesi, 90093 Ada 1 Parsel Taşınmaz	30.10.2025	2025-PD-58	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	115.220.000
Çukurambar Eğitim Kampüsü	Eğitim Kampüsü /Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 27506 Ada 1 Parselde Konumlu "8 Katlı Betonarme Okul, Üniversite, Araştırma ve Arsası" Vasıflı Taşınmaz	30.10.2025	2025-PD-57	Maliyet Yaklaşımı Yöntemi	411.390.000
Karakusunlar Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 29097 Ada 1 Parsel Taşınmaz	30.10.2025	2025-PD-56	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	69.550.000
Z Lagün Diplomatik Site Arsası ve Projesi	Villa/Diplomatik Site/ Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Bahçelievler Mahallesi, 127974 Ada 1-3-5 Parselde Yer Alan 32 Adet Bağımsız Bölüm	30.10.2025	2025-PD-55	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	1.517.971.000

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (0212) [illegible]
www.[illegible]
Ticaret Sicil No: 3[illegible]228
Vergi Kimlik No: 922[illegible]8330
Mersis No: 0-9220-0083-[illegible]

Lagun Country Club (1. Etap)	Kırsal Turizm/Doğa, Sağlık Oteli Ankara İli, Kızılcahamam İlçesi, Berçin Yayalar Mahallesi, Çatak Yayla Serisi Kabaca Mevkii, 108 Ada 1 Parselde Konumlu "Orman" Vasıflı Ana Taşınmaz İçin Sözleşmeden Doğan Gayrimenkule Dayalı Hak	14.11.2025	2025-PD-59	Gelir Yaklaşımı Yöntemi	714.000.000
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					**2.828.131.000**
İlk Madde ve Malzeme					-
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa*					36.527.504
Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı					-18.377.581
Toplam Stoklar					**18.149.923**
Gayrimenkul Portföyü Toplam					**2.846.280.923**
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)					9.843.504
Ticari Alacaklar (+)					26.473.654
Diğer Dönen Varlıklar (+)					17.868.469
Diğer Duran Varlıklar (+)					3.022.924
Toplam Portföy					**2.903.489.474**
Kısa Vadeli Yükümlülükler (-)					128.275.398
Uzun Vadeli Yükümlülükler (-)					345.226.905
Net Aktif Değer					**2.429.987.171**

* Ankara İli, Keçiören İlçesi, Yükseltepe Mahallesi, 91607 Ada 1 Parselde Konumlu, toplam 10.448 m2 Konut Alanı içerisinde 1.472 m2 (92/653 hissesi) yüz ölçümlü arsa için değerleme raporu alınmış olup arsanın değerleme sonucunda değer düşüklüğüne uğradığı tespit edilmiştir. İlgili arsa için 30 Mayıs 2024 tarihinde noter onaylı satış vaadi sözleşmesi yapılmış olup Karayolları Genel Müdürlüğü ile yaşanan anlaşmazlık nedeniyle dava sürecine girildiğinden tapu devri raporlama tarihi itibarıyla henüz gerçekleştirilmemiştir.

Not: Lagun Country Club 2. Etap yatırımı, Türkiye Muhasebe Standardı 40 (TMS 40) - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kapsamında, varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir biçimde ölçülmesinin mümkün olması halinde finansal tablolarda gerçeğe uygun değer yöntemiyle muhasebeleştirilebilmesine imkân tanınmakta olmakla birlikte, ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde, bağımsız denetim tarihi itibarıyla şirket finansal tablolarında yatırım amaçlı gayrimenkuller arasında muhasebeleştirilmemiştir. Söz konusu projeye ilişkin olarak, Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-59 sayılı değerleme raporunda, 30.09.2025 tarihi itibarıyla projenin finansal değeri, geliştirme süreci, proje riskleri ve gerçekleşme belirsizlikleri dikkate alınarak %50 oranında iskonto uygulanmak suretiyle 1.489.500.000 TL olarak takdir edilmiştir. Ancak, Lagun Country Club 2. Etap yatırımının söz konusu değerleme raporunda tespit edilen bu değeri, finansal tablolarda yatırım amaçlı gayrimenkul olarak yer almadığından, 24.11.2025 tarihli Fiyat Tespit Raporu kapsamında pay başına fiyatın belirlenmesinde, ihtiyatlılık ilkesi gereği dikkate alınmamıştır. Bu kapsamda, halka arz

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 10 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 77 Fax: [illegible]
Web Sitesi: www.vyd.com.tr
Ticaret Sicil No: 397228
Vergi Kimlik No: 922 008 8299
Mersis No: 0-9220-0883-5700001

fiyatının tespitinde esas alınan değerleme çalışmaları, yalnızca finansal tablolarda muhasebeleştirilmiş ve değerleri bağımsız denetimden geçmiş varlıklar dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir.

5.1.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Değerleme 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 kârlılık performansı olurken; ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirme ve gayrimenkul portföyü işletmeciliği olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) 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. Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Z GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak Piyasa Değeri bulunabilmesi için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Z 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.

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

Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri (PD/NAD): Söz konusu çarpan öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi kuruluşların değerlemesinde kullanılmaktadır. Net Aktif Değer (NAD), GYO'nun aktiflerindeki gayrimenkullerin bağımsız gayrimenkul değerleme raporlarında belirlenen gerçeğe uygun değerlerinin toplamından borçların düşülmesiyle hesaplanmaktadır. SPK'nın III-48.1 sayılı GYO Tebliği gereği her altı ayda bir portföy değerleme raporu hazırlanması zorunludur. NAD, GYO'nun portföy büyüklüğünü, borçluluk seviyesini ve piyasa değerini gerçeğe uygun şekilde yansıtmaktadır. Dolayısıyla PD/NAD oranı, piyasanın GYO'yu portföyünün gerçeğe uygun değerine göre nasıl fiyatladığını göstermektedir. PD/NAD oranı, GYO'nun borsadaki fiyatlaması ile bağımsız gayrimenkul değerleme uzmanlarının tespit ettiği portföy değeri arasındaki farkı göstermektedir. Bu fark, yatırımcıların portföy kalitesi, kira geliri sürdürülebilirliği, borçluluk ve yönetim başarısı konularındaki algısını yansıtmaktadır. Böylece PD/NAD, piyasanın GYO portföyüne uyguladığı iskonto veya primi daha sağlıklı ölçme ve gerçek piyasa algısını gösterme yeteneğine sahip olmaktadır. Z GYO değerleme çalışmasında çarpan analizi kapsamında PD/NAD kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD): Söz konusu çarpan ağırlıklı olarak klasik sanayi veya hizmet şirketlerinde kullanılmaktadır. Çünkü bu şirketlerin varlıkları maliyet değeriyle taşınmaktadır. Ancak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında (GYO) temel varlıklar, aktifte yer alan gayrimenkullerdir. Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gayrimenkul portföyünde yer alan bir kısım gayrimenkullerin "Stoklar" kaleminde maliyet bedeli ile muhasebeleştirilmesi nedeniyle Z GYO değerlemesinde çarpan analizi kapsamında PD/DD kullanılmamasının sağlıklı olacağı değerlendirilmiştir.

Bu çerçevede Şirket için en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değerinin, Borsa'da işlem gören GYO'ların piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD (Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri) çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerleme çalışmasına dahil edilmiştir.

5.1.2.1 PD / NAD Analizi

<u>Z GYO Portföy Analizi</u>

Şirket, portföy yapısı itibarıyla ağırlıklı olarak Ankara ilinde konumlanmış, yüksek sermaye kazancı potansiyeline sahip gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktadır. Portföyün temel stratejisi, kısa vadede sınırlı nakit akışı yaratan ancak uzun vadede değer artışı ve sürdürülebilir kira geliri potansiyeli yüksek projelere odaklanmaktır. Bu yapı, tahakkuk esaslı kâr riskini beraberinde getirmekle birlikte, sürdürülebilir büyüme ve sermaye kazancı stratejisini desteklemektedir. Şirket, SPK'nın III-48.1 sayılı

GYO Tebliği'nin 22. maddesi kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğindeki varlıklara yönelmekte olup; portföy kompozisyonu hem geliştirme aşamasındaki projelerden hem de kira geliri sağlayan aktif varlıklardan oluşmaktadır. Portföyün ağırlıklı kısmı geliştirme aşamasındaki projelerden oluşmaktadır. Bu durum, kısa vadede düşük nakit akışı ancak orta-uzun vadede yüksek sermaye kazancı potansiyeli taşıyan bir yapıya işaret etmektedir.
Şirket, portföy politikası bakımından ulusal ve uluslararası gayrimenkul yatırım ortaklıklarının klasik "geliştirme + işletme + sermaye kazancı" üçlü modeline paralel hareket etmektedir.

Şirket'in portföy stratejisinin ana unsurları aşağıda belirtilmektedir:

- Yüksek getiri hedefli projelere erken aşamada yatırım yaparak gelecekte sürekli gelir yaratma potansiyelini büyütmek,
- Tahakkuk esaslı karın kısa vadede nakde dönüş riskine rağmen uzun vadeli değer artışı sağlamayı önceliklendirmek,
- Nakit akışını erteleme pahasına değer artışı yaratacak projelere yönelmek,
- Gayrimenkul varlıklarında lokasyon, hedef kitle ve fonksiyonel çeşitlilik ile kira + sermaye kazancı dengesini kurmak.

Bu strateji, kısa vadede donuk nakit görünümü yaratsa da, uzun vadede sürdürülebilir portföy değeri artışı ve yüksek PD/NAD çarpan potansiyeli yaratmaktadır.

- **Z Lagun Villa Diplomatik Site Projesi**

Niteliği: 32 bağımsız villadan oluşan, 22.058 m² arsa üzerinde geliştirilmekte olan lüks diplomatik site villa projesi.

Aşama: Kat irtifakları tesis edilmiş olup, 1-3 parselde yer alan bağımsız bölümlerin inşaat ilerleme oranı %58 parselde yer alan bağımsız bölümlerin inşaat ilerleme oranı %18 seviyesine ulaşmıştır.

Analiz: Proje, diplomatik misyonlar ve expat profesyonellere hitap eden yüksek gelir segmenti için tasarlanmış olup, konumu itibarıyla Ankara'nın diplomatik koridoru olarak bilinen Oran-Gölbaşı hattında yer almaktadır. Bu segment, istikrarlı kira getirisi ve yüksek yeniden satış potansiyeli barındırmaktadır.

Değerlendirme: Kısa vadede nakde dönüş potansiyeli düşük, ancak tamamlanma sonrası kira getirisi ve sermaye kazancı açısından portföyün en güçlü kalemlerinden biridir.

- **Karakusunlar Arsası**

Niteliği: 5046 m² büyüklüğünde kentsel servis alanı.

Aşama: Kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalanmış; proje belediye onay sürecindedir.

Analiz: JW Marriott ve Eti Maden Genel Müdürlüğü çevresindeki prestijli konumu itibarıyla, değer artış potansiyeli yüksek bir arsadır.

Değerlendirme: Kısa vadede nakit yaratmamakla birlikte, ruhsat alınmasını müteakip karma proje (ofis-konut-ticari ünite) geliştirilmesiyle yüksek sermaye kazancı potansiyeli taşımaktadır.

- **Lagun Country Club (1. Etap) / Lagun Country Club (2. Etap)**

Niteliği: 49 yıllığına işletme hakkı Z GYO uhdesinde olan turizm-konaklama yatırımı.

Analiz: Sağlık ve doğa turizmine odaklanan iki etaplı proje; 390 yatak kapasiteslyle Türkiye'nin en büyük wellness resort projelerinden biri olma potansiyeline sahiptir.

Değerlendirme: Uzun vadeli yatırım niteliği taşıdığından, portföyün değerinin yarısını oluşturan bu varlık şirketin stratejik lokomotifi konumundadır. Turizm döngüsüne duyarlı olmakla birlikte, sağlık turizmi odaklı yapısı sayesinde döviz bazlı gelir yaratma potansiyeli bulunmaktadır.

- **Ovacık Arsası**

Niteliği: 19.167 m² sanayi ve ticaret alanı vasıflı arsa (%25 hisse).

Analiz: Ankara'nın yeni gelişim akslarından biri üzerinde yer almakta olup, çevre yolu ve Forum Ovacık AVM yakınındaki konumuyla ticari potansiyeli yüksek bir gayrimenkuldür.

Değerlendirme: Kısa vadede değer artışı potansiyeli yüksek olmakla birlikte, ortaklık yapısından kaynaklanan kontrol riski bulunmaktadır.

- **Çukurambar Eğitim Kampüsü**

Niteliği: Kiracılı eğitim tesisi (Bilfen Eğitim Kurumları).

Analiz: Portföyün tek aktif kira getirisi sağlayan varlığıdır. Bilfen Eğitim Kurumları gibi yüksek kredi değerliliğine sahip kiracı ile yapılan uzun vadeli kira sözleşmesi, portföyün istikrarını artırmaktadır.

Değerlendirme: Portföydeki likidite dengesini sağlayan en önemli unsurdur.

Benzer Şirket Seçiminde Kullanılan Metodoloji

Şirketin piyasa değerinin tespitinde piyasa temelli yaklaşım kapsamında PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) çarpanı kullanılmıştır. Örneklem olarak Borsa İstanbul GYO Endeksi (XGMYO)'nda yer alan halka açık GYO'lar esas alınmış; karşılaştırılabilirliğin sağlanması amacıyla faaliyet konusu, portföy bileşimi, ölçek, finansal raporlama ve likidite gibi unsurlar yönünden homojen örneklem oluşturulmaya çalışılmıştır. Analizde medyan (aşırı uçlardan arındırılmış) dağılımlar dikkate alınmıştır. Aşağıdaki dört başlıkta, endekste yer almakla birlikte karşılaştırılabilirliği zayıflatan şirketler analiz dışı bırakılmıştır:

Portföyünde AVM Bulunan GYO'lar: Bir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın (GYO) Piyasa Değeri / Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanı, şirketin borsadaki fiyatlamasının portföyündeki gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerine göre nasıl bir iskontoyla veya primle işlem gördüğünü gösterir. Ancak bu çarpanın karşılaştırmalı analizlerde anlamlı olabilmesi, portföy yapılarının ve gelir modellerinin birbirine benzer nitelikte olmasına bağlıdır. Bu nedenle, yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünde alışveriş merkezi (AVM) bulunduran bir GYO ile AVM bulundurmayan (örneğin ofis, konut, lojistik veya arsa portföyü bulunan) bir GYO'nun PD/NAD oranlarının karşılaştırılması, finansal ve operasyonel gerçekliği yansıtmayacak hatalı sonuçlar doğurabilecektir. AVM portföyüne sahip GYO'lar aktif bir ticari işletme niteliği taşımaktadır. Değerleri yalnızca taşınmazdan değil; kiracı karması, ciro bazlı kira sözleşmeleri, doluluk oranı ve yönetim kalitesinden oluşmaktadır. Bu GYO'lar, pazarlama ve bakım gibi operasyonel faaliyetleri yürütürken ekonomik dalgalanmalara karşı daha duyarlıdır. Buna karşın, AVM'siz GYO'lar genellikle pasif kira geliri elde eden ve daha istikrarlı gelir akışına sahip yapılardır. AVM portföyü barındıran GYO'lar, perakende sektöründeki dalgalanmalara, ciro bazlı kiralamalara ve döviz riskine maruz kalmaktadır. Yüksek getiri potansiyeline rağmen yüksek risk taşırlar.

Aşağıda tabloda yer alan 16 adet GYO portföyünde AVM olması nedeniyle benzer şirket seçiminde dikkate alınmamıştır.

Şirket Adı	Hisse Kodu	Finansal Tablo Tarihi	Çarpan Analizine Dahil Edilmeme Sebebi
Adra G.M.Y.O.	ADGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Akiş G.M.Y.O.	AKSGY:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması

Akmerkez G.M.Y.O.	AKMGY:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Atakule G.M.Y.O.	AGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Avrupakent G.M.Y.O.	AVPGY:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Deniz G.M.Y.O.	DZGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Doğuş G.M.Y.O.	DGGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Fuzul G.M.Y.O.	FZLGY:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
İş G.M.Y.O.	ISGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Kiler G.M.Y.O.	KLGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Nurol G.M.Y.O.	NUGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Panora G.M.Y.O.	PAGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Servet G.M.Y.O.	SRVGY:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
T.S.K.B. G.M.Y.O.	TSGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması
Yeni Gimat G.M.Y.O	YGGYO:IS	2025/09	Portföyünde AVM Olması

NAD Değeri 10 Milyar TL'nin Üzerinde olan GYO'lar (Ölçek Filtresi): Uluslararası Değerleme Standartları uyarınca piyasa yaklaşımı ile yapılan çarpan analizlerinde en temel koşul "karşılaştırılabilirlik"tir. Karşılaştırılan şirketlerin ölçek, faaliyet yapısı, portföy büyüklüğü ve risk profili açısından benzer büyüklükte olması gerekir. Değerleme çalışmasında kullanılan PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) çarpanı analizinin amacı, şirketin faaliyet ve varlık yapısına benzer nitelikteki gayrimenkul yatırım ortaklıklarıyla karşılaştırılabilir bir örneklem oluşturmaktır. Bu kapsamda, Net Aktif Değeri 10 Milyar TL'nin üzerinde olan GYO'lar, ölçek ve piyasa konumu açısından önemli farklılıklar göstermeleri nedeniyle analize dahil edilmemiştir. NAD'ı belirli bir büyüklüğün üzerinde olan GYO'lar genellikle;

- Çok geniş portföy büyüklüğüne ve coğrafi çeşitliliğe sahip,
- Kurumsal yatırımcı tabanı güçlü,
- Borçlanma maliyetleri düşük,
- Yüksek likiditeye ve temettü ödeme geçmişine sahip şirketler,

olarak değerlendirilmiştir.

Bu yapısal avantajlar, söz konusu şirketlerin piyasa değerlerinde bir "kurumsallık primi" oluşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, bu şirketlerin PD/NAD oranları, küçük ve orta ölçekli GYO'lara göre sistematik biçimde daha yüksek veya daha düşük seviyelerde oluşabilmektedir. Bu durum, değerlemesi yapılan şirketin ölçeğine uygun olmayan bir sağlıksız bir durum yaratabilmektedir.

Büyük ölçekli GYO'ların portföyleri, çoğu zaman:

- Karma projeler (AVM, ofis, rezidans, lojistik tesisleri vb.),
- Yurtiçi ve yurtdışı varlık karışımı,
- Uzun vadeli kira sözleşmeleri ve finansal iştirakler

içermektedir.

Bu çeşitlilik, NAD hesaplamasında kullanılan gerçeğe uygun değer varsayımlarını (iskonto oranı, doluluk, kira artışı vb.) farklılaştırmakta; dolayısıyla PD/NAD oranının risk profilinden kaynaklı sapma göstermesine neden olmaktadır.

Değerlemesi yapılan şirketin portföyü tekil, homojen ve geliştirme odaklı olduğundan, bu tür büyük ölçekli karma portföylerle kıyaslama yapılması faaliyet riski ve getiri beklentisi açısından tutarlılık ilkesini zedeler.

Aşağıda tabloda yer alan 13 adet GYO Net Aktif Değeri 10 Milyar TL'nin üzerinde olması nedeniyle benzer şirket seçiminde dikkate alınmamıştır.

Şirket Adı	Hisse Kodu	Finansal Tablo Tarihi	Çarpan Analizine Dahil Edilmeme Sebebi
Akfen G.M.Y.O.	AKFGY:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Alarko G.M.Y.O.	ALGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	ASGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Halk G.M.Y.O.	HLGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	KZBGY:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	KZGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Özak G.M.Y.O.	OZKGY:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Peker G.M.Y.O.	PEKGY:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	PSGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Reysaş G.M.Y.O.	RYGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Sinpaş G.M.Y.O.	SNGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması
Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	ZRGYO:IS	2025/09	NAD Değerinin Uç Değerler Dışında Olması

Uç PD/NAD Gözlemleri (< 0,3x veya > 1,7x) : Çarpan analizi kapsamında kullanılan PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) oranı, şirketin borsa değerinin aktif varlıklarının gerçeğe uygun değerine göre nasıl fiyatlandığını göstermektedir. Bu çarpan, piyasa verisine dayalı olduğundan aşırı uç değerlerden (outlier) etkilenmeye açık bir göstergedir. Değerleme sürecinde, uluslararası ve yerel standartlar kapsamında, piyasa katılımcılarının bakış açısını yansıtmayacak şekilde aşırı uçta yer alan veri setleri analiz dışı bırakılmalıdır. PD/NAD çarpan verileri üzerinde çeyrekler arası aralık (IQR) yöntemi kullanılarak aykırı gözlem analizi yapılmıştır. Yapılan hesaplamada birinci çeyrek açıklığı (Q1) değeri 0,3x, üçüncü çeyrek açıklığı (Q3) değeri 0,9x, çeyrekler açıklığı değeri (IQR) ise 0,6x olarak bulunmuştur. Üst sınır Q3 + 1,5 × IQR yöntemiyle 1,7x seviyesinde belirlenmiş olup 1,7x seviyesinin üzerindeki gözlemler istatistiksel olarak aykırı kabul edilerek analiz dışında bırakılmıştır. Altı sınır Q1 - 1,5 × IQR yöntemiyle -0,5x seviyesinde hesaplanmış olup, veri setinin sağa çarpık yapısı nedeniyle IQR yöntemi ile hesaplanan alt sınır negatif çıkmış olup PD/NAD çarpanları açısından ekonomik anlam taşımamaktadır. Piyasa gerçekliğini yansıtmayan bu düşük sınır kullanılmamış; sektörün yapısı, GYO portföylerinin gerçeğe uygun değerleme esasları ve tarihsel piyasa davranışları dikkate alınarak minimum ekonomik temsil eşiği olan 0,3x seviyesinin altındaki gözlemler alt sınır olarak uygulanmıştır.

Kartil Hesaplaması	Değerler
Kartil 1	0,3x
Kartil 3	0,9x
Çeyrekler Açıklığı	**0,6x**
Üst Sınır	*1,7x*
Alt Sınır	*-0,5x*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No.18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible]
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]
Boğaziçi Kurumlar Vergi Dairesi [illegible]
Mersis No: 0-9220-0383-5900017

Bu nedenle, 0,3x'ün altında ve 1,7x'nin üzerinde PD/NAD oranına sahip şirketler, analizde istatistiksel ve ekonomik açıdan temsil gücü düşük uç gözlemler olarak değerlendirilmiş ve karşılaştırılabilirlik ilkesi gereği örneklem dışı bırakılmıştır.

Sonuç olarak, PD/NAD oranı 0,3x'ün altında ve 1,7x'nin üzerinde olan GYO'ların analizden çıkarılması;

- Şirket bazlı özel durumların etkisini minimize etmek,
- Örneklemin istatistiksel homojenliğini korumak,
- Piyasa çarpanının hedef şirketi temsil gücünü artırmak amacıyla yapılmıştır.

Aşağıda tabloda yer alan 3 adet GYO PD/NAD çarpanının uç değerler dışında olması nedeniyle benzer şirket seçiminde dikkate alınmamıştır.

Şirket Adı	Hisse Kodu	Finansal Tablo Tarihi	Çarpan Analizine Dahil Edilmeme Sebebi
Martı G.M.Y.O.	MRGYO:IS	2025/06	PD/NAD Çarpanının Uç Değerler Dışında Olması
Trend G.M.Y.O.	TDGYO:IS	2025/09	PD/NAD Çarpanının Uç Değerler Dışında Olması
Vakıf G.M.Y.O	VKGYO:IS	2025/09	PD/NAD Çarpanının Uç Değerler Dışında Olması

Portföy Yapısı Uygun Olmayan GYO'lar:

PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) çarpanı analizi, değerlemesi yapılan şirketin piyasa değerini; gerçeğe uygun değer esasına göre hesaplanan net aktif değerine oranlayarak yorumlamayı amaçlayan piyasa temelli bir karşılaştırma yöntemidir. Bu yöntemin sağlıklı sonuç verebilmesi, karşılaştırmaya konu edilen emsal şirketlerin faaliyet alanı, gelir modeli ve portföy kompozisyonu açısından benzer olmasıyla mümkündür.

Bu kapsamda, portföy yapısı itibarıyla değerlemesi yapılan şirketin faaliyet modelinden belirgin biçimde farklı olan şirketler, karşılaştırılabilirlik ilkesini zedelememek adına PD/NAD çarpan analizine dahil edilmemiştir.

Aşağıda tabloda yer alan 3 adet GYO faaliyet alanı ve portföy kompozisyonu açısından kıyaslanabilir olmaması nedeniyle benzer şirket seçiminde dikkate alınmamıştır.

Şirket Adı	Hisse Kodu	Finansal Tablo Tarihi	Çarpan Analizine Dahil Edilmeme Sebebi
Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	BASGZ:IS	2025/09	Portföy Uyumsuzluğu
Sur Tatil Evleri G.Y.O	SURGY:IS	2025/09	Portföy Uyumsuzluğu
Özderici G.M.Y.O.	OZGYO:IS	2025/09	Portföy Uyumsuzluğu

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO) değerlemesinde kullanılan Piyasa Değeri / Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanı, özellikle duran varlık ağırlıklı portföy yapısına sahip şirketler için pazar katılımcıları (yatırımcılar ve analistler) tarafından en uygun ve en sık kullanılan değerleme göstergelerinden birisidir. Bunun temel nedeni, GYO'ların faaliyet modelinin doğrudan portföylerindeki gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerine dayalı olması ve bu varlıkların finansal tablolarında "gerçeğe uygun değer farkı kâr veya zarara yansıtılan" bir yaklaşımla izlenmesidir. Dolayısıyla PD/NAD oranı, şirketin piyasa değerinin portföy değerine göre iskontolu veya primli işlem görüp görmediğini gösteren önemli bir referans noktasıdır.

Bu bağlamda, çarpan analizi çalışmasında yurt içi karşılaştırılabilir GYO'ların PD/NAD oranları esas alınmıştır. Analiz kapsamında, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmekte olan ve 30.09.2025 tarihli

bağımsız denetim raporlarını kamuya açıklamış toplam 48 adet gayrimenkul yatırım ortaklığının finansal verileri detaylı şekilde incelenmiştir.

Benzer şirket havuzu oluşturulurken, uluslararası değerleme standartları (UDS) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) değerleme raporlarına ilişkin düzenlemeleri doğrultusunda, çarpan analizinin sağlıklı sonuç verebilmesi için portföy yapısı, ölçek, faaliyet alanı ve finansal büyüklük açısından benzer şirketlerin seçilmesi esas alınmıştır. Bu doğrultuda, aşağıda belirtilen kriterlere uymayan GYO'lar analiz dışında bırakılmıştır:

- Portföyünde AVM (Alışveriş Merkezi) Bulunan GYO'lar
- Net Aktif Değeri (NAD) 10 milyar TL'nin Üzerinde Olan GYO'lar
- PD/NAD Çarpanı 0,3x'ün Altında ve 1,7x'nin Üzerinde Olan GYO'lar
- Faaliyet Alanı veya Portföy Yapısı Benzer Olmayan GYO'lar

Belirtilen filtreleme süreci sonucunda, BİST'te işlem gören 48 GYO arasından 13 adet GYO, faaliyet yapısı, büyüklüğü ve finansal profili itibarıyla değerlemesi yapılan şirketle karşılaştırılabilir nitelikte bulunmuş ve sektör çarpanının hesaplanmasında kullanılmıştır.

Bu metodoloji sayesinde elde edilen PD/NAD çarpanı, hem pazar katılımcılarının fiyatlama davranışını yansıtmakta hem de değerlemesi yapılan GYO'nun gerçeğe uygun piyasa değerine ilişkin rasyonel bir referans oluşturduğu değerlendirilmiştir. Nihai olarak BIST'te işlem görmekte olan 48 GYO'dan 13 tanesi ile çarpan analizi yapılmıştır.

Şirket Adı	Şirket Kodu	Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri/Net Aktif Değer
Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	AHSGY:IS	8.923.625.787	10.598.250.000	1,2x
Ata G.M.Y.O.	ATAGY:IS	771.296.046	665.000.000	0,9x
Avrasya G.M.Y.O.	AVGYO:IS	1.877.096.503	1.245.456.000	0,7x
Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	BEGYO:IS	5.038.374.319	4.246.150.000	0,8x
Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	EYGYO:IS	2.357.665.211	3.395.000.000	1,4x
Egeyapı Avrupa G.Y.O.	EGEGY:IS	5.624.240.461	5.100.000.000	0,9x
İdealist G.M.Y.O.	IDGYO:IS	338.021.096	468.000.000	1,4x
Koray Gmyo	KGYO:IS	9.949.792.401	6.210.000.000	0,6x
Körfez G.M.Y.O.	KRGYO:IS	3.051.584.731	3.385.800.000	1,1x
Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	MHRGY:IS	8.361.087.521	4.689.090.000	0,6x
Mistral G.M.Y.O	MSGYO:IS	8.840.462.686	2.762.236.535	0,3x
Şeker G.M.Y.O.	SEGYO:IS	7.454.429.623	5.166.076.047	0,7x
Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	VRGYO:IS	5.107.853.569	2.451.800.000	0,5x
Ortalama				**0,85x**

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım
**23.11.2025 tarihi itibarıyla*
***NAD hesabında Stoklar gerçeğe uygun değerleriyle kullanılmıştır.*

48 GYO şirketinden oluşan örneklem grubundan elenmiş 13 şirketin ortalama Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri çarpanı ortalaması 0,85x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değeri ile hesaplanmış özsermaye değeri hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akaj Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Avşa Sitesi
F-2/A Blok No: 18 Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: [illegible]
Mersis No: 0220-0383-5000017

BIST GYO PD/NAD Çarpanına Göre Değerleme	
PD / NAD (x)	0,85x
30.09.2025 tarihi itibarıyla Düzeltilmiş NAD	2.429.987.171
Özsermaye değeri	**2.068.736.206**

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.2. Değerleme Sonucu

İşbu Fiyat Tespit Raporu kapsamında, şirketin özsermaye değeri; Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) çerçevesinde kabul gören Net Aktif Değer (NAD) ve Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır. Her iki yöntem, şirket değerinin farklı ve tamamlayıcı boyutlarını yansıtması nedeniyle değerlendirmeye alınmış ve nihai değere ulaşılırken ağırlıklandırılmış ortalama yaklaşımı benimsenmiştir.

Bu çerçevede;

Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi, şirket portföyünde yer alan varlıkların güncel gerçeğe uygun değerlerini esas alarak, şirketin varlık bazlı özsermaye değerini ortaya koymaktadır. NAD yöntemi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri 2.429.987.171 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpan Analizi Yöntemi, Borsa İstanbul'da işlem gören ve faaliyet alanı, portföy yapısı ve risk profili itibarıyla şirket ile karşılaştırılabilir nitelikteki şirketlerin piyasa çarpanları esas alınarak uygulanmış; bu yöntem aracılığıyla şirketin piyasa koşulları ve yatırımcı algısı çerçevesinde oluşabilecek değeri analiz edilmiştir. Çarpan analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri 2.068.736.206 TL olarak tespit edilmiştir.

Her iki yöntemin de değerleme konusu şirket açısından yüksek düzeyde anlamlı ve güvenilir sonuçlar ürettiği değerlendirilmiş; tek bir yöntemin diğerine göre belirgin bir üstünlüğü bulunmaması nedeniyle, söz konusu yöntemlere eşit ağırlık (%50 - %50) verilmesi uygun görülmüştür. Bu yaklaşım, UDS 105'te yer alan; farklı değerleme yöntemlerinden elde edilen sonuçların makuliyet ve tutarlılık çerçevesinde analiz edilerek tek bir nihai değere dönüştürülmesi ilkesine uygundur.

NAD ve Çarpan Analizi yöntemlerinden elde edilen değerlerin ağırlıklandırılması sonucunda, şirketin Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri 2.249.361.688 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arzın sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilmesi, yatırımcıya makul bir getiri potansiyeli sunulması ve piyasa koşullarının dikkate alınması amacıyla, halka arz öncesi pay başına fiyat üzerinden %27 oranında halka arz iskontosu uygulanması uygun görülmüştür. Söz konusu iskonto oranı belirlenirken; piyasa volatilitesi, benzer halka arz uygulamaları, sektörde gözlemlenen iskonto seviyeleri ve yatırımcı talebini destekleyici fiyatlama ihtiyacı birlikte değerlendirilmiştir.

Uygulanan iskonto sonucunda, şirketin halka arz iskontolu özsermaye değeri 1.644.283.394 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirketin 30.09.2025 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesi 168.242.225 TL olup, bu tutar üzerinden yapılan hesaplama sonucunda 1 TL nominal değerli pay başına halka arz öncesi fiyat 9,77 TL olarak tespit edilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 16 Beşiktaş / 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 05 77 Fax: (212) 352 05 20
İnternet Vergi Dairesi / Sicil No: 317228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9270083830
Mersis No: 0-9270-0383-0000011

Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri	Ağırlık
NAD	2.429.987.171	%50
Çarpan Analizi	2.068.736.206	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	**2.249.361.688**	**%100**

Kaynak: Vakıf Yatırım

Değerleme Sonuç	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	2.249.361.688
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.09.2025 itibarıyla)	168.242.225
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	13,37
Halka Arz İskonto Oranı	%27
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	1.644.283.394
Halka Arz Fiyatı (TL)	**9,77**

Kaynak: Vakıf Yatırım

İşbu Fiyat Tespit Raporu kapsamında planlanan halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yöntemlerinin birlikte kullanılması suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arzın yapısı, Şirket'in sermaye yapısının güçlendirilmesi, finansal esnekliğinin artırılması ve mevcut ortaklara sınırlı ölçüde likidite sağlanması hedefleri doğrultusunda kurgulanmıştır.

Bu çerçevede, Şirket'in mevcut ödenmiş sermayesinin %25,1 oranında artırılması planlanmakta olup, sermaye artırımı kapsamında 42.250.000 TL nominal değerli pay ihraç edilmesi öngörülmektedir. Söz konusu sermaye artırımına ek olarak, mevcut ortak tarafından 42.250.000 TL nominal değerli payın halka arz edilmesi planlanmaktadır.

Buna göre, halka arz kapsamında toplam 84.500.000 adet payın satışa sunulması öngörülmekte olup, halka arzın tamamlanmasını takiben Şirket'in ödenmiş sermayesinin 210.492.225 TL'ye, halka açıklık oranının ise yaklaşık %40,1 seviyesine ulaşması beklenmektedir.

Halka arz fiyatının 9,77 TL olarak gerçekleşmesi varsayımı altında;

- Şirket'in sermaye artırımından elde edeceği brüt halka arz geliri yaklaşık 412.782.500 TL,
- Mevcut ortağın pay satışından elde edeceği brüt halka arz geliri yaklaşık 412.782.500 TL,

Toplam halka arz büyüklüğü ise yaklaşık 825.565.000 TL olacaktır.

Halka Arz Yapısı	
Halka arz sonrası ödenmiş sermaye	210.492.225
Sermaye artışı nominal	42.250.000

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Mira Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible]
Sicil No: [illegible]
Mersis No: 0-9220-0060-5600017

Ortak satışı nominal	42.250.000
Toplam satılacak hisse adedi	84.500.000
Halka arz sonrası halka açıklık oranı	40,1%
Şirket'in elde edeceği brüt halka arz geliri (TL)	412.782.500
Ortağın elde edeceği brüt halka arz geliri (TL)	412.782.500
Toplam halka arz büyüklüğü (TL)	**825.565.000**

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 18 Beşiktaş
Mersis No: 0-0220-0087-5900017

6. Ekler

6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

24.11.2025

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 24.11.2025 tarihli Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 A Blok No: 13 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Mersis No: 0-9220-0383-5[illegible]0017

6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

24.11.2025

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 24.11.2025 tarihli değerleme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Mehmet Doğa Doğmuş

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/17FB045A-C0EB-4002-9DE0-F6E0F18948F5

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının kamuoyu bir marka olma yolunda ilerleyiş sürdürdüğü mevcut uygulamaya yeniliklerin ve sürekli gelişimin katkı sağlayacakların ölçme, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	26.08.2022	924586	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Bu hakkında:

Bu belgeye sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait EK 2 sınav konularından başarılı olacak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversitelerden mezun olma şartını sağlayacak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mevcut yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belgeye olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5963633D-5D5B-436D-A0E2-62C0C97CAA99

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının kamuoyu bir marka olma yolunda ilerleyiş sürdürdüğü mevcut uygulamaya yeniliklerin ve sürekli gelişimin katkı sağlayacakların ölçme, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	20.06.2023	927118	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Bu hakkında:

Bu belgeye sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait EK 5 sınav konularından başarılı olacak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversitelerden mezun olma şartını sağlayacak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mevcut yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belgeye olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Kredi Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/35DFF5A2-51FF-4594-8F09-E6009E9EA2A7

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının kamuoyu bir marka olma yolunda ilerleyiş sürdürdüğü mevcut uygulamaya yeniliklerin ve sürekli gelişimin katkı sağlayacakların ölçme, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	7.07.2023	927244	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Bu hakkında:

Bu belgeye sahip olan kişi, Kredi Derecelendirme Lisansı türüne ait EK 5 sınav konularından başarılı olacak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversitelerden mezun olma şartını sağlayacak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mevcut yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belgeye olan Kredi Derecelendirme Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Residence
F-2/A Blok No: 3 Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: [redacted] Fax: [redacted]
Ticaret Sicil No: 327228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9[redacted]
Mersis No: [redacted]

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CC4A4AA-89B6-4D10-BD9E-CF31F2FA6041

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan standartlar, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	29.03.2024	92752	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Hakkında

Bu belgeye sahip olan kişi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı tanımına ait 5 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belgeye sahip Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Deniz Demir

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/BDFD46C7-B0A8-4D6E-BB13-E1A73CA4630A

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan standartlar, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	11.12.2025	939456	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Hakkında

Bu belgeye sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı tanımına ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belgeye sahip Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/26C0A9C1-B2FA-40DD-A55C-EDF4FCE29B40

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan standartlar, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	11.12.2025	939461	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Türev Araçlar Lisansı Hakkında

Bu belgeye sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı tanımına ait 5 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belgeye sahip Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Mura Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible]
Faz: [illegible] Sicil No: [illegible]
Boğ[illegible] V.D. 922 [illegible]
Mersis No: 0-9[illegible]-0383-[illegible]0001