



ZERAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

07.11.2025



İNTEGRAL

YATIRIM

MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Günay
İNTEGRAL
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak Mavi, 3aa, Sokak, Kat: 2
No: 5 Kat: 2, Sarıyer, İSTANBUL
Maslak V.D. 4/2011 8427

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR VE TANIMLAR	3
1. Rapor Bilgileri	7
1.1. Raporun Tarihi.....	7
1.2. Raporun Sayısı.....	7
1.3. Raporun Türü.....	7
1.4. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı	7
1.5. Değerlemeyi Yapan Şirketin Yetki Belgesi	7
1.6. Değerlemeyi Yapan Şirketin Adresi	7
1.7. Değerleme Yapılacak Varlık	7
1.8. Müşterinin Unvanı	7
1.9. Müşterinin Adresi.....	7
1.10. Değerleme Tarihi.....	7
1.11. Değerleme Para Birimi	7
1.12. Dayanak Sözleşmenin Tarihi.....	7
1.13. Müşteri ve Diğer Tüm Kullanıcılar	7
1.14. Müşteri ile Olan İlişkinin Niteliği	7
1.15. Değerlemeyi Gerçekleştirenin İsim/Unvan ve Sicil/Lisans Bilgileri:	8
2. Yönetici Özeti.....	8
2.1. Değerleme Çalışmasının Amacı, Konusu ve Dayanağı	8
2.2. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtlamalar	9
2.3. Uygunluk Beyanı	10
2.4. Kullanım Dağıtım ve Yayına İlişkin Kısıtlamalar.....	10
2.5. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Verilere İlişkin Değerlendirme ve Beyan	10
2.6. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Değer Esası ve Beyan	11
2.7. Değerleme Çalışmasında Uyulan İlkeler	11
2.8. Değerleme Sonucu	12
3. Şirket Hakkında Bilgiler	12
3.1. Halka Arzın Gerekçesi	12
3.2. Şirket Hakkında Genel Bilgiler	12
3.2.1. Ortaklık Yapısı	13
3.2.2. Şirket Faaliyetlerini Tanıtıcı Bilgiler	13
3.2.3. Tarihçe.....	32
3.3. Bağlı Ortaklık Hakkında Bilgi	33
3.4. Sektörü Tanıtıcı Bilgiler ve Şirketin Sektördeki Yeri.....	33
3.5. Şirket'in Stratejisi	42
3.6. Şirket Hakkında Finansal Bilgiler	42

4. Değerleme.....	46
4.1. Değerlemeye İlişkin Varsayımlar ile Özel ve Olağandışı Şartlar.....	46
4.2. Değerlemede Kullanılan Yaklaşım ve Yöntemler.....	47
4.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	48
4.2.2. Pazar Yaklaşımı.....	54
5. Sonuç	57
Ekler	59

KISALTMALAR VE TANIMLAR

KISALTMA	TANIM
a.d.	Anlamsız değer
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD Doları, Amerikan doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Aracı Kurumlar / Halka Arza Aracılık Eden Yetkili Kuruluş / Konsorsiyum Liderleri	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Avro, EUR	Avrupa Birliği Para Birimi
AVM	Alışveriş Merkezi
Bağımsız Denetim Şirketi	A1 Bağımsız Denetim Anonim Şirketi
BİST, Borsa, Borsa İstanbul, BİAŞ	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Borsa İstanbul Yıldız Pazar	Borsa'ya ilk kotasyonda halka arz edilen kısmın piyasa değeri 2.000.000.000 TL ve üzeri olan payların işlem göreceği pazar
BSMV	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
Country Akmeşe	Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Karaabdülbaki Mahallesi 123 ada 145 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Dilasa Orman	Kocaeli İli, Başiskele İlçesi, Yuvacık Mahallesi 1080 ada 15 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Dora Hill	Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş. Çayırköy Mahallesi 215 ada 10 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Esas Sözleşme	Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Esas Sözleşmesi
Esil Kartepe	Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Çiftlik Mahallesi 637 ada 22 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Fiyat Tespit Raporu	Halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlere ilişkin olarak İntegral Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu
Future Deluxe City / FDC	Ankara İli, Etimesgut İlçesi, Yapracık Mahallesi 48342 ada 5 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje

KISALTMA	TANIM
Gazania Life-1	Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi 146 ada 11 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Gazania Life-2	Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi 151 ada 12 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
GSYH	Gayrisafı Yurt İçi Hasıla
GVK	06.01.1961 tarih ve 10700 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYO Tebliği	28.05.2013 tarih ve 28660 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1)
Halka Arza Aracılık Ve Liderlik Yetkilendirme Sözleşmesi	Şirket, Zekeriya Zeray, Ziraat Yatırım ve İntegral Yatırım arasında imzalanan 18.11.2024 tarihli “Halka Arza Aracılık ve Liderlik Yetkilendirme Sözleşmesi ”
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Zekeriya ZERAY
Halka Arz Edilen Paylar/ Halka Arz Edilecek Paylar	Şirket’in çıkarılmış sermayesinin 510.000.000 TL’den 626.000.000 TL’ye artırılması nedeniyle ihraç edilecek 116.000.000 TL ve mevcut ortaklardan Zekeriya Zeray’ın sahip olduğu 40.800.000 TL olmak üzere toplam 156.800.000 TL nominal değerli B Grubu paylardır.
Harmony City	Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Ş.Uzunbey Mahallesi 677 ada 3 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
ISIN	Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Numarası
İhraççı / Şirket / Zeray GYO	Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
İntegral Yatırım	İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
İşlem Günü	İlgili düzenlemeler çerçevesinde Borsa İstanbul A.Ş. nezdindeki Pay Piyasası’nın işlem yapılmak üzere açık olduğu ilan edilen gündür

KISALTMA	TANIM
İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatlarına İlişkin Yönetmelik	10.08.2005 tarihli ve 25902 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2005/9207 sayılı İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatlarına İlişkin Yönetmelik
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KVK, Kurumlar Vergisi Kanunu	21.06.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
Ltd. Şti.	Limited Şirketi
m ²	Metrekare
Mahal Kartepe	Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Sarımeşe Mahallesi 322 ada 10 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Md / m.	Madde numarası
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
Miracle Garden	Kocaeli İli, Başiskele İlçesi, Ş.Kullar Mahallesi 794 ada 6 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje arsası
NAD	Net Aktif Değer
Next Capital	Ankara İli, Etimesgut İlçesi, Yapracık Mahallesi 48341 ada 4 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
RM Ritim Değerleme	RM Ritim Gayrimenkul Değerleme A.Ş.
Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu	16.06.2006 tarih ve 26200 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 5510 sayılı Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu
SPKn	30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti

KISALTMA	TANIM
Takasbank	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TMS-29	Yüksek Enflasyon Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardı
TTK/ Türk Ticaret Kanunu	14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Vb.	Ve benzeri
VUK	10.01.1961 tarih ve 10703 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 213 sayılı Vergi Usul Kanunu
YK	Yönetim Kurulu
YMM	Yeminli Mali Müşavir
Zeray Gayrimenkul	Zeray Gayrimenkul Anonim Şirketi
Zeray İnşaat	Zeray Makina Mühendislik İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Zeray Residence	Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi 204 ada 3 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan proje
Ziraat Bankası	T.C. Ziraat Bankası A.Ş.
Ziraat Yatırım	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

1. Rapor Bilgileri

- 1.1. Raporun Tarihi** : 07.11.2025
- 1.2. Raporun Sayısı** : FTR-2025/06
- 1.3. Raporun Türü** : Fiyat Tespit Raporu
- 1.4. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı** : İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- 1.5. Değerlemeyi Yapan Şirketin Yetki Belgesi** : İşbu Fiyat Tespit Raporu, 15.01.2016 tarih ve G-027 (387) sayılı yetki belgesine sahip geniş yetkili aracı kurum statüsünde olan İntegral Yatırım tarafından hazırlanmıştır. İntegral Yatırım SPK'nın internet sitesinde yayımlanan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" arasındadır.
- 1.6. Değerlemeyi Yapan Şirketin Adresi** : Büyükdere Caddesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 Maslak-Sarıyer/İstanbul
- 1.7. Değerleme Yapılacak Varlık** : Zeray GYO paylarının tamamının değeri bulunarak, halka arz edilecek 1 TL nominal değerli payın fiyatı hesaplanmıştır.
- 1.8. Müşterinin Unvanı** : Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 1.9. Müşterinin Adresi** : Balgat Mah. Mevlana Bulvarı Yelken Plaza Apartmanı No:139 A/59 Çankaya/Ankara
- 1.10. Değerleme Tarihi** : 07.11.2025
- 1.11. Değerleme Para Birimi** : Türk Lirası
- 1.12. Dayanak Sözleşmenin Tarihi** : 18.11.2024
- 1.13. Müşteri ve Diğer Tüm Kullanıcılar** : İşbu rapor Zeray GYO, Zekeriya ZERAY, İntegral Yatırım ve Ziraat Yatırım arasında 18.11.2024 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Liderlik Yetkilendirme Sözleşmesi" kapsamında hazırlanmıştır.
- İşbu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca KAP'ta açıklanacaktır. Ancak, işbu raporun muhatabı Zeray GYO olarak kalacaktır.
- 1.14. Müşteri ile Olan İlişkinin Niteliği** : İntegral Yatırım'ın 18.11.2024 tarihinde imzalanan "Halka Arza Aracılık ve Liderlik Yetkilendirme Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır. Şirket ile İntegral

Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Şirket ile İntegral Yatırım arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. İntegral Yatırım'ın "Halka Arza Aracılık ve Liderlik Yetkilendirme Sözleşmesi" kapsamında elde ettiği ve/veya edeceği proje yönetim ücretleri ile yönetim ve satış komisyonu haricinde herhangi bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

1.15. Değerlemeyi Gerçekleştirenin İsim/Unvan ve Sicil/Lisans Bilgileri:

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip, 20 yılın üzerinde sermaye piyasası tecrübesine sahip ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No:205910) belgesi sahibi İntegral Yatırım Kurumsal Finansman Birimi Genel Müdür Yardımcısı olarak görev yapan Osman İlker Savuran tarafından yönetilmiş olup, ekip lideri Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 7 yıllık tecrübeye sahiptir.

Osman İlker Savuran, 1996 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi bölümünden lisans derecesi ile mezun olmuştur. 2008 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme programından Yüksek Lisans derecesini almıştır.

Altınbaş Üniversitesi Hukuk bölümünde 2016 yılında ikinci lisans eğitimini tamamlayan Savuran halen İstanbul Ticaret Üniversitesi'nde Özel Hukuk alanında doktora çalışmalarına devam etmektedir. Savuran, iş hayatına 1997 yılında Hazine Müsteşarlığı'nda başlamıştır. 1999 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'na geçerek 2006 yılına kadar söz konusu kurumda görev yapmıştır.

2006 yılında Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nde Genel Sekreter Yardımcısı olarak göreve başlamış, 2015 yılına kadar inceleme, hukuk, eğitim ve idari mali işler bölümlerinden sorumlu olarak; 2015 yılından itibaren araştırma ve istatistik bölümü, uluslararası ilişkiler bölümü, eğitim ve kurumsal iletişim bölümünden sorumlu olarak görev yapmıştır. Mart 2021 tarihinden itibaren İntegral Yatırım'da Kurumsal Finansmandan Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak görev yapmaktadır.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesini sınırlandırabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

2. Yönetici Özeti

2.1. Değerleme Çalışmasının Amacı, Konusu ve Dayanağı

SPK'nın VII-1281 sayılı Pay Tebliği'nin 29'uncu maddesi uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak "Fiyat Tespit Raporu" hazırlanması gerekmektedir.

07.11.2025 tarih ve FTR-2025/06 sayılı işbu “Fiyat Tespit Raporu”, 18.11.2024 tarihinde Zeray GYO, Zekeriya ZERAY, İntegral Yatırım ve Ziraat Yatırım arasında imzalanmış olan “Halka Arza Aracılık ve Liderlik Yetkilendirme Sözleşmesi” gereği Zeray GYO’nun halka arz edilmesi planlanan beher pay fiyatının belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

İşbu rapor halka arz edilmesi planlanan Zeray GYO paylarının satış fiyatının, payların nominal değerinden yüksek olması nedeniyle hazırlanmış olup, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

2.2. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtlamalar

Bu çalışma Zeray GYO tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış olup, Zeray GYO’nun mevcut yapısı ve geleceğe ilişkin beklentilerinin de dikkate alındığı RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporları da çalışmada göz önünde bulundurulmuştur. Bununla birlikte, gayrimenkul değerleme çalışmalarında Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

İşbu rapor, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları bünyesinde barındırmaktadır.

- İntegral Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analize esas verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır. Bununla birlikte, İntegral Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taaahhüt edememektedir.
- Şirket’in rekabet ettiği pazar ve ürünlere ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, Zeray GYO’nun sektördeki konumunu bağımsız bir kuruluşun raporuna dayandırarak belirlemek mümkün olmadığından, verilen tahminlerin bağımsız bir rapor ile kıyaslanması mümkün değildir.
- Tarafımızca Zeray GYO ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti yapılmamıştır. İntegral Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket’in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi; bu konularda İntegral Yatırım’ın herhangi bir sorumluluğu da bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.
- Değerleme çalışması sırasında, Zeray GYO’nun faaliyetlerinin yürütülmesi için gerekli olan tüm yasal koşulları haiz olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.
- Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında İntegral Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının denetim/incelemeinden geçmiş olup, bu bilgilerin güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

- Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarında ve işbu raporda, verilerin kullanılmasında gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket portföyünde bulunan gayrimenkullerin değeri ve dolayısıyla da Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması mümkündür.

Şirket hakkında analiz yapmak ve yatırım kararı oluşturmak isteyen yatırımcıların, Şirket'e ait olan KAP ve diğer kamuya açık kaynaklarda ilan edilmiş bulunan tüm finansal tabloları, finansal tabloların dipnotlarını, bağımsız denetçi raporlarını, gayrimenkul değerlendirme raporlarını ve Şirket'in faaliyetleri ile finansal durumu hakkında kapsamlı bilgi ve görüş içeren izahnameyi ayrıntılı bir şekilde incelemeleri gerekmektedir.

2.3. Uygunluk Beyanı

İşbu rapor, SPK'nın III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları ve Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararına uygun olarak hazırlanmış olup, söz konusu değerlendirme çalışmasını yürüten ekibin ve İntegral Yatırım'ın işbu değerlendirme tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında yer verilen şartları haiz olduğu ve "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesinde yer aldığı beyan edilmektedir.

2.4. Kullanım Dağıtım ve Yayına İlişkin Kısıtlamalar

İşbu rapor muhatabı olan Zeray GYO'nun dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliğ hükümleri gereğince KAP'ta yayımlanacak olan bu rapor İntegral Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, kopyalanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

2.5. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Verilere İlişkin Değerlendirme ve Beyan

İşbu raporda yer verilen değerlendirmelere esas teşkil eden veriler, A1 Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçirilen 2023 ve 2024 yılları ile 30.09.2025 tarihinde sona eren ara döneme ait finansal tablolar ile özel bağımsız denetim raporlarına, RM Ritim Değerleme tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarına¹, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere, Şirket'ten talep edilen diğer bilgi ve belgelere ve Finnet veri tabanından edinilen veriler ile İntegral Yatırım'ın bulgu ve tahminlerine dayanmaktadır.

İntegral Yatırım olarak işbu raporda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde İntegral Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

¹ Değerleme çalışmasında 17.06.2025 tarihli ve GYOMK-202500001-REV001, 202500002-REV001, 202500003-REV001, 202500004-REV001, 202500005-REV001, 202500006-REV001, 202500007-REV001, 202500008-REV001, 202500009-REV001, 202500010-REV001, 202500011-REV001 ve 202500012-REV001 Sayılı Gayrimenkul Değerleme Raporları esas alınmıştır.

2.6. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Değer Esası ve Beyan

Değerleme, görevin koşulları ve amacına uygun şekilde Pazar Değeri'nin tespiti amacıyla, Maliyet Yaklaşımı ile Pazar Yaklaşımı kapsamında ele alınan Toplama Yöntemi ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminin kullanılması ile yürütülmüş olup, uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

2.7. Değerleme Çalışmasında Uyulan İlkeler

İşbu raporda yer alan değerleme çalışmasının, SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak, aşağıda belirtilen etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- İntegral Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa güçlüğe düşürülebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir. İşbu rapor kişisel çıkar gözetmeksizin hazırlanmıştır.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme görevinin planlaması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerleme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate almıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

2.8. Değerleme Sonucu

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

a) **Maliyet Yaklaşımı:** Toplama Yöntemi

b) **Pazar Yaklaşımı:** Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %20,07 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde **6.630.641.582 TL** Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır. Buna göre, ödenmiş sermayesi 510.000.000 TL olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı **13,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 156.800.000 TL olup, halka açıklık oranı %25,05 olarak hesaplanmıştır.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.			
Değerleme Sonucu (TL)			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	9.159.760.691	50,00%	4.579.880.345
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	7.430.668.623	50,00%	3.715.334.311
Şirket Değeri			8.295.214.657
Halka Arz İskontosu			20,07%
İskontolu Şirket Değeri			6.630.641.582
Ödenmiş Sermaye			510.000.000
Halka Arz Fiyatı			13,00
	Satış Şekli	Nominal	Tutar
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	Sermaye Artırımı	116.000.000	1.508.000.000
	Ortak Satışı	40.800.000	530.400.000
Halka Arz Büyüklüğü		156.800.000	2.038.400.000
Halka Açıklık Oranı			25,05%

3. Şirket Hakkında Bilgiler

3.1. Halka Arzın Gerekçesi

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

3.2. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, 12.09.2023 tarihinde Zeray Makina Mühendislik İnşaat Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den kısmi bölünme suretiyle ve Zekeriya Zeray'ın nakdi sermaye taahhüdü ile "Zeray Gayrimenkul Anonim Şirketi" unvanıyla Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne 12.09.2023 tarihinde tescil edilerek süresiz olarak kurulmuştur. Şirket'in kuruluşu 12.09.2023 tarih ve 10912 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

SPK'nın 20.08.2024 tarih ve E-12233903-340.02-58806 sayılı ve Ticaret Bakanlığı'nın 23.08.2024 tarih ve E-50035491-431.02-00100109013 sayılı iznini takiben 29.08.2024 tarihinde Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilen Şirket'in 27.08.2024 tarihli Esas Sözleşme Değişikliğine İlişkin Olağanüstü Genel Kurul kararı ile Şirket, "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket Esas Sözleşme'sinin "Şirket'in Süresi" başlıklı 4'üncü maddesi uyarınca Şirket'in hukuki varlığı herhangi bir süre ile kısıtlanmamıştır.

Hukuki Statüsü	Anonim Şirket
Tabi Olduğu Mevzuat	T.C. Kanunları
İhraççının Kurulduğu Ülke	Türkiye Cumhuriyeti
Kayıtlı Merkezinin Adresi	Gültepe Mah. Miralay Mümtaz Cad. No:1 İzmit/Kocaeli
İnternet Adresi	www.zeraygyo.com.tr
Telefon Numarası	444 91 41
Faks Numarası	-

3.2.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 510.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımını son genel kurul toplantı tarihi ve rapor tarihi itibarıyla gösteren tabloya aşağıda yer verilmektedir.

Zeray GYO'nun Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi					
Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	Sermaye Payı / Oy Hakkı Oranı			
		Son Genel Kurul Toplantısı 13.05.2025		İzahname Tarihi İtibarıyla	
		(TL)	(%)	(TL)	(%)
Zekeriya Zeray**	A*	51.000.000	10	51.000.000	10
	B	459.000.000	90	459.000.000	90
TOPLAM		510.000.000	100	510.000.000	100

*A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyesi Aday Gösterme İmtiyazı bulunmaktadır.

** Şirket'in tek pay sahibi olan Zekeriya Zeray'a ait payların 51.000.000 TL nominal değerli kısmı imtiyazlı A grubu paylardan 459.000.000 TL nominal değerli kısmı ise imtiyazsız B grubu paylardan oluşmaktadır.

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

3.2.2. Şirket Faaliyetlerini Tanıtıcı Bilgiler

Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Şirket'in Amacı ve Faaliyet Konusu" başlıklı 5. maddesi uyarınca; Zeray GYO, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye

piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli halka açık anonim ortaklıktır.

Şirket; faaliyet esasları, yapamayacağı işler, yatırım faaliyetleri, yatırım yasakları, yönetim sınırlamaları, portföy sınırlamaları ve portföy çeşitlendirmesi ile mutlak hakların tesisi ve tapu işlemleri hususunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uymaktadır.

Zeray GYO'nun tüm gayrimenkul portföyü 12 adet gayrimenkul projesinden oluşmakta olup, hepsi "stoklar" altında finansal tablo tarihi itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş maliyet değerinden takip edilmektedir.

Proje Adı	Cinsi	Zeray GYO Stoğunda Yer Alan Bağımsız Bölüm	Zeray GYO Stoğunda Yer Alan Satılabilir Alan (m ²)	Gerçeğe Uygun Değeri (TL)*
Esil Kartepe	Konut	56	11.074	674.855.000
Mahal Kartepe	Konut	61	12.233	877.740.000
Dora Hill	Konut	314	45.303	1.899.230.000
Dilasa Orman	Konut	408	66.158	3.338.183.000
Country Akmeşe	Konut	25	8.115	579.908.000
Future Deluxe City	Konut + Ticari	197	46.578	2.469.679.000
Next Capital	Konut + Ticari	332	80.193	3.068.354.000
Harmony City	Arsa+Konut	63	6.125	1.735.773.000
Miracle Garden	Konut	20	3.800	63.668.000
Residence	Konut	76	8.658	145.963.000
Gazania Life 1	Konut	44	4.696	57.465.000
Gazania Life 2	Konut	28	3.942	118.485.000
TOPLAM		1624	296.875	15.029.303.000

* Rm Ritim Değerleme tarafından 17.06.2025 tarihli ve GYOMK-202500001-REV001, 202500002-REV001, 202500003-REV001, 202500004-REV001, 202500005-REV001, 202500006-REV001, 202500007-REV001, 202500008-REV001, 202500009-REV001, 202500010-REV001, 202500011-REV001 ve 202500012-REV001 sayılı Gayrimenkul Değerleme Raporları'nda tespit edilen değerlerdir.

Esil Kartepe Projesi



Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Çiftlik Mahallesi'nde 37.056,49 m² yüz ölçümlü 637 ada 22 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Esil Kartepe Projesi'nin temeli 2022 yılının ikinci çeyreğinde atılmıştır. İşbu izahname tarihi itibarıyla, projenin kat irtifakı tesis edilmiş olup, tamamlanma oranı %99,95 düzeyindedir. Projenin toplam inşaat alanı 99.483,30 m²'dir. Proje ile ilgili inşaa çalışmaları tamamlanmış, proje

ile ilgili yapı kullanma izin belgesi alım aşamasına geçilmiştir. Zeray GYO stoğunda 57 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır.

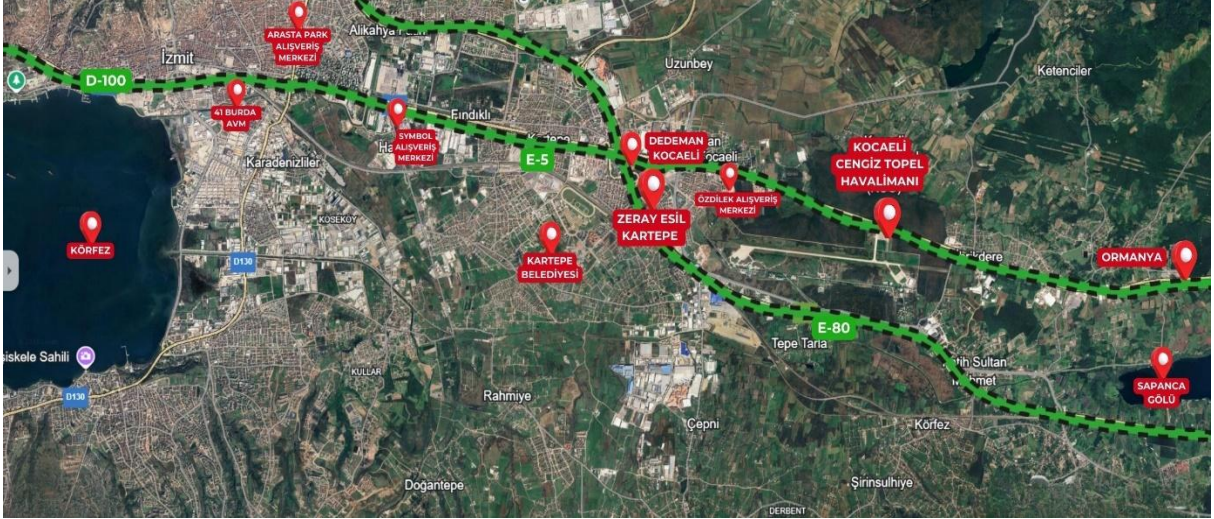
Proje'nin yer aldığı 637 ada 22 nolu parselde ait kuşbakışı görüntü aşağıda yer almaktadır.



Söz konusu ana taşınmaz üzerinde yer alan Esil Kartepe projesi 99.483,30 m² inşaat alanına ve 75.660,00 m² konut alanına sahip 16 bloktan oluşmakta olup, projede 501 konut bulunmaktadır. Açık ve kapalı otopark alanları, yüzme havuzu, fitness, hamam, sauna, çocuk oyun alanı vb. sosyal donatılara sahip projede konutlar 1+1, 2+1, 3+1, 4+1 olarak projelendirilmiştir.

Yatay mimarı olarak tasarlanan projede A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P bloklar; bodrum, zemin, 3 normal kat, çatı kat olmak üzere 6 kattan oluşmaktadır.

Projenin rekreasyon alanlarında; göletler, açık yüzme havuzu, kapalı yüzme havuzu, fitness alanı, hamam, sauna, dinlenme alanları, açık/kapalı çocuk oyun alanları, basketbol sahası, voleybol sahası, amfi tiyatro, snack bar ve kapalı otopark bulunmaktadır.



Proje İzmit Körfezi ile Sapanca Gölü'nün ortasında yer alan Kartepe bölgesinde ana arterlere yakın lokasyonda konumlandırılmış olup, çevresinde alışveriş merkezleri, oteller ve konaklama tesisleri, hastaneler, okullar, tabiat alanları ve havalimanı bulunmaktadır. Ulaşımı toplu taşıma araçları ve özel araçlar ile oldukça kolay olan bölgenin kamu hizmetlerinden istifadesi tam olup, herhangi bir altyapı problemi de bulunmamaktadır. Konut nitelikli gelişme gösteren bölgede bulunan Taşınmazın Kuzey Marmara Otoyoluna mesafesi ~5 dakika, Cengiz Topel Havaalanına mesafesi ~5 dakikadır.

Mahal Kartepe Projesi



Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Sarımeşe Mahallesi'nde 29.223,57 m² yüz ölçümlü 322 ada 10 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Mahal Kartepe Projesi'nin temeli 2022 yılının son çeyreğinde atılmıştır. İşbu izahname tarihi itibarıyla, projenin kat irtifakı tesis edilmiş olup, tamamlanma oranı %99,95 düzeyindedir. Kat irtifakına göre 15 adet blokta 309 adet konut

nitelikli bağımsız bölüm bulunmaktadır. Zeray GYO stoğunda ise 61 adet bağımsız bölüm yer almaktadır. Projenin toplam inşaat alanı 68.075,82 m²'dir. Proje ile ilgili inşaa çalışmaları tamamlanmış, proje ile ilgili yapı kullanma izin belgesi alım aşamasına geçilmiştir.

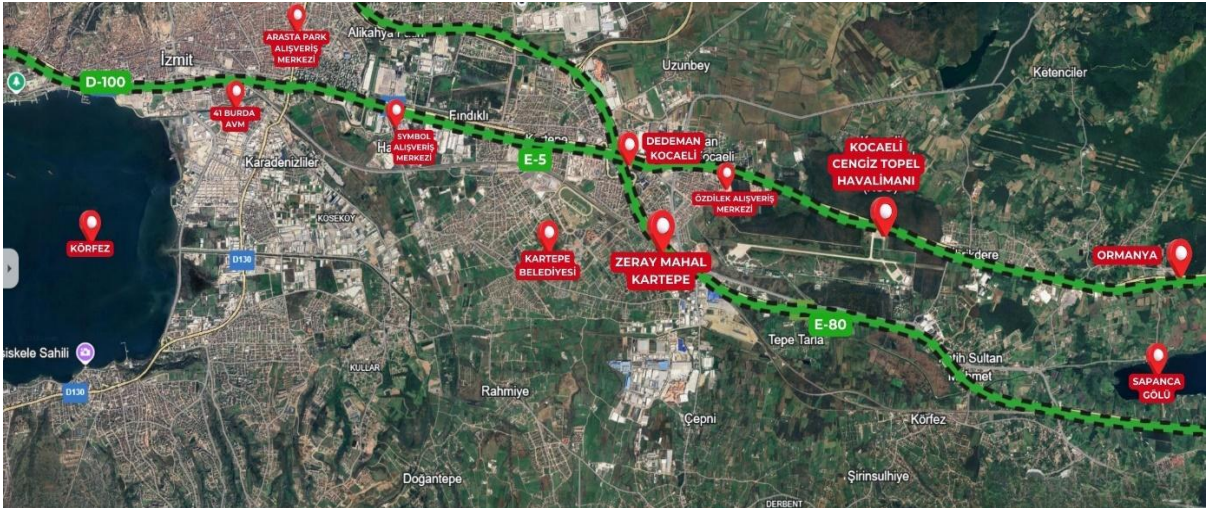
Proje'nin yer aldığı 322 ada 10 nolu parselde ait kuşbakışı görüntü aşağıda yer almaktadır.



Mahal Kartepe projesi 69.317,82 m² inşaat alanına ve 47.657,00 m² konut alanına sahip 15 bloktan oluşmakta olup, projede 309 konut bulunmaktadır. Açık ve kapalı otopark alanları, yüzme havuzu, fitness, hamam, sauna, çocuk oyun alanı vb. sosyal donatılara sahip projede konutlar 1+1, 2+1, 3+1, 4+1 olarak projelendirilmiştir.

Yatay mimarı olarak tasarlanan projede A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O bloklar; bodrum, zemin, 2 normal kat, çatı kat olmak üzere 5 kattan oluşmaktadır.

Projenin rekreasyon alanlarında; göletler, açık yüzme havuzu, kapalı yüzme havuzu, fitness alanı, hamam, sauna, dinlenme alanları, açık/kapalı çocuk oyun alanları ve kapalı otopark bulunmaktadır.



Proje İzmit Körfezi ile Sapanca Gölü'nün ortasında yer alan Kartepe bölgesinde ana arterlere yakın lokasyonda konumlandırılmıştır. Bölgeye ulaşım toplu taşıma araçları ve özel araçlar ile oldukça kolay olup bölgenin kamu hizmetlerinden istifadesi tam ve herhangi bir altyapı problemi de bulunmamaktadır. Çevresinde alışveriş merkezleri, oteller ve konaklama tesisleri, hastaneler, okullar, tabiat alanları, havalimanı bulunmaktadır. Taşınmazın Kuzey Marmara Otoyoluna mesafesi ~7 dakika, Cengiz Topel Havaalanına mesafesi ~5 dakikadır.

Dora Hill Projesi



Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş. Çayırköy Mahallesi'nde 30.366,63 m² yüz ölçümlü 215 ada 10 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan Dora Hill Projesi'nin temeli 2022 yılının üçüncü çeyreğinde atılmıştır. Projenin işbu izahname tarihi itibarıyla tamamlanma oranı %85 seviyesindedir. Proje 6 blokta konut amacıyla kullanılan toplam 450

bağımsız bölümden oluşmaktadır. Zeray GYO stoğunda 314 adet bağımsız bölüm yer almaktadır.

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

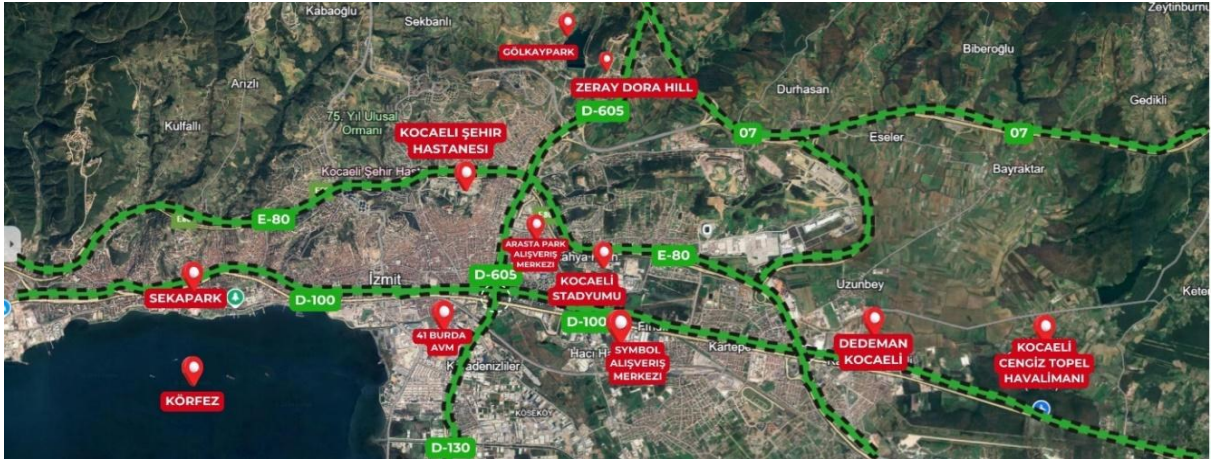
Proje'nin yer aldığı 215 ada 10 nolu parsele ait kuşbakışı görüntü aşağıda yer almaktadır.



Proje 92.406 m² inşaat alanına sahip olup bağımsız bölümlerin m² toplamı 64.697,60'dır. Dora Hill Projesi kapsamında kat irtifakı tesis edilmiş olup kat irtifakına göre toplamda 6 blok ve A blok 86 bağımsız bölüm, B blok 76 bağımsız bölüm, C blok 86 bağımsız bölüm, D blok 50 bağımsız bölüm, E blok 76 bağımsız bölüm, F blok 76 bağımsız bölüm olmak üzere toplamda 450 adet mesken nitelikli bağımsız bölüm bulunmaktadır.

Dikey mimarı olarak tasarlanan projede A, B, C, D, E, F bloklar; bodrum, zemin, 7 normal kat, çatı kat olmak üzere 10 kattan oluşmaktadır.

Projenin rekreasyon alanlarında; Gölet, açık yüzme havuzu, kapalı yüzme havuzu, fitness alanı, hamam, sauna, dinlenme alanları, açık/kapalı çocuk oyun alanları, basketbol sahası, tenis kortu, amfi tiyatro, cafe & lounge ve kapalı otopark bulunmaktadır.



Proje İzmit'in kuzeyinde ana arterlere yakın lokasyonda konumlandırılmış olup, çevresinde alışveriş merkezleri, oteller, hastaneler, okullar, tabiat alanları bulunmaktadır. Kuzey Marmara Otoyoluna mesafesi ~10 dakika, Cengiz Topel Havaalanına mesafesi ~15 dakikadır. Ulaşım toplu taşıma araçları ve özel araçlar ile oldukça kolay olan bölgenin kamu hizmetlerinden istifadesi imkanı bulunmaktadır.

An aerial view of a modern, multi-story residential development. The complex features curved, multi-level buildings with extensive glass facades and balconies. A large, winding swimming pool with a curved edge runs through the center of the development, surrounded by landscaped grounds with trees and walkways. The sky is clear and blue.

tamamı konut olmak üzere toplamda 561 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. Zeray GYO hissesine düşen ve stoğunda bulunan bağımsız bölüm sayısı 408'dir.

Projenin rekreasyon alanlarında; gölet, 2 adet açık yüzme havuzu, kapalı yüzme havuzu, fitness alanı, hamam, sauna, dinlenme alanları, açık/kapalı çocuk oyun alanları, basketbol sahası, tenis kortu, amfi tiyatro, cafe & lounge, kapalı otopark bulunmaktadır.

tesis edilmiş olup, kat irtifakına göre projede 4 adet blok ve bu bloklarda 56 adet ofis, 282 adet konut olmak üzere toplamda 338 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Zeray GYO hissesine düşen ve stoğunda yer alan bağımsız bölüm sayısı 197'dir.

An aerial photograph of a coastal area with several land parcels outlined. A large, irregularly shaped parcel in the center is outlined in red and labeled '48342/5'. To its left, there are two smaller parcels outlined in blue, labeled '48354/1' and '48354/3' stacked vertically. Further left, another set of blue-outlined parcels is labeled '48354/2' and '48354/4' stacked vertically. Below the red-outlined parcel, a blue-outlined parcel is labeled '48342/7'. The background is a light greenish-blue aerial view of the terrain and water.

Projenin rekreasyon alanlarında; süs havuzları, fitness alanı, plates odası, yoga odası, hamam, sauna, dinlenme alanları, etkinlik alanları, açık/kapalı çocuk oyun alanları, sanat odası, tenis kortu, basket sahası, amfi tiyatro, cafe&lounge, kapalı otopark ve şarj istasyonları bulunmaktadır.

Proje 184.518,36 m² inşaat alanına ve 131.360,90 m² konut ile 9.328,16 m² ofis alanına sahip 6 bloktan oluşmakta olup, projede 92 ofis- işyeri ve 490 konut olmak üzere toplam 582 bağımsız bölüm bulunmaktadır. Açık ve kapalı otopark alanları, yüzme havuzu, fitness, hamam, sauna, çocuk oyun alanı vb. sosyal donatılara sahip projede konutlar 1+1, 2+1 ve 4+1 olarak projelendirilmiştir.

Dikey mimarı olarak tasarlanan projede A, B, C, D, E, F bloklar; 2 bodrum, zemin, 21 normal kat olmak üzere 24 kattan oluşmaktadır.

Projenin rekreasyon alanlarında; süs havuzları, kapalı yüzme havuzu, fitness alanı, plates odası/yoga odası, hamam, sauna, dinlenme alanları, etkinlik alanları, açık/kapalı çocuk oyun alanları, tenis kortu, cafe&lounge, kapalı otopark ve şarj istasyonları bulunmaktadır.



Tüm ihtiyaçlara kendi içinde çözüm sunan proje yukarıda yer alan görüntüden de takip edilebileceği üzere ana arterlere yakın mesafede konumlandırılmış olup çevresinde önemli devlet yerleşkeleri, üniversiteler, alışveriş merkezleri, oteller ve konaklama tesisleri bulunmaktadır. Projenin bulunduğu bölgede yapılaşma çevreyolunun doğu kısmında gelişmekte olup taşınmazın yer aldığı batı kısmında oluşacak yeni lüks merkezi yapılaşmanın öncü projeleri arasındadır. Projenin Esenboğa Havalimanı'na mesafesi ~40 dakika, şehir merkezine mesafesi ~30 dakikadır.

Harmony City Projesi



bulunmakta ve F blok inşası devam etmektedir. Ruhsatı alınan F blokta Zeray GYO stoğunda

Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Ş.Uzunbey Mahallesi'nde 62.783,85 m² yüz ölçümlü 677 ada 3 parseldeki arsa nitelikli taşınmaz üzerinde yer alan arsada geliştirilen 19 blok 1.110 bağımsız bölümden oluşan projede F bloka ait onaylı yapı ruhsatı

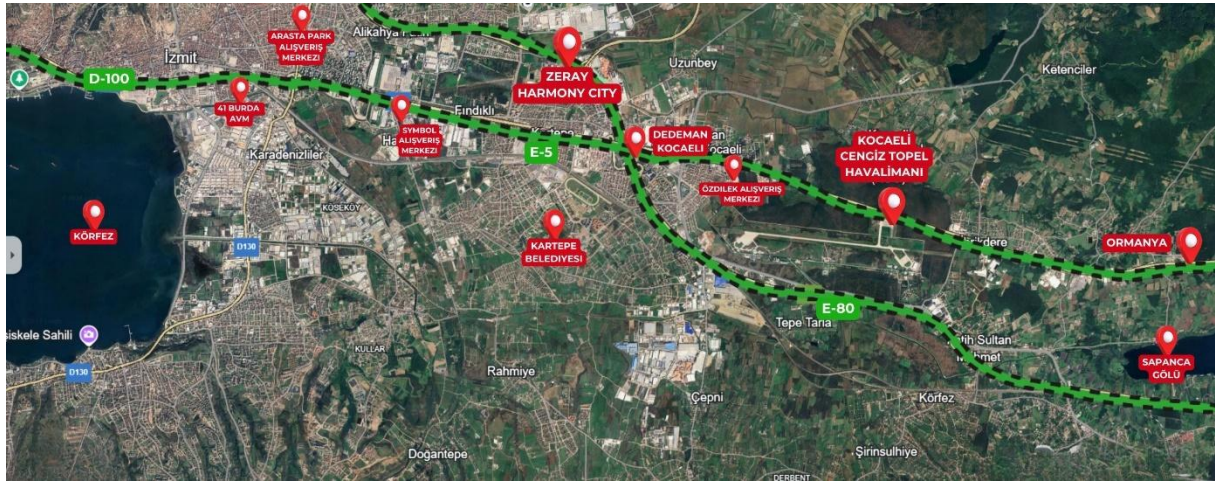
63 adet bağımsız bölüm yer almaktadır. Diğer bloklara ait yapı ruhsatları henüz onaylanmamıştır. Söz konusu projede tek arsa sahibi Zeray GYO'dur.

Proje'nin yer aldığı 677 ada 3 nolu parsele ait kuş bakışı görüntü aşağıda yer almaktadır.



Proje imar planı taban oturum alanına göre yatay mimari olarak planlanmış arsada bodrum, zemin, 3 normal kat, çatı kat olmak üzere 6 katlı proje geliştirilebilmektedir.

Parsel üzerinde inşa edilecek proje 19 bloktan oluşmaktadır. Projede 37 adet dükkan, 1073 adet konut olmak üzere 1110 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Konutlar 1+1, 2+1, 2,5+1, 3+1, 4+1 olarak projelendirilmiştir. 1+1 konutlar net kullanım alanı 42 m² - 45 m², 2+1 konutlar net kullanım alanı 67 m² - 98 m², 2,5+1 konutlar net kullanım alanı 107 m², 3+1 konutlar net kullanım alanı 78 m² - 141 m², 4+1 konutlar net kullanım alanı 130 m² - 158 m² şeklindedir. Proje açık ve kapalı otopark alanları, açık yüzme havuzu, kapalı yüzme havuzu, hamam, sauna, fitness salonu ve çocuk oyun alanlarına sahiptir.



Proje İzmit Körfezi ile Sapanca Gölü'nün ortasında yer alan Kartepe bölgesinde ana arterlere yakın lokasyonda konumlandırılmış olup, çevresinde alışveriş merkezleri, oteller ve konaklama tesisleri, hastaneler, okullar, tabiat alanları ve havalimanı bulunmaktadır. Projenin Kuzey Marmara Otoyoluna mesafesi ~4 dakika, Cengiz Topel Havaalanına mesafesi ~11 dakikadır. Yakın çevresinde genellikle 1-2 katlı villa tipli konut siteleri ve 3-4 katlı apartman tarzı

yapılaşmanın mevcut olduğu konut nitelikli gelişen bölgeye ulaşım toplu taşıma araçları ve özel araçlar ile oldukça kolay olup bölgenin kamu hizmetlerinden istifadesi imkanı bulunmaktadır.

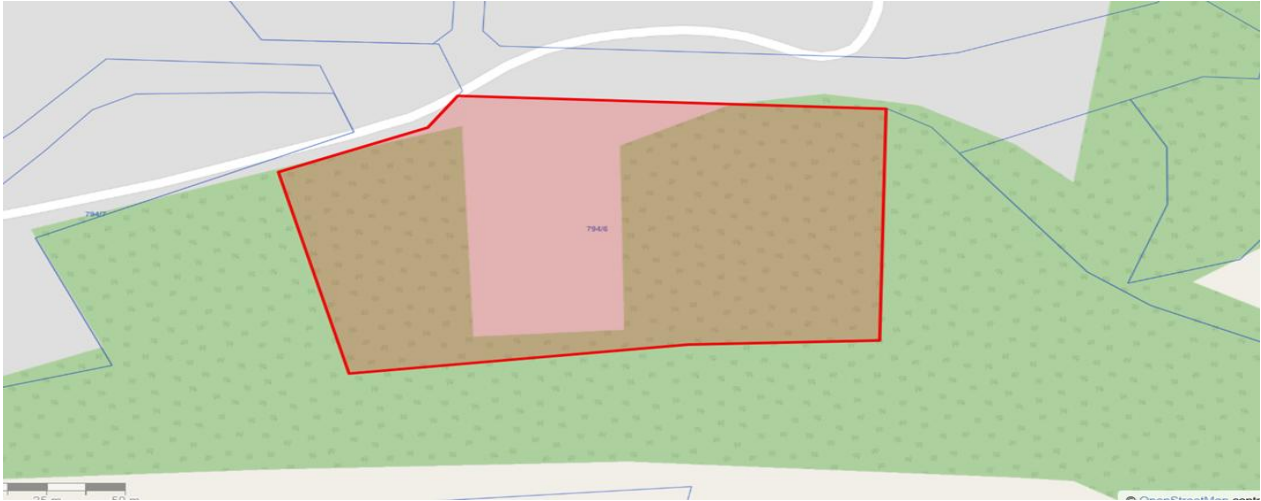
Miracle Garden Projesi



Kocaeli İli, Başiskele İlçesi, Ş.Kullar Mahallesi'nde 17.510,48 m² yüz ölçümlü 794 ada 6 parseldeki arsada geliştirilen 11 Blok 256 bağımsız bölümden oluşan Miracle Garden Projesi'nde G bloka ait onaylı yapı ruhsatı bulunmakta ve G blok inşası devam etmektedir. Ruhsatı alınan G

blokta Zeray GYO stoğunda 20 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Proje için arsa sahipleri ile arsa payı karşılığın inşaat sözleşmesi imzalanmış olup Zeray GYO pay oranı %68'dir.

Proje'nin yer aldığı 794 ada 6 nolu parselde ait kuşbakışı görüntü aşağıda yer almaktadır.

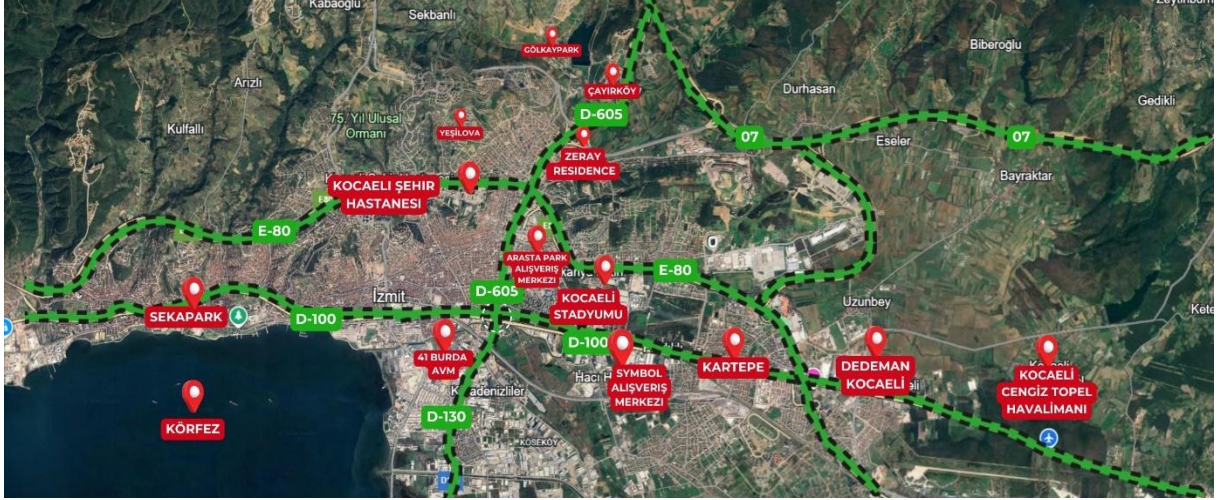


Proje imar planı taban oturum alanına göre yatay mimari olarak planlanmış arsada bodrum, zemin, 3 normal kat, çatı kat olmak üzere 6 katlı proje geliştirilebilmektedir.

Parsel üzerinde inşa edilecek olan proje 11 bloktan oluşmaktadır. Projede tamamı konut olmak üzere 256 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Konutlar 1+1, 2+1, 3+1 ve 4+1 olarak projelendirilmiştir. 1+1 konutlar net kullanım alanı 37 m² - 57 m², 2+1 konutlar net kullanım alanı 55 m² - 95 m², 3+1 konutlar net kullanım alanı 80 m² - 110 m², 4+1 konutlar net kullanım alanı 105 m² - 140 m² şeklindedir. Proje kapalı otopark alanları, yüzme havuzu, hamam, sauna, fitness salonu ve çocuk oyun alanlarına sahiptir. 14 Kasım 2024 tarihinde G Blok'a ait yapı ruhsatı alınmış olup kalan 10 blok için yapı ruhsatı alım süreci devam etmektedir.

İmar planına göre geliştirilecek proje; zemin, 5 normal kat, çatı kat olmak üzere 7 kattan oluşabilmektedir.

“Residence” projesi 17.219,00 m² inşaat alanına ve 12.590,40 m² ofis alanına sahip, bodrum kat, zemin kat, 5 adet normal kat ve çatı katı olmak üzere, 118 adet ofis nitelikli bağımsız bölümden oluşmaktadır. Ofisler 1+1, 2+1 ve 3+1 olarak projelendirilmiştir. 1+1 ofisler net kullanım alanı 54 m² - 60 m², 2+1 ofisler net kullanım alanı 75 m² - 111 m², 3+1 ofisler net kullanım alanı 146 m² şeklindedir. Proje açık ve kapalı otopark alanları, fitness salonuna sahiptir.



Proje ana arterlere yakın lokasyonda konumlandırılmış olup, çevresinde alışveriş merkezleri, oteller, hastaneler, okullar, tabiat alanları bulunmaktadır. Bölgeye ulaşım hem toplu taşıma araçları hem de özel araçlarla kolaylıkla sağlanabilmekte olup Kuzey Marmara Otoyoluna mesafesi ~10 dakika, Cengiz Topel Havaalanına mesafesi ~15 dakikadır. Bölgenin kamu hizmetlerinden istifadesi imkanı bulunmaktadır. Bölge yapılaşmanın yeni olduğu bir alandır. Genellikle 5-8 katlı konut siteleri şeklinde yapılaşmaların bulunduğu görülmektedir.

Gazania Life - 1 Projesi



Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Ş.Çayırköy Mahallesi'nde 10.552,62 m² yüz ölçümlü 146 ada 6 parseldeki arsada geliştirilen 3 Blok 196 bağımsız bölümden oluşan Gazania Life-1 Projesi'nde A3 bloka ait onaylı yapı ruhsatı bulunmakta ve A3 bloğun inşası devam etmektedir. Ruhsatı alınan A3 blokta Zeray GYO stoğunda 44 adet

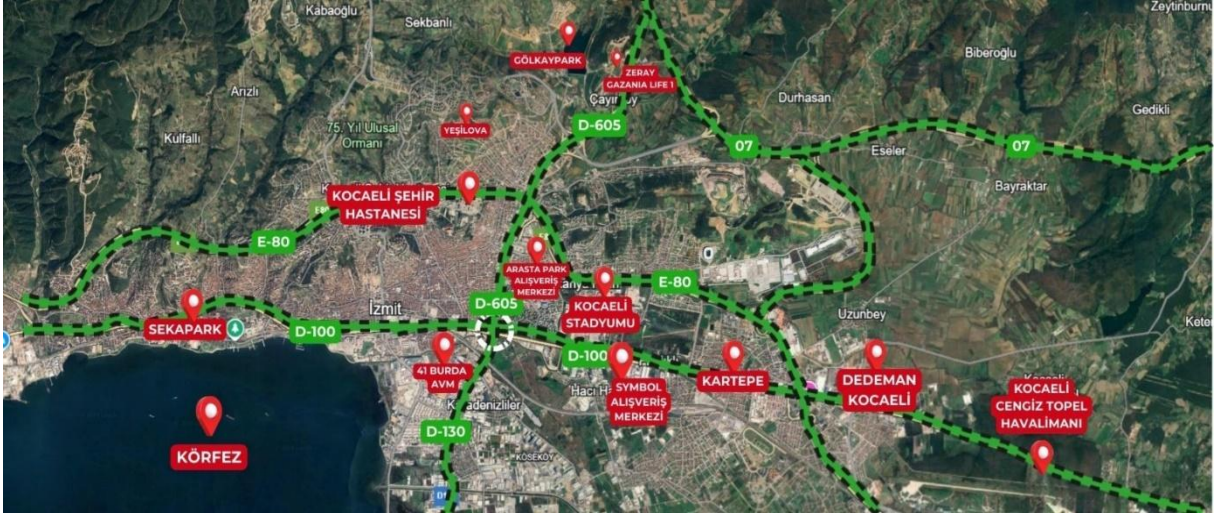
bağımsız bölüm bulunmaktadır. Arsa sahipleri ile arsa payı karşılığı inşaat sözleşmesi imzalanmış olup Zeray GYO pay oranı %68'dir.

Proje'nin yer aldığı 146 ada 6 nolu parselde ait kuşbakışı görüntü aşağıda yer almaktadır.



Geliştirilecek proje 1+1, 2+1, 3+1, 4+1 ve 5+1 olarak projelendirilmiştir. Bağımız bölümler; 1+1 toplam 110 adet, 2+1 toplam 73 adet, 3+1 toplam 11 adet, 4,5+1 toplam 2 adet olacak şekilde ayrılmıştır. Zeray GYO'nun payı %68 olarak belirlenmiş ve taslak proje üzerinden bağımsız bölüm bazında paylaşım yapılmıştır

İmar planına göre geliştirilecek proje bodrum, zemin, 5 normal kat, çatı kat olmak üzere 8 kattan oluşabilecektir. 21 Kasım 2024 tarihinde A3 Blok'a ait yapı ruhsatı alınmış olup kalan 2 blok için yapı ruhsatı alım süreci devam etmektedir.



Proje İzmit'in kuzeyinde ana arterlere yakın lokasyonda konumlandırılmış olup, çevresinde alışveriş merkezleri, oteller, hastaneler, okullar, tabiat alanları bulunmaktadır. Yapılaşmanın yeni olduğu ve çevresinde genellikle 5-8 katlı konut sitelerinin bulunduğu bölgeye ulaşım toplu taşıma araçları ve özel araçlar ile oldukça kolaydır. Bölgenin kamu hizmetlerinden istifadesi imkanı bulunmaktadır. Taşınmazın Kuzey Marmara Otoyoluna mesafesi ~10 dakika, Cengiz Topel Havaalanına mesafesi ~15 dakikadır.

Gazania Life - 2 Projesi

tarikhinde Kocaeli Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilen Şirket'in 27.08.2024 tarihli Esas Sözleşme Değişikliğine İlişkin Olağanüstü Genel Kurul kararı ile Şirket, "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.

Şirket'in 25.11.2024 tarih ve 2024/36 nolu Yönetim kurulu kararı ile Şirket'in fiili yönetim ve karar alma süreçlerini yürütmek üzere ana yönetim yeri olarak "Küçükbakkalköy Mahallesi Şenlik Sokak No: 3/1 Ataşehir/İSTANBUL" adresinde, "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Merkez Şubesi" unvanlı şube (merkez şube) açılmasına karar verilmiştir. Bu karar 11219 sayılı TTSG'de 02.12.2024 tarihinde tescil ve ilan edilmiş ve İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde sicile kaydı yapılmıştır.

3.3. Bağlı Ortaklık Hakkında Bilgi

İhraççının doğrudan veya dolaylı herhangi bir bağlı ortaklığı bulunmamaktadır.

3.4. Sektörü Tanıtıcı Bilgiler ve Şirketin Sektördeki Yeri

Şirket'in faaliyet gösterdiği gayrimenkul sektörü, AVM ve perakende sektörü, turizm ve otel, ofis, lojistik ve konut sektörlerini içinde barındıran, ülke ekonomisinin lokomotif sektörlerinden biridir. Şirket gayrimenkul sektörü içinde olmakla birlikte ağırlıklı olarak gelirlerini gayrimenkul satış faaliyetlerinden elde etmektedir.

Gayrimenkul Sektörü

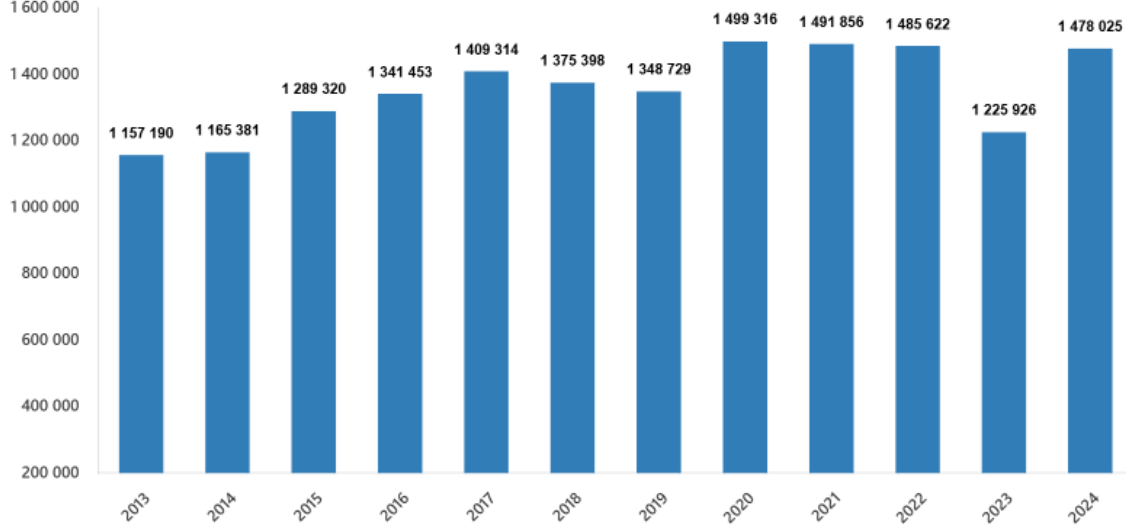
Gayrimenkul sektörü ticari gayrimenkul, AVM ve perakende sektörü, turizm ve otel sektörü, konut sektörünü de içinde barındıran, ülke ekonomisinin lokomotif sektörlerinden biri olup birçok alt sektör üzerinde doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmaktadır. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2025 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; inşaat sektörü toplam katma değeri %10,9 artmıştır. *Kaynak: TÜİK (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Donemsel-Gayrisafi-Yurt-Ici-Hasila-II.-Ceyrek:-Nisan-Haziran,-2025-54160>)*

Konut Satış İstatistikleri

TÜİK verilerine göre, Türkiye'de 2022 yılında 1.486 bin adet, 2023 yılında 1.226 bin adet ve 2024 yılında 1.478.025 adet konut satışı gerçekleşmiştir. 2024 yılında Türkiye'de konut satışları bir önceki yıla göre %20,6 artmıştır.

Konut satışı, 2013 - 2024

(Adet)

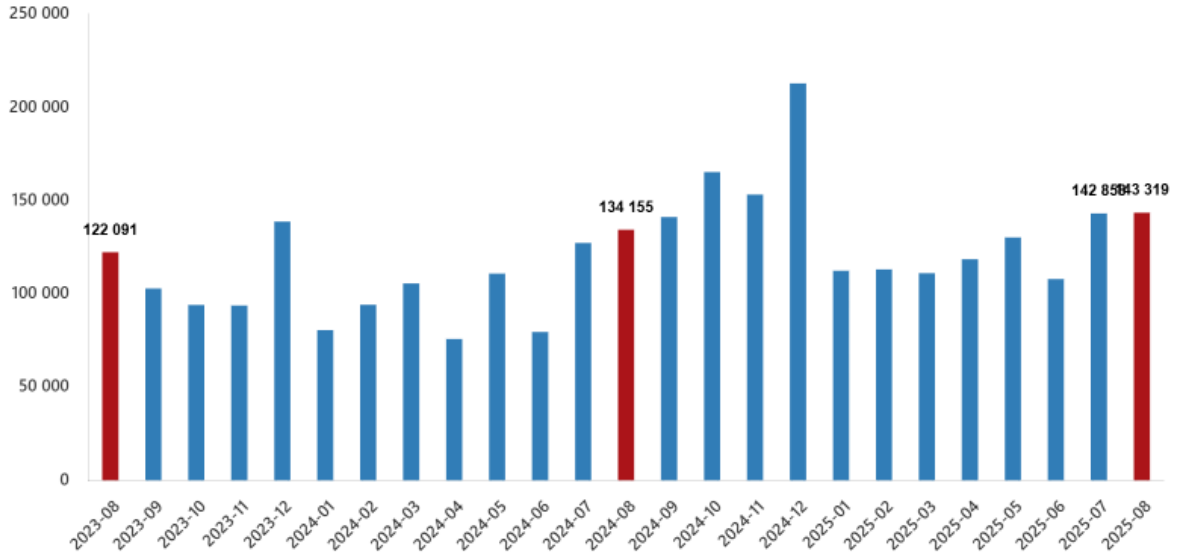


Kaynak: TÜİK (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Aralik-2024-54146>)

2025 Ocak- Ağustos döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %21,3 oranında artarak 978 bin 70 olarak gerçekleşmiştir. 2025 Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %6,8 oranında artarak 143 bin 319 olarak gerçekleşmiştir. Konut satışının en fazla olduğu il 21 bin 814 ile İstanbul olmuştur.

Konut satışı, Ağustos 2025

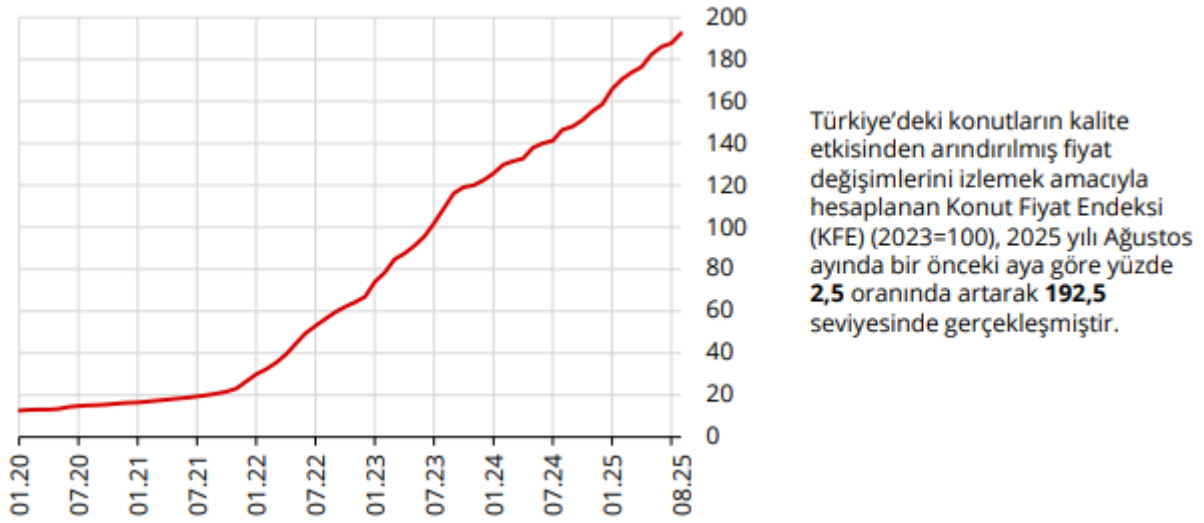
(Adet)



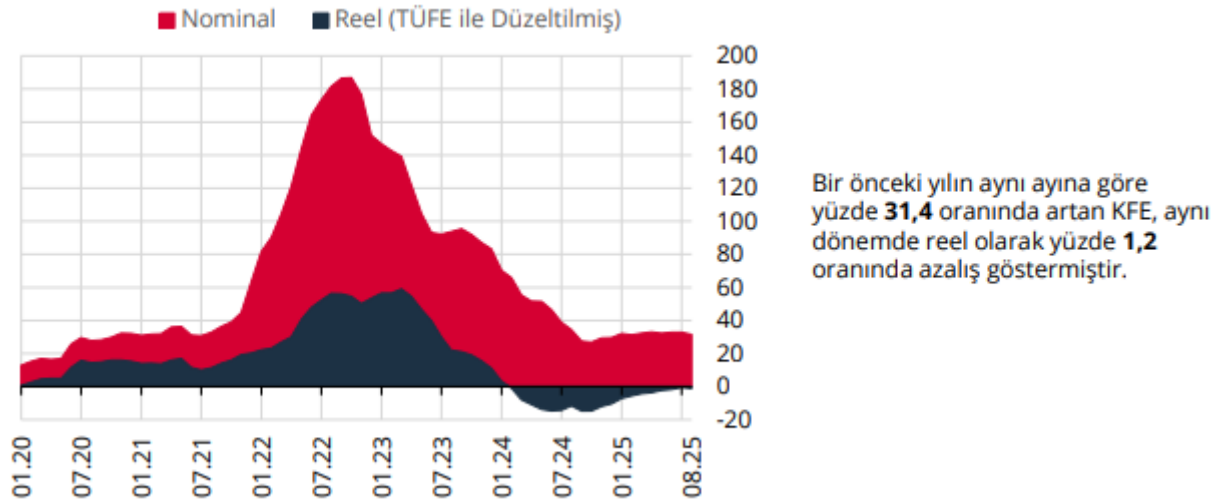
Kaynak: TÜİK (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Agustos-2025-54143>)

Konut Fiyatları

2020 Ocak ile 2025 Ağustos ayı arasındaki endeks değişimlerini gösterir tablo aşağıda sunulmaktadır.



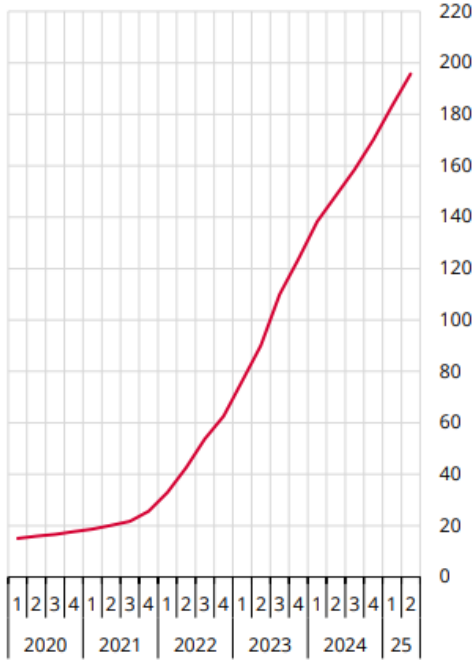
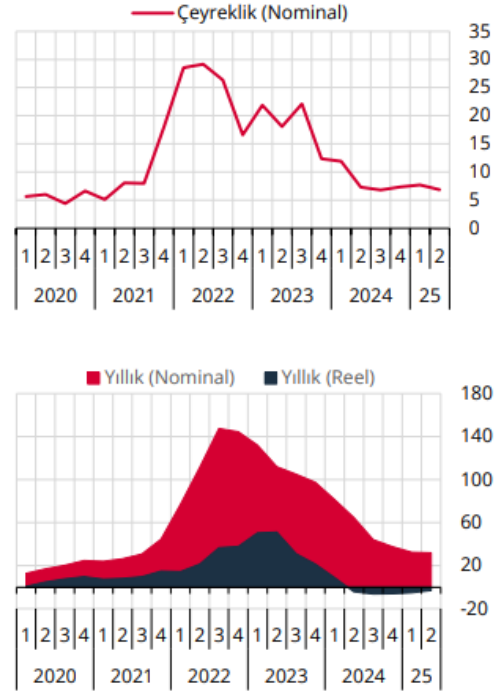
Kaynak: TCMB (<https://www.tcmb.gov.tr/>)



Kaynak: TCMB (<https://www.tcmb.gov.tr/>)

Ticari Gayrimenkul Fiyat Endeksi (TGFE)

2025 yılı ikinci çeyreğinde Türkiye genelinde, bir önceki çeyreğe göre yüzde 6,9 oranında artan TGFE, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre nominal olarak yüzde 31,9 oranında artmış, reel olarak ise yüzde 3,1 oranında azalmıştır.

Grafik 1: TGFE (Seviye, 2023=100)**Grafik 2: TGFE (Değişimler, %)**

Kaynak: TCMB (<https://www.tcmb.gov.tr/>)

Yapı Ruhsatı Adetleri ve İnşaat Maliyetleri

2023 ve 2024 yılında Türkiye’de toplam yapı ruhsatı verilen daire adedi sırası ile 924 bin ve 853 bin’dir. 2024 yılında %7,7 azalma gerçekleşmiştir. 2025 yılı ikinci çeyreğinde, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %47,4 artarak 292 bin adet olmuştur.

Yıl	Çeyrek	Bina sayısı	Yıllık değişim (%)	Daire sayısı	Yıllık değişim (%)	Yüzölçüm (m²)	Yıllık değişim (%)
2023		153 351	9,7	924 985	28,2	197 455 632	16,7
	I	25 861	-9,6	134 073	-3,5	30 831 408	-6,7
	II	34 179	6,7	204 388	36,4	45 179 358	24,0
	III	39 499	25,3	224 991	48,7	48 908 364	29,1
	IV	53 812	13,1	361 533	28,5	72 536 502	17,4
2024		143 300	-6,6	853 990	-7,7	180 271 324	-8,7
	I	32 886	27,2	207 214	54,6	44 036 945	42,8
	II	27 645	-19,1	153 638	-24,8	33 595 485	-25,6
	III	34 327	-13,1	183 710	-18,3	39 194 494	-19,9
	IV	48 442	-10,0	309 428	-14,4	63 444 401	-12,5
2025							
	I	28 929	-12,0	169 478	-18,2	35 235 435	-20,0
	II	40 760	47,4	292 433	90,3	54 356 167	61,8

Kaynak: TÜİK (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Yapi-Izin-Istatistikleri-II.-Ceyrek:-Nisan-Haziran,-2025-54151>)

Periyot	Yüzölçümü (milyon m²)	Daire sayısı (bin adet)
II 2021	37	161
III 2021		
IV 2021		
I 2022		
II 2022	36	150
III 2022		
IV 2022		
I 2023		
II 2023	45	204
III 2023		
IV 2023		
I 2024		
II 2024	34	154
III 2024		
IV 2024		
I 2025	35	169
II 2025	54	292

İnşaat maliyetleri endeksi on iki aylık ortalamalara göre değişim oranı ise; 2021 yılında ortalama %41 artarken emtia fiyatları ve döviz kurlarındaki değişimlerin etkisi ile artış hızı ivmelenerek 2022 yılında ortalama %103 artış göstermiştir. 2023 yılı ortalama artış oranı ise %63 olmuştur. Aralık 2024 itibarıyla yıldan yıla artış %34,27 seviyesindedir. İnşaat maliyet endeksi, 2025 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre %1,79 arttı, bir önceki yılın aynı ayına göre %22,98 artmıştır.

Bina inşaatı maliyet endeksi, 2025 Haziran ayına göre %1,21 artarken, bir önceki yılın aynı ayına göre %22,81 artmıştır.

Month	Price (€)
2023-07	62.55
2023-08	65.00
2023-09	65.50
2023-10	64.50
2023-11	65.50
2023-12	66.00
2024-01	66.50
2024-02	67.50
2024-03	67.50
2024-04	69.00
2024-05	70.00
2024-06	65.00
2024-07	46.78
2024-08	42.00
2024-09	39.00
2024-10	37.00
2024-11	35.00
2024-12	33.00
2025-01	26.00
2025-02	23.00
2025-03	22.50
2025-04	22.00
2025-05	21.50
2025-06	23.21
2025-07	22.81

Türkiye gayrimenkul sektörü göz önüne alındığında Şirket'in yönetimi, küresel ve jeopolitik gelişmeler, döviz kurlarının seyri, fonlama maliyetleri yanında emtia fiyatlarındaki değişimlerin sektörün faaliyetleri açısından belirsizlik oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Bununla birlikte; Şirket, ülkemizde kentsel dönüşüm çalışmalarının ve büyük altyapılı projelerin önceliklendirilmesinin, sektörde toparlanma yaratacağını öngörmektedir.

– KVK'nın 5/1-d-4'üncü maddesi gereğince GYO'ların elde ettiği kazançların tamamı Kurumlar Vergisi'nden istisnadır. 02.08.2024 tarihli ve 32620 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Vergi Kanunları ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile KVK'nın 5. maddesinde değişiklik yapılmıştır. İlgili düzenleme uyarınca GYOlar tarafından vergi istisnasından

2020	33	94.881.785	55.333.402
2021	36	149.766.514	87.271.873
2022	39	306.605.142	245.787.445
2023	48	754.508.724	349.064.798
2024	48	1.158.857.218	557.366.413
2025 2Ç	49	1.367.782.971.307	673.133.448.202

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni

Borsa’da işlem gören GYO’ların 2025 2. çeyrek tarihi itibarıyla toplam aktif değerlerine ve piyasa değerlerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir

	Ortaklığın Unvanı	Çıkarılmış Sermaye (TL)	Gayrimenkul Yatırımları (%)	İştirakler (%)	Para ve Sermaye Piyasası Araçları (%)	Diğer (%)	Konsolide Olmayan Aktif Toplamı (TL)	Piyasa Değeri (TL)
1	ADRA GYO	293.700.000	57,57	24,83	11,74	5,86	6.764.650.786	10.232.508.000
2	AHES GYO	195.000.000	69,73	7,96	16,21	6,1	6.415.908.464	4.110.600.000
3	AKFEN GYO	3.900.000.000	75,88	18,76	3,7	1,66	30.081.640.020	9.984.000.000
4	AKİŞ GYO	2.415.000.000	94,37	0,74	3,04	1,85	44.977.860.867	15.673.350.000
5	AKMERKEZ GYO	37.264.000	93,92	0	5,02	1,06	9.933.322.433	7.117.424.000
6	ALARKO GYO	289.800.000	91,93	3,7	1,99	2,38	21.888.753.694	5.642.406.000
7	ASCE GYO	659.000.000	92,79	0	5,31	1,9	22.009.091.214	7.097.430.000
8	ATA GYO	47.500.000	93,74	0	5,37	0,89	753.580.114	512.525.000
9	ATAKULE GYO	263.340.000	96,24	0,26	1,92	1,58	5.844.321.150	1.761.744.600
10	AVRASYA GYO	111.600.000	75,97	16,07	6,84	1,11	1.834.375.823	1.011.096.000
11	AVRUPAKENT GYO	400.000.000	95,97	0	0,94	3,09	47.942.247.034	25.620.000.000
12	BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM GYO	700.000.000	79,14	0	7,31	13,55	48.549.037.734	24.192.000.000
13	BATI EGE GYO	815.000.000	90,69	0	0	9,31	4.782.934.272	9.038.350.000
14	DENİZ GYO	400.000.000	74,19	0	25,28	0,53	5.651.276.871	2.328.000.000
15	DOĞUŞ GYO	332.007.786	99,27	0	0,07	0,66	17.415.390.789	10.013.354.826
16	EGEYAPI AVRUPA GYO	200.000.000	77,64	0	6,2	16,15	7.719.061.396	4.616.000.000
17	EMLAK KONUT GYO	3.800.000.000	82,78	2,17	2,76	12,29	222.094.922.000	68.400.000.000

	Ortaklığın Unvanı	Çıkarılmış Sermaye (TL)	Gayrimenkul Yatırımları (%)	İştirakler (%)	Para ve Sermaye Piyasası Araçları (%)	Diğer (%)	Konsolide Olmayan Aktif Toplamı (TL)	Piyasa Değeri (TL)
18	EYG GYO	700.000.000	87,63	4,65	0,15	7,57	3.186.786.112	1.638.000.000
19	FUZUL GYO	1.250.000.000	82,52	1,41	0,51	15,56	11.317.312.497	44.375.000.000
20	HALK GYO	3.680.000.000	95,43	0,66	0,59	3,32	57.745.875.125	11.665.600.000
21	İDEALİST GYO	150.000.000	65,34	0	0,62	34,03	586.366.037	373.500.000
22	İŞ GYO	958.750.000	96,01	0,07	2,4	1,51	52.751.054.372	16.874.000.000
23	KIZILBÜK GYO	1.200.000.000	82,71	1,91	0	15,37	29.336.984.739	13.380.000.000
24	KİLER GYO	1.395.000.000	84,04	6,18	0,93	8,84	29.192.165.000	8.676.900.000
25	KORAY GYO	1.000.000.000	92,42	0,08	0,04	7,46	7.542.267.220	3.540.000.000
26	KÖRFEZ GYO	990.000.000	89,93	0	4,41	5,65	1.685.013.857	6.920.100.000
27	KUZU GYO	200.000.000	99,45	0	0,04	0,51	15.329.064.286	4.252.000.000
28	MARTI GYO	1.090.980.000	98,19	0	0	1,8	14.303.879.016	2.356.516.800
29	MHR GYO	827.000.000	74,78	0	21,43	3,79	8.259.308.270	4.829.680.000
30	MİSTRAL GYO	469.768.118	95,86	0	2,15	1,99	5.680.187.528	1.930.746.966
31	NUROL GYO	335.348.000	82,45	0	3,24	14,3	6.379.313.493	2.572.119.160
32	ÖZAK GYO	1.456.000.000	86,08	0,89	6,92	6,11	65.230.697.929	17.923.360.000
33	ÖZDERİCİ GYO	250.000.000	89,26	8,78	1,18	0,78	5.670.249.987	1.850.000.000
34	PANORA GYO	87.000.000	98,55	0,01	0,04	1,4	13.854.750.816	6.603.300.000
35	PASİFİK GYO	5.323.560.210	61,94	0	0,05	38,01	64.025.175.066	11.179.476.441
36	PEKER GYO	5.000.000.000	45,08	15,17	0,03	39,72	9.084.057.544	9.850.000.000
37	REYSAŞ GYO	2.000.000.000	90,53	0,43	3,96	5,08	72.534.628.745	39.700.000.000
38	SERVET GYO	3.250.000.000	81,94	12,86	0,01	5,19	21.939.816.629	8.807.500.000
39	SİNPAŞ GYO	4.000.000.000	78,52	16,25	0,01	5,22	54.721.733.102	17.360.000.000
40	SUR TATİL EVLERİ GYO	167.500.000	78,4	0	1,53	20,07	11.886.018.263	8.304.650.000
41	ŞEKER GYO	813.555.283	94,26	1,99	3,33	0,42	7.661.572.736	3.311.170.002
42	TORUNLAR GYO	1.000.000.000	78,93	2,4	17,23	1,44	136.847.053.000	66.850.000.000
43	TREND GYO	69.000.000	67,77	0	26,81	5,42	362.653.152	1.108.830.000
44	TSKB GYO	650.000.000	95,7	0,63	0,7	2,97	6.118.676.347	4.238.000.000
45	VAKIF GYO	3.450.000.000	90,37	0	6,46	3,17	25.914.679.921	7.659.000.000

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)
	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Diğer alacaklar	--	198.432.774	19.961.218
• İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	--	198.432.774	19.961.218
Stoklar	2.879.588.850	2.649.715.704	3.057.400.447
Peşin ödenmiş giderler	674.622.924	1.238.760.091	2.088.654.332
• İlişkili olan taraflara peşin ödenmiş giderler	388.056.236	1.227.240.913	2.046.279.937
• İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler	286.566.688	11.519.178	42.374.395
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	199.864	65.205	--
Diğer dönen varlıklar	603.053.443	446.733.291	412.226.904
Toplam Dönen Varlıklar	4.238.851.406	5.066.051.078	6.356.097.819
Duran Varlıklar			
Diğer alacaklar	--	854.007	680.866
• İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	--	854.007	680.866
Stoklar	560.621.253	766.009.538	809.388.001
Maddi Duran Varlıklar	--	--	7.367.657
Toplam Duran Varlıklar	560.621.253	766.863.545	817.436.524
TOPLAM VARLIKLAR	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	--	174.776.178	20.269.687
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	--	128.508.789	317.912.580
Ticari borçlar	636.106	2.866.636	15.576.480
• İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	636.106	2.866.636	15.576.480

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)
	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	2.203.313.138	2.315.423.118	2.841.287.968
• İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	2.203.313.138	2.315.423.118	2.841.287.968
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	559.094	2.308.379	1.753.307
Diğer borçlar	424.494	--	--
• İlişkili taraflara diğer borçlar	424.494	--	--
Kısa Vadeli Karşılıklar	--	1.063.882	7.960.500
• Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	--	1.063.882	1.579.222
• Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	--	--	6.381.278
Dönem karı vergi yükümlülüğü	--	--	11.170.555
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	103.522	169.487.298	36.774.039
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.205.036.354	2.794.434.280	3.252.705.116
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun vadeli borçlanmalar	--	62.676.770	552.171.068
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	1.803.380.875	2.011.178.762	2.263.876.239
• İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	1.803.380.875	2.011.178.762	2.263.876.239
Uzun Vadeli Karşılıklar	--	--	1.679.248
• Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	--	--	1.679.248
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	81.381.170	114.381.616	175.322.195
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.884.762.045	2.188.237.148	2.993.048.750
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	4.089.798.399	4.982.671.428	6.245.753.866

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)
	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	250.000.000	510.000.000	510.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	225.946.449	407.210.754	407.210.754
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	--	--	(943.976)
• Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları/ (kayıpları)	--	--	(943.976)
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	99.281.031	233.727.811	(66.967.559)
Net dönem karı / (zararı)	134.446.780	(300.695.370)	78.481.258
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	709.674.260	850.243.195	927.780.477
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	4.799.472.659	5.832.914.623	7.173.534.343

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

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide olmayan)
	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
KÂR VEYA ZARAR KISMI				
Hasılat	--	2.433.120.321	1.549.742.795	255.926.958
Satışların maliyeti	--	(2.371.579.071)	(1.510.203.613)	(125.150.104)
BRÜT KAR/ZARAR	--	61.541.250	39.539.182	130.776.854
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	--	(39.346)	(39.347)	(2.514.614)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.005.582)	(25.619.408)	(12.011.187)	(31.602.885)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	350.089	404.742	181.803	13.145.532

- Türkiye ve dünya ekonomisinde gelecekte gerçekleşmelerin bu rapordaki varsayımlardan ve ekonomik verilerden ciddi anlamda sapma göstermeyeceği

Bu varsayımların şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi bir özel varsayımda bulunulmamıştır.

şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanmaktadır. Farklı tarihlerdeki verilerle, farklı değerleme yöntemlerinin ve ağırlık oranlarının kullanılması halinde farklı sonuçlara ulaşılması mümkündür.

4.2. Değerlemede Kullanılan Yaklaşım ve Yöntemler

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

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

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

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

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürölmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değerı, varlık tarafından yaratılan

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

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

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

49

taşınmazlardan elde ettikleri kazançların istisna ve indirim olarak dikkate alınamayacağı hüküm altına alınmıştır.

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

“ ...

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

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

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

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

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

Finansal Tablolar (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Yeniden Değerleme Kayıtları	Yeniden Değerlenmiş
	30.09.2025		30.09.2025
<u>VARLIKLAR</u>			
Nakit ve nakit benzerleri	101.213.270	-	101.213.270
Finansal yatırımlar	12.182	-	12.182
Ticari alacaklar	676.629.466	-	676.629.466
Diğer alacaklar	19.961.218	-	19.961.218
Stoklar	3.057.400.447	4.243.881.683	7.301.282.130

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

Toplam kaynaklar	7.173.534.343	11.045.874.682	18.219.409.025
------------------	---------------	----------------	----------------

Zeray GYO'nun Net Aktif Değeri'nin Tahmin Edilmesi

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

ZERAY GYO NAD TABLOSU (TL) 30.09.2025

GAYRİMENKUL PROJELERİ	(TL)	Toplam Portföy Oranı
Esil Kartepe*	602.113.575	4,63%
Mahal Kartepe**	833.841.555	6,41%
Dora Hill***	-	0,00%
Dilasa Orman	3.338.183.000	25,65%
Country Akmeşe	579.908.000	4,46%
Rezidance	145.963.000	1,12%
Future Deluxe City	2.469.679.000	18,98%
Next Capital	3.068.354.000	23,58%
Harmony City	1.735.773.000	13,34%
Miracle Garden	63.668.000	0,49%
Gazania Life 1	57.465.000	0,44%
Gazania Life 2	118.485.000	0,91%
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)	13.013.433.130	100%

NAKİT BENZERLERİ ve FİN YATIRIMLAR (B)	101.225.452	
TİCARİ ve DİĞER ALACAKLAR (C)	697.271.550	
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR (D)	2.500.881.236	
MADDİ DURAN VARLIKLAR (E)	7.367.657	
AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=I)	16.320.179.025	
FINANSAL BORÇLAR (G)	890.353.335	
TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)	15.576.480	
ERTELENMİŞ GELİRLER (K)	5.105.164.207	
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)	1.089.986.663	
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)	57.658.401	
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (N)	1.679.248	
PASİF TOPLAMI (G+H+K+L+M+N=II)	7.160.418.334	
NET AKTİF DEĞER (I - II)	9.159.760.691	
Çıkarılmış Sermaye	510.000.000	
Pay Başı Net Aktif Değer	17,96	

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

varlıkların güncel değerini dikkate alan PD/NAD çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

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

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

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

Benzer Şirketlerin Seçim Süreci

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında, Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa çarpanları analiz edilmiştir.

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

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

GYO'ların 30.06.2025 tarihinde raporlanan ana ortaklığa ait özkaynaklarına; düzeltilmiş değerler ile kayıtlı değerler arasında kalan fark eklenmiş ve düzeltilmiş değerler ile kayıtlı değerler arasında kalan farktan %10 kurumsal vergisi oranı varsayımıyla hesaplanmış

OZGYO	650.000.000	5.380.978.083	3,58	8,28	0,40
PSGYO	5.323.560.210	33.876.763.142	2,98	6,36	0,43
SNGYO	4.000.000.000	51.895.805.742	5,20	12,97	0,37
SRVGY	3.250.000.000	24.525.665.109	3,39	7,55	0,42
VKGYO	3.450.000.000	29.319.234.049	2,56	8,50	0,28
VRGYO	820.000.000	5.559.834.286	3,38	6,78	0,46
Ortalama					0,81*

Kaynak: KAP, Finnet ve İntegral Yatırım Araştırma

*Virgülden sonra iki haneye kadar yuvarlanmış değeri göstermektedir.

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

Değerleme çalışmasında esas alınan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait çarpanların uç değerleri elimine edildikten sonra hesaplanan ortalama değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle ulaşılan şirket değerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.-Çarpan Analizi Sonucu				
	Çarpan	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
PD/NAD	0,81*	7.430.668.623	100,00%	7.430.668.623
Toplam Değer				7.430.668.623

*Virgülden sonra iki haneye kadar yuvarlanmış değeri göstermektedir.

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

5. Sonuç

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

a) **Maliyet Yaklaşımı:** Toplama Yöntemi

b) **Pazar Yaklaşımı:** Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %20,07 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde **6.630.641.582 TL** Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır. Buna göre, ödenmiş sermayesi 510.000.000 TL olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı **13,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 156.800.000 TL olup, halka açıklık oranı yaklaşık **%25,05** olarak hesaplanmıştır.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.			
Değerleme Sonucu (TL)			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	9.159.760.691	50,00%	4.579.880.345
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	7.430.668.623	50,00%	3.715.334.311
Şirket Değeri			8.295.214.657
Halka Arz İskontosu			20,07%
İskontolu Şirket Değeri			6.630.641.582
Ödenmiş Sermaye			510.000.000
Halka Arz Fiyatı			13,00

	Satış Şekli	Nominal	Tutar
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	Sermaye Artırımı	116.000.000	1.508.000.000
	Ortak Satışı	40.800.000	530.400.000
Halka Arz Büyüklüğü		156.800.000	2.038.400.000
Halka Açıklık Oranı			25,05%

Sonuç olarak, Zeray GYO için yürütülen değerleme çalışması kapsamında hesaplanan Şirket Değerine **%20,07 oranında halka arz iskontosu** uygulanması sonucunda, halka arz edilmesi planlanan **1 TL nominal değerli payın Halka Arz Fiyatı 13,00 TL** olarak belirlenmiştir. Değerlemede çalışması kapsamında ulaşılan sonuçların adil, güvenilir ve makul olduğu düşünülmektedir.

Değerleme çalışması kapsamında kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerleme yöntemleri uygulanması veya farklı tarihlerdeki verilerin kullanılması durumunda işbu rapor kapsamında tespit edilen değerden farklı bir değere ulaşılması mümkün olabilir.

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

O. İlker Savuran
Genel Müdür Yardımcısı

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak İmar. Saa. Sok. Spine Tower
No:5 Kat:2 Sarıyer / İSTANBUL
Maslak V.D. 445 861 8427

Kıvanç Memişoğlu
Genel Müdür

Ekler

Ek:1 Sorumluluk Beyanı

Tarih: 07.11.2025

SERMAYE PİYASASI KURULU

Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanlığı

**Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu) No:156
06530 Çankaya / ANKARA**

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 Değerlemelerde 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 07.11.2025 tarihli Zeray 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,

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

O. İlker Savuran
Genel Müdür Yardımcısı


İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak Mah. 3. Kat: Sarıyer / İstanbul
No:5 Kat:2 Sarıyer / ÇANKAYA
Maslak V.D. 444 61 8427

Kıvanç Memişoğlu
Genel Müdür


İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak Mah. 3. Kat: Sarıyer / İstanbul
No:5 Kat:2 Sarıyer / ÇANKAYA
Maslak V.D. 444 61 8427

Ek 3: Lisans Bilgileri



SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş. LİSANS DURUM BELGESİ

MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ

T.C. Kimlik No : 13006302566
Adı Soyadı : OSMAN İLKER SAVURAN

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 205910
Geçerlilik Tarihi : Süresiz
Düzenlenme Tarihi : 26.06.2012
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; OSMAN İLKER SAVURAN isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://lsts.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısı'na ait Barkodlu Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki karekod okutularak da doğrulama yapılabilir.

