



**ZERAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ**  
**01 OCAK 2026 – 31 MART 2026 DÖNEMİ**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN  
DEĞERLENDİRME RAPORU**

*Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 No.lu Pay Tebliği'nin 29'uncu Maddesinin 5'inci Fıkrası  
Uyarınca Hazırlanmıştır.*  
**14.05.2026**

## 1. Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("Zeray" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

## 2. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 07.11.2025 tarihinde hazırlanan ve 05.12.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda ("Fiyat Tespit Raporu") Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Zeray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("ZERGY") paylarının 10-12 Aralık 2025 tarihlerinde gerçekleşen halka arzı öncesinde, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 07.11.2025 tarihinde hazırlanan ve 05.12.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz fiyatının belirlenmesinde "Maliyet Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmıştır.

### 2.1 Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi

Söz konusu yöntemde, 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 değerlendirme raporlarının esas alınması suretiyle Pazar Değerlerine getirilmiş ve finansal durum tablosunun diğer unsurları ile Zeray GYO'nun Net Aktif Değeri tahmin edilmiştir.

GAYRİMENKUL PROJELERİ	(TL)
Esil Kartepe*	602.113.575
Mahal Kartepe**	833.841.555
Dora Hill***	-
Dilasa Orman	3.338.183.000
Country Akmeşe	579.908.000
Rezidance	145.963.000
Future Deluxe City	2.469.679.000
Next Capital	3.068.354.000
Harmony City	1.735.773.000
Miracle Garden	63.668.000
Gazania Life 1	57.465.000
Gazania Life 2	118.485.000
<b>TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ (A)</b>	<b>13.013.433.130</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=I)</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>

\* 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 tadilat mimari proje belediye tarafından onaylandığı, İzmit Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nün 27.02.2025 tarihli yazısında, anılan parsel ile ilgili imalatın projede giderilmesine dair mimari projelerin onaylandığı belirtilerek, tadilat ruhsatı yazımına ilişkin sürecin devam ettiğinin bildirildiği, yapılan düzeltmeler sonucunda tadilat projesi belediye tarafından onaylanmış olduğu ve tadilat ruhsat yazımı sürecinin devam ettiği belirtilmiş, bu kapsamda tapu kaydı üzerinde yer alan beyanın kaldırılması amacıyla 31.03.2026 tarihine kadar Şirket'e ek süre verilmesi talep edilmiştir. Öte yandan tadilat ruhsat yazım sürecinin devam ettiği hususu dikkate alınmak suretiyle Dora Hill projesinin 1.899.230.000 TL olan gerçeğe uygun değeri net aktif değer hesaplamasında dikkate alınmamış olmakla birlikte, projenin ön satışlarından kaynaklanan müşteri sözleşmelerinden doğan 1.228.970.524 TL tutarındaki ertelenmiş gelirlere toplam yükümlülükler arasında yer verilmeye devam edilmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında esas alınan Zeray GYO'nun 30.09.2025 tarihli finansal tabloları üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Zeray GYO'nun Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri **9.159.760.691 TL** olarak hesaplanmıştır.

## **2.2. Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi**

Bu yöntemde, Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Şirket ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak Piyasa Değeri bulunabilmesi için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak, Zeray GYO ile benzer özellikler gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir.

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme 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.

<b>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.

## Değerleme Sonucu

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
<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>

### 3. Karşılaştırmalı Net Aktif Değer Analizi:

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, değerlendirme çalışması kapsamında esas alınan Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tabloları üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Şirket'in Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri **9.159.760.691 TL**, sermaye artırımını düzeltmesi sonrasında **10.573.038.277 TL** olarak hesaplanmıştır.

Aynı düzeltmelerin Şirket'in 31.03.2026 tarihli finansal tablolarına da uygulanması suretiyle Şirket'in 30.09.2025 tarihli ile 31.03.2026 tarihli Net Aktif Değeri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

GAYRİMENKUL PROJELERİ	Fiyat Tespit Raporu NAD (30.09.2025) (TL)	Sermaye Artırım Düzeltmesi	Fiyat Tespit Raporu Düzeltilmiş NAD (30.09.2025) (TL)	Son Durum İtibarıyla NAD (31.03.2026) (TL)	30.09.2025-31.03.2026 NAD Farkı
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***	0		0		
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>
NAKİT BENZERLERİ ve FİN YATIRIMLAR (B)	101.225.452	1.413.277.587	1.514.503.039	276.210.288	-1.238.292.751

TİCARİ ve DİĞER ALACAKLAR (C)	697.271.550		697.271.550	545.403.963	-151.867.587
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR (D)	2.500.881.236		2.500.881.236	1.941.969.278	-558.911.958
MADDİ DURAN VARLIKLAR (E)	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>17.733.456.612</b>	<b>29.203.775.927</b>	<b>11.470.319.315</b>
FİNANSAL BORÇLAR (G)	890.353.335		890.353.335	991.896.530	101.543.195
TİCARİ ve DİĞER BORÇLAR (H)	15.576.480		15.576.480	476.884.950	461.308.470
ERTELENMİŞ GELİRLER (K)	5.105.164.207		5.105.164.207	5.801.181.230	696.017.023
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ (L)	1.089.986.663		1.089.986.663	1.948.443.706	858.457.043
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (M)	57.658.401		57.658.401	280.810.124	223.151.723
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER (N)	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>0</b>	<b>10.573.038.278</b>	<b>19.703.261.755</b>	<b>9.130.223.477</b>
Çıkarılmış Sermaye	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>

Hazırlanan fiyat tespit raporunda Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yönteminin yanı sıra Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönetimi'nde kullanılmış ve buna göre benzer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Piyasa Değeri/Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntemde yine net aktif değer hesabına dayanmakta olup, Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla gerçekleşen net aktif değerinin fiyat tespit raporuna esas alınan finansal tablolara göre hesaplanan net aktif değer ile kıyaslaması yukarıda yer almaktadır.

Yukarıdaki tabloda detayları görüldüğü üzere, Şirket'in 30.09.2025 tarihli finansal tablolarına göre Fiyat Tespit Raporu'nda **9.159.760.691 TL** olarak yer alan net aktif değeri, sermaye artırımını düzeltmesi sonrasında **10.573.038.277 TL** olarak hesaplanmıştır. 31.03.2026 tarihli finansal tablolar itibarıyla ise net aktif değer **19.703.261.755 TL** olarak gerçekleşmiş olup, düzeltilmiş net aktif değere kıyasla **9.130.223.477 TL** tutarında artış kaydedilmiştir.

Saygılarımızla,

#### Denetimden Sorumlu Komite

**Ahmet Yiğit**

**Başkan**

**Atilla Zaimoğlu**

**Üye**