



**ZERAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

**Değerlendirme Raporu - I**

**19.06.2026**



## **ÖNEMLİ**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin (Tebliğ) 29'uncu maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca *“Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İkiden fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”*

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Zeray GYO veya Şirket) paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29'uncu maddesi uyarınca Fiyat Tespit Raporu İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İntegral Yatırım) tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayımlanmış olup, Şirket payları 18.12.2025 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. (BIST veya Borsa İstanbul) Yıldız Pazarında işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29'uncu maddesinin dördüncü fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Şirket'in nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 19.06.2026 tarihine kadar (18.06.2026 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

## **İÇİNDEKİLER**

<b>1. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ.....</b>	<b>4</b>
<b>2. FİYAT TESPİT RAPORU ÖZETİ .....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Maliyet Yaklaşımı .....</b>	<b>5</b>
<b>2.2. Pazar Yaklaşımı .....</b>	<b>7</b>
<b>3. HALKA ARZ SONUÇLARI.....</b>	<b>9</b>
<b>4. HALKA ARZ SONRASI ÖNEMLİ GELİŞMELER .....</b>	<b>9</b>
<b>5. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN PAY FİYATI HAREKETLERİ .....</b>	<b>12</b>

## 1. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 510.000.000 TL'den 626.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 116.000.000 TL nominal değerli 116.000.000 adet B grubu pay ile mevcut ortak Zekeriya Zeray'ın sahip olduğu 40.800.000 TL nominal değerli 40.800.000 adet B gurubu payın halka arzına ilişkin İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusunun onaylandığı Sermaye Piyasası Kurulu'nun 04.12.2025 tarih ve 2025/61 sayılı bülteni ile kamuya duyurulmuştur.

Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı 13,00 TL olarak belirlenmiş olup, borsa dışında talep toplama işlemleri 10-12.12.2025 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
1 TL Nominal Değerli Payın Halka Arz Fiyatı (TL)	13,00
Halka Arz Edilen Pay Adedi	156.800.000
Brüt Halka Arz Geliri (TL)	2.038.400.000

Kaynak: KAP

## 2. FİYAT TESPİT RAPORU ÖZETİ

05.12.2025 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in halka arz edilmiş paylarının birim fiyatı olarak Uluslararası Değerleme Standartları'nın (UDS) 104 Değer Esasları bölümünde belirtilen Pazar Değeri tespit edilmiş ve 104 Değer Esasları bölümünde yer alan madde 30.6 uyarınca işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde kullanılan Maliyet Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı kullanılmıştır.

Şirket değerinin hesaplamasında Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yöntemi; Pazar Yaklaşımı kapsamında da Borsadaki Kılavuz Emsaller yöntemi kullanılmıştır. Değerleme çalışması kapsamında Toplama Yöntemine %50; Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine %50 ağırlık verilerek (eşit ağırlık) Şirket değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere ve TMS/TFRS'ye uygun olarak hazırlanarak 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 raporlarına<sup>1</sup>, 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.

<sup>1</sup> 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.

## 2.1. Maliyet Yaklaşımı

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

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 uyarlama sonrası ortaya çıkan 9.146.644.682 TL farktan %10 kurumlar vergisi oranı varsayımıyla **914.664.468 TL** ertelenmiş vergi yükümlülüğü hesaplanmıştır.

**Tablo 2 - 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%
<b>TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)</b>	<b>13.013.433.130</b>	<b>100%</b>

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	
<b>AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=İ)</b>	<b>16.320.179.025</b>	
FİNANSAL BORÇLAR (G)	890.353.335	
TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)	15.576.480	

ERTELENMİŞ GELİRLER (K)	5.105.164.207	
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)	1.089.986.663	
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)	57.658.401	
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (N)	1.679.248	
<b>PASİF TOPLAMI (G+H+K+L+M+N=II)</b>	<b>7.160.418.334</b>	
<b>NET AKTİF DEĞER (I - II)</b>	<b>9.159.760.691</b>	
Çıkarılmış Sermaye	510.000.000	
<b>Pay Başı Net Aktif Değer</b>	<b>17,96</b>	

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

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

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

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

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

## 2.2. Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller yönteminde Zeray GYO ile gayrimenkul portföyü, net aktif büyüklüğü veya proje geliştiriciliği faaliyetleri yönünden benzer özellik gösteren ve payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları benzer şirketler olarak esas alınmış ve aşağıda yer verilen Şirket'e ait finansal verilerin baz alınması suretiyle Şirket değerine ulaşılmıştır.

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

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

Tablo 3 - Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.-Benzer Şirket Çarpanları					
Şirket Kodu	Çıkarılmış Sermaye	NAD	Kapanış Fiyatı (06.11.2025)	Pay Başına NAD	İskontolu P/NAD**
ADGYO	293.700.000	12.078.520.136	51,45	41,13	1,16
AHSGY	195.000.000	7.422.400.453	58,75	38,06	1,43
ASGYO	659.000.000	17.025.801.622	11,48	25,84	0,41
AVPGY	400.000.000	36.607.967.859	57,55	91,52	0,58
BEGYO	815.000.000	5.230.891.410	5,74	6,42	0,83
EGEGY	200.000.000	4.723.374.430	27,68	23,62	1,08
EYGYO	700.000.000	2.802.936.117	4,48	4,00	1,03
FZLGY	1.250.000.000	7.552.418.352	13,82	6,04	2,12
ISGYO	958.750.000	46.477.787.449	20,96	48,48	0,40
KGYO	1.000.000.000	2.793.548.103	6,34	2,79	2,10
KLGYO	1.395.000.000	34.657.842.991	7,00	24,84	0,26
KRGYO	990.000.000	2.117.850.958	3,44	2,14	1,49
MSGYO	469.768.118	5.647.500.857	6,03	12,02	0,46
NUGYO	335.348.000	6.187.194.005	10,26	18,45	0,51
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
<b>Ortalama</b>					<b>0,81*</b>

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 değerlerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

<b>Tablo 4 - Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.-Çarpan Analizi Sonucu</b>				
	<b>Çarpan</b>	<b>Şirket Değeri (TL)</b>	<b>Ağırlık (%)</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)</b>
PD/NAD	0,81*	7.430.668.623	100,00%	7.430.668.623
<b>Toplam Değer</b>				<b>7.430.668.623</b>

\*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.

### 2.3. Değerleme Çalışması Sonucu

Yukarıda açıklanan yöntemler doğrultusunda ulaşılan değerlendirme çalışması sonucuna aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

<b>Tablo 5 - Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Değerleme Sonucu (TL)</b>			
<b>Kullanılan Yöntemler</b>	<b>Şirket Değeri</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>
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
<b>Şirket Değeri</b>			<b>8.295.214.657</b>
Halka Arz İskontosu			20,07%
<b>İskontolu Şirket Değeri</b>			<b>6.630.641.582</b>
Ödenmiş Sermaye			510.000.000
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>13,00</b>
	<b>Satış Şekli</b>	<b>Nominal</b>	<b>Tutar</b>
<b>Halka Arz Edilecek Payların Değeri</b>	Sermaye Artırımı	116.000.000	1.508.000.000
	Ortak Satışı	40.800.000	530.400.000
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>		<b>156.800.000</b>	<b>2.038.400.000</b>
<b>Halka Açıklık Oranı</b>			<b>25,05%</b>

Buna göre halka arz büyüklüğü 2.038.400.000 TL olarak hesaplanmış olup, Şirket'in halka açıklık oranının %25,05'e ulaşması öngörülmüştür.

### 3. HALKA ARZ SONUÇLARI

Şirket paylarının 10-12.12.2025 tarihleri arasında gerçekleştirilen satış sürecinde her biri 1 TL nominal değerli 1 lot başına nihai halka arz fiyatı 13,00 TL olarak gerçekleşmiş ve Şirket payları ZERGY koduyla 18.12.2025 tarihinden itibaren Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

Halka arz sonuçları ise Şirket'in KAP sayfasında 15.12.2025 tarihinde açıklanmıştır. Buna göre halka arz edilen 156.800.000 adet payın satışı gerçekleşmiştir. Halka arz fiyatı üzerinden gelen talep, halka arz tahsisatı ve dağıtım bilgisi yatırımcı grubu bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep		Dağıtım		
	Nominal Değer	Oran (%)	Nominal Değer	Oran (%)	Kişi Sayısı	Nominal Değer	Oran (%)
Yurt içi Bireysel Yatırımcılar	78.400.000	%50,00	113.093.253	%36,75	348.179	78.400.000	%50,00
Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar	78.400.000	%50,00	194.620.359	%63,25	150	78.400.000	%50,00
<b>Toplam</b>	<b>156.800.000</b>	<b>%100,00</b>	<b>307.713.612</b>	<b>%100,00</b>	<b>348.329</b>	<b>156.800.000</b>	<b>%100,00</b>

### 4. HALKA ARZ SONRASI ÖNEMLİ GELİŞMELER

Şirket'in paylarının 18.12.2025 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından Şirket 2025 yıllık dönem ile 2026 yılı 3 aylık ara dönemine ilişkin finansal verilerini açıklamıştır.

Şirket'in Fiyat Tespit Raporunda esas alınan 2025 yılı 9 aylık ara döneme ilişkin finansal tablolarının esas alınması suretiyle hesaplanan NAD'ı ile 2026 yılı 3 aylık ara döneme ilişkin finansal tablolarının esas alınması suretiyle hesaplanan NAD'larının karşılaştırmasına ve Şirket'in NAD'ında meydana gelen değişimlere aşağıda yer verilmektedir.

Gayrimenkul Projeleri	Fiyat Tespit Raporu NAD (30.09.2025) (TL)	Sermaye Artırım Düzeltmesi	Fiyat Tespit Raporu Düzeltmiş NAD (30.09.2025) (TL)	Son Durum İtibarıyla NAD (31.03.2026) (TL)	30.09.2025-31.03.2026 NAD Farkı (TL)
Esil Kartepe	602.113.575		602.113.575	402.000.000	-200.113.575
Mahal Kartepe	833.841.555		833.841.555	589.490.000	-244.351.555
Dora Hill	-		-	-	-
Dilasa Orman	3.338.183.000		3.338.183.000	5.822.382.000	2.484.199.000
Country Akmeşe	579.908.000		579.908.000	1.011.000.000	431.092.000
Rezidance	145.963.000		145.963.000	91.900.000	-54.063.000
Future Deluxe City	2.469.679.000		2.469.679.000	4.840.000.000	2.370.321.000
Next Capital	3.068.354.000		3.068.354.000	9.226.155.000	6.157.801.000
Harmony City	1.735.773.000		1.735.773.000	4.001.965.000	2.266.192.000
Miracle Garden	63.668.000		63.668.000	106.415.000	42.747.000
Gazania Life 1	57.465.000		57.465.000	136.698.000	79.233.000

Gazania Life 2	118.485.000		118.485.000	205.485.000	87.000.000
<b>TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)</b>	<b>13.013.433.130</b>		<b>13.013.433.130</b>	<b>26.433.490.000</b>	<b>13.420.056.870</b>
<b>NAKİT BENZERLERİ ve FİN YATIRIMLAR (B)</b>	101.225.452	1.413.277.587	1.514.503.039	276.210.288	-1.238.292.751
<b>TİCARİ ve DİĞER ALACAKLAR (C)</b>	697.271.550		697.271.550	545.403.963	-151.867.587
<b>DİĞER DÖNEN VARLIKLAR (D)</b>	2.500.881.236		2.500.881.236	1.941.969.278	-558.911.958
<b>MADDİ DURAN VARLIKLAR (E)</b>	7.367.657		7.367.657	6.702.398	-665.259
<b>AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E=I)</b>	<b>16.320.179.025</b>	<b>1.413.277.587</b>	<b>17.733.456.612</b>	<b>29.203.775.927</b>	<b>11.470.319.315</b>
<b>FİNANSAL BORÇLAR (G)</b>	890.353.335		890.353.335	991.896.530	101.543.195
<b>TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)</b>	15.576.480		15.576.480	476.884.950	461.308.470
<b>ERTELENMİŞ GELİRLER (K)</b>	5.105.164.207		5.105.164.207	5.801.181.230	696.017.023
<b>ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)</b>	1.089.986.663		1.089.986.663	1.948.443.706	858.457.043
<b>DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)</b>	57.658.401		57.658.401	280.810.124	223.151.723
<b>DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (N)</b>	1.679.248		1.679.248	1.297.632	-381.616
<b>PASİF TOPLAMI (G+H+K+L+M+N=II)</b>	<b>7.160.418.334</b>		<b>7.160.418.334</b>	<b>9.500.514.172</b>	<b>2.340.095.838</b>
<b>NET AKTİF DEĞER (I - II)</b>	<b>9.159.760.691</b>	<b>1.413.277.587</b>	<b>10.573.038.278</b>	<b>19.703.261.755</b>	<b>9.130.223.477</b>
<b>Çıkarılmış Sermaye</b>	510.000.000		626.000.000	626.000.000	-
<b>Pay Başı Net Aktif Değer</b>	<b>17,96</b>		<b>16,89</b>	<b>31,47</b>	<b>14,59</b>

Kaynak: Şirket'in 12.05.2026 tarihli KAP açıklamasında yer alan "Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 01 Ocak 2026 – 31 Mart 2026 Dönemi Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Değerlendirme Raporu"

Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren geçen altı ayı aşkın süre içerisinde, Şirket'in operasyonlarına yönelik yapılan aşağıda yer alan özel durum açıklamalarının halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasında oluşan farklılıkların olası nedenleri arasında olabileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 8 – Özel Durum Açıklamaları	
KAP'ta Yapılan Açıklama Tarihi	Açıklama

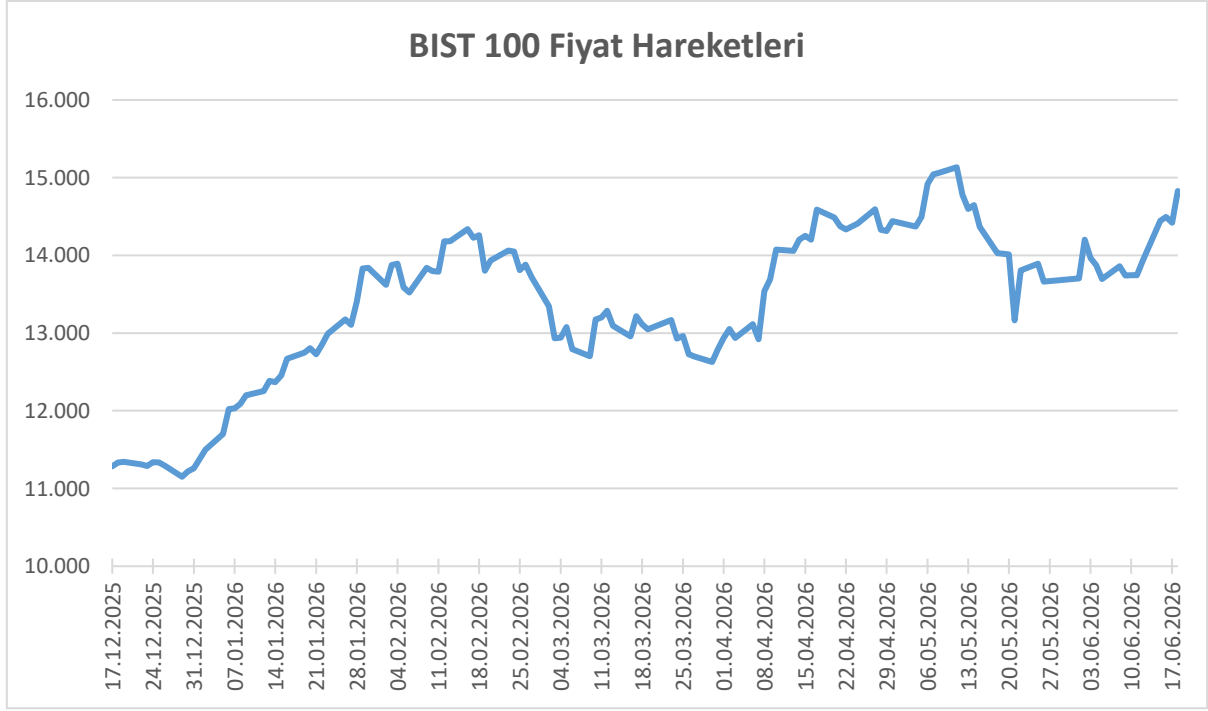
31.12.2025	Şirket'in, Kocaeli İli, Kartepe İlçesi, Sarımeşe Mahallesi, 322 Ada, 10 Parsel üzerinde konumlu Zeray Mahal Kartepe Projesi kapsamında yer alan toplam 309 adet bağımsız bölüm ve ortak alanlar için Yapı Kullanma İzin Belgeleri (İskan) temin edilmiştir.
02.01.2026	Şirket'in, Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Çayırköy Mahallesi, 194 Ada, 1 Parsel üzerinde geliştireceği proje için arsa sahiplerinin yaklaşık %83,24'ü ile arsa payı karşılığı (%35 arsa sahibi, %65 Şirket) inşaat sözleşmesi kapsamında mutabakat protokolleri imzalanmıştır.
02.01.2026	Şirket'in projeleri kapsamında 01.12.2025- 31.12.2025 faaliyet döneminde 26 adet ön ödemeli konut satış sözleşmesi yapıldığı ve KDV dâhil 215.133.043,54 TL net satış tutarı elde edildiği yatırımcılara duyurulmuştur.
06.01.2026	Şirket'in projeleri kapsamında 01.01.2025 – 31.12.2025 tarihleri arasındaki bir yıllık faaliyet döneminde toplam 231 adet satış yapılarak KDV dâhil 1.827.026.545,72 TL net satış tutarına ulaşıldığı bildirilmiştir.
20.01.2026	Şirket'in portföyündeki Zeray Harmony City Projesi (Kocaeli, Kartepe) kapsamında toplam 63 adet bağımsız bölümü içeren E Blok için Yapı Ruhsatı Belgesi 09.01.2026 tarihi itibarıyla temin edilmiştir.
27.01.2026	Şirket'in Zeray Harmony City Projesi kapsamında toplam 125 bağımsız bölüme karşılık gelen A Blok ve T Blok için Yapı Ruhsatı Belgelerinin 27.01.2026 itibarıyla alındığı kamuoyuna duyurulmuştur.
28.01.2026	Şirket'in Kocaeli İli, İzmit İlçesi'nde yer alan 450 bağımsız bölümlü Dora Hill Projesi'nde 28.01.2026 itibarıyla fiili bağımsız bölüm teslimlerine başlanmıştır.
05.02.2026	Şirket'in İzmit İlçesi, Karaabdülbaki Mahallesi'ndeki Zeray Country Akmeşe Projesi'nde inşaat tamamlanma oranının yaklaşık %60 seviyesine ulaştığı ve tapuların %72'sinin şirket adına devrinin tamamlandığı bildirilmiştir.
13.02.2026	Şirket'in Zeray Mahal Kartepe Projesi kapsamında tüm bağımsız bölümler için kat mülkiyeti tesis edildiği ve hukuki sürecin tamamlanarak satış/tahsilat işleyişinin devam ettiği duyurulmuştur.
13.02.2026	Şirket'in Zeray Mahal Kartepe Projesi kapsamında arsa payı karşılığı inşaat sözleşmesi çerçevesinde inşaat tamamlanma oranının ile tapu devir işlemlerinin %100 seviyesine ulaştığı kamuoyu ile paylaşılmıştır.
12.03.2026	Şirket'in büyüme hedefleri doğrultusunda Kocaeli ili, İzmit ilçesi, Çayırköy mahallesinde yer alan 152 ada, 9 parsel numaralı taşınmaz üzerinde geliştirilecek olan projenin portföye dâhil edildiği ve izin süreçlerine başlandığı duyurulmuştur.

13.03.2026	Şirket'in Kocaeli ili, İzmit ilçesi, Çayırköy mahallesindeki 153 ada, 20 parsel numaralı taşınmaz üzerinde geliştirilecek projeyi portföyüne dâhil etme kararı aldığı ve proje izin süreçlerini başlattığı bildirilmiştir.
19.03.2026	Şirket'in Kocaeli ilinde konut, ticari ve turizm lejantlı parseller üzerinde yaklaşık 15 milyar TL büyüklüğünde olması öngörülen yeni bir proje için ilgili taraflarla prensip anlaşmasına vardığı duyurulmuştur.
31.03.2026	Şirket'in Kocaeli ili Başiskele ilçesi Kullar Tepecik Mahallesi 794 Ada 6 Parsel üzerinde geliştirmekte olduğu projenin tamamını kapsayan yapı ruhsatı başvurusu ilgili idare nezdinde gerçekleştirilmiştir.
01.04.2026	Şirket'in Kocaeli ili Kartepe İlçesi Ataevler Mahallesi 637 Ada 22 Parsel üzerinde geliştirilmekte olan projesi için Yapı Kullanım İzin Belgesi (İskan) başvurusu resmi olarak yapılmıştır.
06.04.2026	Şirket'in Kocaeli ili İzmit ilçesi Çayırköy Mahallesi 146 Ada 11 Parsel üzerinde geliştirilmekte olan projesinin tamamını kapsayan yapı ruhsatı başvurusunun yapıldığı bildirilmiştir.
07.04.2026	Şirket'in Kocaeli İli, İzmit İlçesi, Çayırköy Mahallesi, 194 Ada, 1 Parsel üzerinde yer alan taşınmazın hisse satın alımı anlaşmasının gerçekleştirildiği ve tapu devir sürecinin başladığı kamuoyuna duyurulmuştur.
24.04.2026	Şirket'in Ankara ili Etimesgut İlçesi Yapracıkköyü Mahallesi 48343 Ada 2 Parsel üzerinde, Şirket payı büyüklüğünün mevcut öngörülerle yaklaşık 4,5 milyar TL olması hedeflenen yeni proje için prensip anlaşmasına vardığı bildirilmiştir.
11.05.2026	Şirket'in Dora Hill Projesi'nin tadilat ruhsat süreci gereksinimleri sebebiyle Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) yaptığı ek süre talebinin kabul edilerek şirkete 30.06.2026 tarihine kadar süre verildiği yatırımcılara açıklanmıştır.
20.05.2026	Şirket'in Kocaeli ili İzmit İlçesi Çayırköy Mahallesi 194 ada 10 parselde kayıtlı bulunan taşınmaz için satın alma işlemini başarıyla tamamladığı duyurulmuştur.
05.06.2026	Şirket'in Kocaeli ili Başiskele ilçesi Ovacık Mahallesi'nde bulunan 1309 ada 2-3-4-5 nolu parsellerde, mevcut öngörüler çerçevesinde Şirket payı 2,5 milyar TL seviyesinde olan proje geliştirmek için prensip anlaşmasına varıldığı duyurulmuştur.

## 5. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN PAY FİYATI HAREKETLERİ

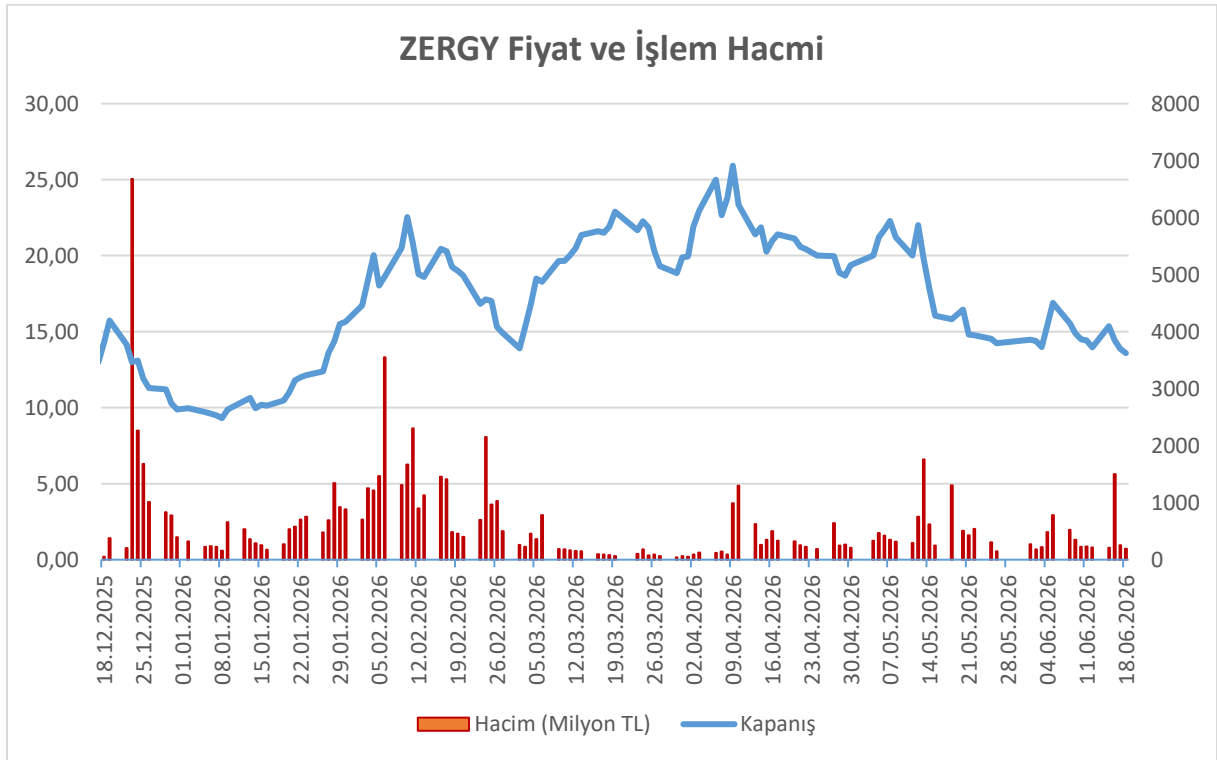
Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmi aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir.

Zeray GYO paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 18.12.2025 tarihinden itibaren BIST100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.



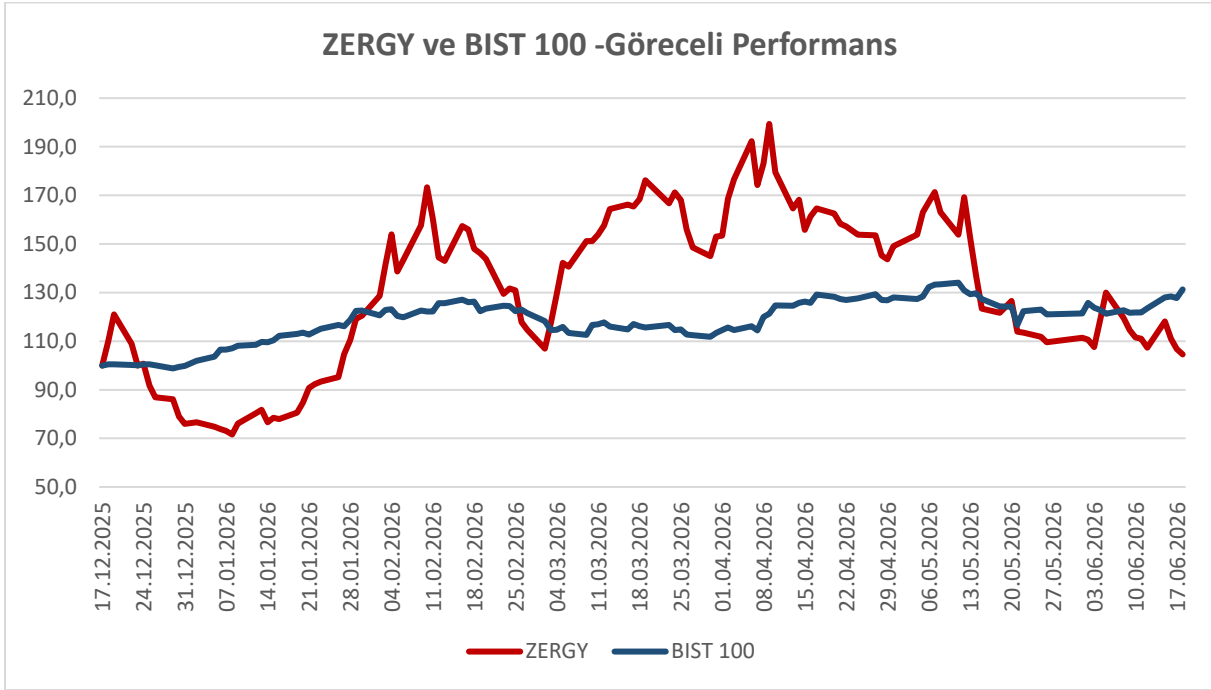
Kaynak: Finnet

Zeray GYO paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 18.12.2025 tarihinden itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmi aşağıdaki grafikte gösterilmektedir.



Kaynak: Finnet

Şirket paylarının BIST-100 endeksine karşılaştırmalı performansı aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Kaynak: Finnet

18.12.2025 tarihinde 1 TL nominal değerli pay başına 13,00 TL seviyesindeki halka arz fiyatı ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Zeray GYO, 18.06.2026 tarihi itibarıyla 13,59 TL fiyat seviyesinde kapanmıştır.

Payların işlem görmeye başladığı gün, yani 18.12.2025 tarihinde 11.335,05 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksi ise 18.06.2026 tarihi itibarıyla 14.827,35 seviyesinden kapanmıştır.

18.12.2025 ila 18.06.2026 tarihlerini kapsayan dönemde, Zeray GYO'nun pay fiyatı %4,54 oranında artarken, BIST 100 endeksi ise %30,81 oranında artış kaydetmiştir.

İzahname'de bahsi geçen İhraç Edilecek Paylara İlişkin Riskler kapsamında genel ekonomi, Şirket'in faaliyette bulunduğu sektör ve buna bağlı Borsada genel ve sektöre ilişkin eğilim ve buna bağlı yatırımcıların algısı Şirket'in halka arz sonrası pay fiyatındaki değişiklikler üzerinde etkili olmuştur.