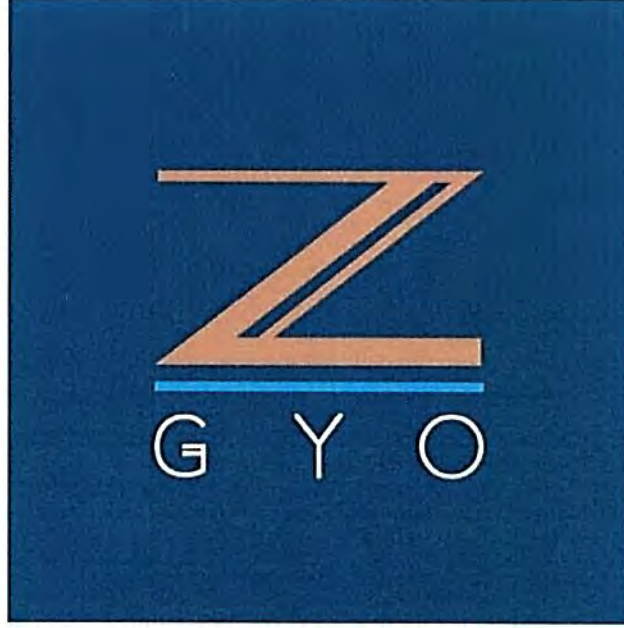




Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
24.11.2025



Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Giriş.....	4
1.1.Raporun Amacı.....	4
1.2.Proje Ekibi.....	4
1.3.Etik İlkeler.....	5
1.4.Sınırlayıcı Şartlar.....	5
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler.....	6
2.1.Kuruluş.....	6
2.2.Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	7
2.3.Faaliyetlere İlişkin Bilgiler.....	7
3. Sektörel Bilgiler.....	17
4. Finansal Veriler.....	42
4.1.Bilanço.....	43
4.2.Gelir Tablosu.....	49
5. Değerleme.....	50
5.1.Değerleme Yöntemleri.....	50
5.1.1. Net Aktif Değer Analizi.....	52
5.1.2. Piyasa Çarpanları Analizi.....	57
5.1.2.1 PD / NAD Analizi.....	57
5.2.Değerleme Sonucu.....	64
6. Ekler.....	67
6.1.EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı.....	67
6.2.EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı.....	68

Kısaltmalar ve Tanımlar

A.Ş.	: Anonim Şirketi
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
GSYH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
HMB	: Hazine ve Maliye Bakanlığı
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IVSC	: Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi
KFE	: Konut Fiyat Endeksi
KGK	: Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
NAD	: Net Aktif Değer
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü
PD/DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
PD/NAD	: Piyasa Değeri / Net Aktif Değer
Şirket, Z GYO	: Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TGFE	: Ticari Gayrimenkul Fiyat Endeksi
TKA	: Toplam Kiralanabilir Alan
TL	: Türk Lirası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	: Uluslararası Değerleme Standartları
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
USD	: Amerikan Doları
Vakıf Yatırım	: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
WTO	: Dünya Ticaret Örgütü
XGMYO	: Borsa İstanbul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi

1. Giriş

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29.maddesinin 1.fıkrası 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 halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışması çerçevesinde, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayımlanan "Uluslararası Değerleme Standartları"nın güncellendiği ve Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu, Z Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (bundan böyle aşağıda "Şirket" veya "Z GYO" olarak anılacaktır) halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (bundan böyle aşağıda "Vakıf Yatırım" olarak anılacaktır) tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Z GYO ile Vakıf Yatırım arasında 10.09.2025 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

Z GYO ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Vakıf Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Z GYO arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Vakıf Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Vakıf Yatırım ile Z GYO arasında 10.09.2025 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'ni gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Vakıf Yatırım'ın konusunda uzman çalışma ekibi tarafından yürütülmüştür. Proje Ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahiptir.

Mehmet Doğa DOĞMUŞ, Kurumsal Finansman Birimi Müdürü, iş hayatına vergi denetimi alanında başlamıştır. Kurumsal Finansman Biriminde görev yapmakta olup, pek çok sektöre yönelik analiz, değerlendirme ve raporlama süreci yürütmüştür. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünden Lisans derecesine sahip olan Doğmuş, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 924586, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 927118, Kredi Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927244, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927542).

Deniz DEMİR, Kurumsal Finansman Birimi Uzman Yardımcısı olup iş hayatında ağırlıklı olarak finans sektöründe görev almıştır. Anadolu Üniversitesi Finans alanında yüksek lisans derecesini tamamlayan Demir'in çeşitli dergilerde yayımlanmış akademik çalışmaları bulunmaktadır.

KURUMSAL FİNANSMAN BİRİMİ
Akad. Mah. Ebulul Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34339 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 334 35 35 Faks: 0 (212) 334 35 40
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357239
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

alanındaki deneyimi kapsamında birçok halka arz ve borçlanma aracı ihracı projelerinde aktif rol almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ile Türev Araçlar Lisansına sahiptir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 939456, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 939461).

1.3. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'ni ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir 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.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket bağımsız denetim raporları, Şirket Yönetim Sunumları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın analizlerine ve tahminlerine dayanmaktadır. Vakıf Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Vakıf Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Vakıf Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir.

Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Vakıf Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş

Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23.07.2024 tarih ve E-12233903-340.02-57343 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket'in 13.08.2024 tarihli Genel Kurul toplantısında Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23/07/2024 tarih ve E-12233903-340.02-57343 sayılı izni ve T.C. Ticaret Bakanlığı ("Ticaret Bakanlığı") İç Ticaret Genel Müdürlüğü'nün 05/08/2024 tarih ve E-50035491-431.02-00099490804 sayılı onay yazısı doğrultusunda gerçekleştirilen esas sözleşme değişikliği ile Şirket kayıtlı sermaye sistemine geçirilmiş ve kayıtlı sermaye tavanı 840.000.000,00 TL olarak belirlenmiştir. Söz konusu Genel Kurul kararı 13.08.2024 tarihinde tescil edilmiş olup, 14.08.2024 tarihli ve 11143 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Şirket'in Süresi" başlıklı 4'üncü maddesi uyarınca Şirket'in hukuki varlığı herhangi bir süre ile kısıtlanmamıştır.

Şirket Tarihçesi

Şirket Esas Sözleşmesi, 16.02.2017 tarihinde Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde ZNE Yapı Proje Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket / ZNE Yapı") unvanıyla tescil edilmiş olup, 21.02.2017 tarihli ve 9268 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi ("TTSG")'nde ilan olunmuştur. Şirket, süresiz olarak kurulmuştur. Şirket'in türü kuruluşundan itibaren hiç değişmemiştir. Şirket, 50.000,00 TL sermaye ile kurulmuş olup Bu sermaye her biri 1,00 TL itibari değerinde 50.000 adet paya ayrılmıştır.

Şirket, 05.03.2018 tarihli ve 9529 sayılı TTSG'de ilan olunduğu üzere unvan değişikliğine giderek Z Grup Proje Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket / Z Grup") unvanını almıştır.

Şirket, 17.10.2023 tarihindeki Genel Kurul toplantısında aldığı kararla, Ankara Ticaret Sicili'ne 0807036894200001 Mersis numarasıyla kayıtlı Eren Mesken Yapı İnşaat Ticaret A.Ş. ile devralan sıfatıyla kısmi bölünme işlemine taraf olmuştur. Şirket sermaye artırımına esas artırılan 10.118.000,00 TL'nin; 10.117.292, 44 TL'si 04.09.2023 tarihli Eren Mesken Yapı İnşaat Ticaret Anonim Şirketi'yle yapılan kısmi bölünme sözleşmesiyle yapılan devirden kalan 707,56 TL ise Ahmet Kerem Eren'in şirketteki nakit alacağından karşılanmıştır.

21.11.2023 tarihindeki Genel Kurul toplantısında aldığı kararla; Şirket, Ankara Ticaret Sicili'ne 3328988173200001 Mersis numarasıyla kayıtlı Fatma Eren-Ern Gayrimenkul ile devralan sıfatıyla birleşmiştir. Birleşme işlemi sonucunda Eren-Ern Gayrimenkul infisah olmuştur. Birleşme işlemi sonucunda arttırılan sermayenin 700.600,00 TL'si; 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") 343. maddesine göre tüm aktif ve pasifi ile birlikte devralınan Ankara Ticaret Sicili'nin 500844 sayısında kayıtlı Fatma Eren - Ern Gayrimenkul Ferdi İşletmesinin öz varlığından teşkil etmiş ve Fatma Eren - Ern Gayrimenkul tarafından işbu Anonim Şirkete sermaye olarak konulmuş ve artırım sonrası sermaye 10.868.600,00 TL seviyesine ulaşmıştır.

Şirket'in sermayesi 29.11.2023 tarihinde 157.373.625,00 artırılmış olup, 140.549.400,00 TL'si iç kaynaklardan kalan 16.824.225,00 TL'si ise nakden ortaklar tarafından tescilden önce ödenmiş ve bu suretle Şirket'in sermayesi 168.242.225,00 TL seviyesine ulaşmıştır.

Şirket, 22.05.2024 tarihinde eş zamanlı sermaye azaltımı ve sermaye artırımını işlemleriyle 29.11.2023 tarihli TTSG'de ilan edilen sermaye artışı kararıyla, iç kaynaklardan 548-Birleşme Primi hesabından sermayeye ilave edilen 65.269.410 TL Birleşme Priminin Sermaye hesabından düşülerek sermayenin bu tutarda azaltılmasına ve bu azalan sermayenin eş zamanlı olarak artırılarak ortaklarca nakden konulan paraların takip edildiği 331-Ortaklara Borçlar hesabından karşılanmak suretiyle sermayenin 65.269.410 TL artırılmasına karar verilmiştir.

Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23.07.2024 tarih ve E-12233903-340.02-57343 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket'in 13.08.2024 tarihli Genel Kurul toplantısında Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23/07/2024 tarih ve E-12233903-340.02-57343 sayılı izni ve T.C. Ticaret Bakanlığı ("Ticaret Bakanlığı") İç Ticaret Genel Müdürlüğü'nün 05/08/2024 tarih ve E-50035491-431.02-00099490804 sayılı onay yazısı doğrultusunda gerçekleştirilen esas sözleşme değişikliği ile Şirket kayıtlı sermaye sistemine geçirilmiş ve kayıtlı sermaye tavanı 840.000.000,00 TL

olarak belirlenmiştir. Söz konusu Genel Kurul kararı 13.08.2024 tarihinde tescil edilmiş olup, 14.08.2024 tarihli ve 11143 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

2017	Şirket, ZNE Yapı Proje Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulmuştur.
2018	Z Grup Proje Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanını almıştır.
2024	Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23.07.2024 tarihli kararıyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.
2024	Şirket, 05/08/2024 tarihi ile esas sözleşme değişikliği ile kayıtlı Sermaye sistemine geçmiş ve Sermaye tavanı 840.000.000 TL olarak belirlenmiştir.

Kaynak: Şirket

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi tamamı ödenmiş 168.242.225 TL (yüz altmış sekiz milyon iki yüz kırk iki bin iki yüz yirmi beş Türk Lirası)'dır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 1 TL (Bir Türk Lirası) itibari değerinde 168.242.225 (yüz altmış sekiz milyon iki yüz kırk iki bin iki yüz yirmi beş) adet paya ayrılmış ve tamamı muvazaadan arı olarak taahhüt edilip, 82.144.343 TL (seksen iki milyon yüz kırk dört bin üç yüz kırk üç Türk Lirası) nakden ödenmiş, 86.097.882 TL (seksen altı milyon doksan yedi bin sekiz yüz seksen iki Türk Lirası) kısmi bölünme ve birleşme işlemleri ile birleşme priminden karşılanmıştır.

Çıkarılmış sermayeyi temsil eden pay grupları, A grubu nama yazılı 1.000.000 (bir milyon) adet pay karşılığı 1.000.000 TL (bir milyon Türk Lirası)'ndan; B Grubu hamiline yazılı 167.242.225 (yüz altmış yedi milyon iki yüz kırk iki bin iki yüz yirmi beş) adet pay karşılığı 167.242.225 TL (yüz altmış yedi milyon iki yüz kırk iki bin iki yüz yirmi beş Türk Lirası)'ndan oluşmaktadır. A Grubu paylar nama, B Grubu paylar hamiline yazılıdır.

Esas Sözleşme'nin "İmtiyaz Taniyan Menkul Kıymetler" başlıklı 9. maddesi uyarınca Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı taniyan paylar dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet çıkarılamaz. Halka açılma sonrası hiçbir şekilde yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı da dahil imtiyaz yaratılamaz. Esas Sözleşme'nin "Yönetim Kurulu ve Görev Süresi" başlıklı 14. Maddesi uyarınca Şirket'in idaresi, üçüncü kişilere karşı temsil ve ilzamu, TTK ve sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde genel kurul tarafından en çok 3 yıl için seçilen TTK ve sermaye piyasası mevzuatında belirtilen şartları haiz 5 üyeden oluşan bir yönetim kuruluna aittir. A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim kurulu üyelerinin tamamı A Grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından olmak üzere, genel kurul tarafından seçilir.

Şirket'in 30.09.2025 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Pay Sahibi	Nama / Hamiline	Pay Grubu	Nominal Değeri (TL)	Toplam Sermaye (TL)	Pay Oranı (%)
Ahmet Kerem Eren	Nama	A Grubu	1	935.539	0,56%
	Hamiline	B Grubu	1	156.461.636	93,00%
Fatma Eren	Nama	A Grubu	1	64.461	0,04%
	Hamiline	B Grubu	1	10.780.589	6,41%
Toplam				168.242.225	100,00%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Esas Sözleşme'nin "Şirket'in Amacı ve Faaliyet Konusu" başlıklı 5. Maddesi uyarınca "Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, 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."

Z GYO, gayrimenkul geliştirme alanında beş ana segmentte konumlanmış yatırımları ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu segmentler, sadece çeşitlilik sağlamakla kalmamakta, aynı zamanda şirketin sürdürülebilir değer üretme gücünü ve uzun vadeli büyüme potansiyelini ortaya koymaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi, Ebulca Kadiri Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34385 İSTANBUL
Tel: 0212 355 33 00 Fax: 0212 355 33 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357428
Boğaziçi Kurumlar V.D. 972 068 8359
Mersis No: 0-9220-0383-5500017

Konaklama Tesisleri Projeleri: Yüksek standartlarda oteller, resortlar ve kırsal turizm konseptli yatırımlar ile turizm gelirlerinden pay alan projeler

Sağlık ve Sağlık Turizmi Tesisleri Projeleri: Türkiye'nin yükselen medikal turizm potansiyelini hedefleyen, yabancı sermaye ve turist talebine açık tesisler

Lojistik ve Küçük Sanayi Tesisleri Projeleri: Stratejik lokasyonlarda, modern altyapı ile donatılmış lojistik üsleri ve sanayi alanları

Konut ve Ticari Ünite Projeleri: Orta, orta-üst ve yüksek gelir gruplarına hitap eden, değer artış potansiyeli yüksek konut ve ticari gayrimenkuller

Eğitim Tesisi ve Öğrenci Yurdu Projeleri: Yüksek gelir düzeyine sahip öğrenci portföyüne hitap eden, sürekli talep gören eğitim kampüsleri ve yurt projeleri

Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Portföyü:

Şirket'in Yatırım amaçlı Gayrimenkul portföyü aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Gayrimenkul Portföyü	Niteliği	Rapor Tarihi	Rapor Numarası	Değerlemede Esas Alınan Yöntem	Ekspertiz Değeri (30.09.2025 itibarıyla)
Ovacık Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Keçiören İlçesi, Ovacık Mahallesi, 90093 Ada 1 Parsel Taşınmaz	30.10.2025	2025-PD-58	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	115.220.000
Çukurambar Eğitim Kampüsü	Eğitim Kampüsü / Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 27506 Ada 1 Parselde Konumlu "8 Katlı Betonarme Okul, Üniversite, Araştırma ve Arsası" Vasıflı Taşınmaz	30.10.2025	2025-PD-57	Maliyet Yaklaşımı Yöntemi	411.390.000
Karakusunlar Arsası	1 Adet Arsa / Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 29097 Ada 1 Parsel Taşınmaz	30.10.2025	2025-PD-56	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	69.550.000
Z Lagün Diplomatik Site Arsası ve Projesi	Villa/Diplomatik Site/ Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Bahçelievler Mahallesi, 127974 Ada 1-3-5 Parselde Yer Alan 32 Adet Bağımsız Bölüm	30.10.2025	2025-PD-55	Emsal Karşılaştırma Yöntemi	1.517.971.000
Lagun Country Club (1. Etap)**	Kırsal Turizm/Doğa, Sağlık Otelı Ankara İli, Kızılcahamam İlçesi, Berçin Yayalar Mahallesi, Çatak Yayla Serisi Kabaca Mevkii, 108 Ada 1 Parselde Konumlu "Orman" Vasıflı Ana Taşınmaz İçin Sözleşmeden Doğan Gayrimenkule Dayalı Hak	14.11.2025	2025-PD-59	Gelir Yaklaşımı Yöntemi	714.000.000
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					2.828.131.000

İlk Madde ve Malzeme					
Ankara Keçiören Yükseltepe Arsa*					36.527.504
Arsa Değer Düşüklüğü Karşılığı					-18.377.581
Stoklar					18.149.923
Gayrimenkul Portföyü Toplam					2.846.280.923

*Not: Ankara İli, Keçiören İlçesi, Yükseltepe Mahallesi, 91607 Ada 1 Parselde Konumlu, toplam 10.448 m2 Konut Alanı içerisinde 1.472 m2 (92/653 hissesi) yüz ölçümlü arsa için değerleme raporu alınmış olup arsanın değerleme sonucunda değer düşüklüğüne uğradığı tespit edilmiştir. İlgili arsa için 30 Mayıs 2024 tarihinde noter onaylı satış vaadi sözleşmesi yapılmış olup Karayolları Genel Müdürlüğü ile yaşanan anlaşmazlık nedeniyle dava sürecine girildiğinden tapu devri raporlama tarihi itibarıyla henüz gerçekleştirilmemiştir.

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

• **25 Yıllık Kira Sözleşmesinden Doğan Gayrimenkule Dayalı Hak (Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 27565 Ada, 1 Parsel)**

Söz konusu Ankara İli, Çankaya İlçesi, Karakusunlar Mahallesi, 27565 Ada 1 Parsel üzerindeki 1.396 m² yüzölçümlü taşınmaz Vakıflar Genel Müdürlüğüne ait olup, Şirket lehine 2886 sayılı Kanun'un 51/g maddesi kapsamında "yapım ve onarım karşılığı kiralama" yöntemiyle 25 yıllığına kiralanmasına ilişkin sözleşme 2018 yılında imzalanmıştır. Ancak imar uygulamasının yargı kararı ile iptal edilmiş olması, sonrasında yapı ruhsatı süreçlerinde yaşanan gecikmeler ve idare tarafından yükleniciye atfedilen sözleşmeye aykırılık iddiaları nedeniyle Vakıflar Bölge Müdürlüğü tarafından sözleşme 2022 yılında feshedilmiş; feshe ilişkin uyuşmazlık çeşitli yargı mercileri önünde devam etmektedir. Mahkemelerce verilen ihtiyati tedbir kararları ve bilirkişi raporlarında feshe konu durumun yüklenici kusurundan kaynaklanmadığına yönelik tespitler bulunmakla birlikte, uyuşmazlık henüz kesin olarak sonuçlanmamıştır. Bu nedenle, taşınmazın mülkiyetinin Vakıflar Genel Müdürlüğünde bulunması ve sözleşmenin hukuki akıbetinin yargı süreci sonucunda netleşecek olması nedeniyle, ilgili taşınmaz Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünde muhasebeleştirilmemiştir. Söz konusu arsa vasıflı ana taşınmaz için sözleşmeden doğan gayrimenkule dayalı hakkın değeri Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-60 sayılı raporda 30.09.2025 tarihi itibarıyla 92.500.000 TL olarak tespit edilmiştir.

- Z Lagun Villa Diplomatik Site Projesi



Tarihçe:

Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Bahçelievler Mahallesi, 127974 Ada 1-3-5 parselde yer alan 32 adet bağımsız bölümden oluşan Lagun Villa Projesi, Şirket'in geliştirdiği üst segment konut projesi olup, gerek lokasyon özellikleri gerekse hedeflenen kullanıcı kitlesi itibarıyla Ankara'nın diplomatik konut segmentinde konumlanan prestijli projesi olma hedefindedir. Projenin temelleri Ağustos 2020'de gerçekleştirilen arsa edinimi ile atılmış; mimari proje, şehircilik, imar planı ve ruhsatlandırma süreçlerinin tamamlanmasını müteakip Temmuz 2023 tarihinde yapı ruhsatı alınmış ve aynı yılın sonunda inşaat faaliyetlerine başlanmıştır. Mevcut durumda projeye ilişkin kat irtifakları tesis edilmiş olup, 1-3 parselde yer alan bağımsız bölümlerin inşaat ilerleme oranı %58 parselde yer alan bağımsız bölümlerin inşaat ilerleme oranı %18 seviyesine ulaşmıştır. Projenin Mart 2026 döneminde yaşamaya hazır hale getirilmesi planlanmaktadır.

Lokasyon:

Z Lagun Villa; Ankara-Konya yolu 15. kilometrede, Gölbaşı - Bahçelievler Mahallesi sınırları içerisinde konumlanmakta olup, Ankara'nın kamu, diplomatik ve teknoloji odaklı bölgelerine yüksek erişilebilirlik sağlayan stratejik bir konuma sahiptir.

Proje alanı;

- Ankara şehir merkezine 15 km,
- Panora Alışveriş Merkezi'ne 10 km,
- TED Ankara Koleji'ne 7 km,
- Ankara Üniversitesi, Gazi Üniversitesi, Hacı Bayram Üniversitesi kampüslerine 2 km,
- ASELSAN ana yerleşkesine 4 km,
- Büyükelçiliklerin yoğun olarak bulunduğu Oran semtine 7 dakika mesafededir.

Projenin, çok sayıda büyükelçilik çalışanı, uluslararası kuruluşlar ve teknoloji firmaları barındıran bir ekosisteme komşu olması, yüksek kira getirisi potansiyelini ve yabancı misyon talebini güçlendirmektedir. Mogan Gölü manzarasına hâkim konum, düşük yoğunluklu yerleşim dokusu ve 250

dönümlük meyve bahçeleriyle çevrili peyzaj karakteri, bölgenin değer artışı potansiyelini destekleyen unsurlar olarak değerlendirilmektedir.

Özellikleri:

- Proje, 127974 ada 1, 3 ve 5 numaralı parseller üzerinde toplam 22.058 m² arsa üzerinde inşa edilmektedir.
- Bağımsız Bölümler: Proje, büyüklükleri 416 m² ile 488 m² arasında değişen toplam 32 adet villa ünitesinden oluşmaktadır.
- Yeşil Alanlar: Aynı ada üzerinde bulunan 2 ve 4 numaralı parseller yaklaşık 24 dönüm büyüklüğünde yeşil alan olarak planlanmıştır.
- Mevcut Durum: Villaların kat irtifakları kurulmuş olup, 1-3 parselde inşaat ilerleme oranı %58, 5 parselde inşaat ilerleme oranı %18 seviyesindedir.
- Proje alanı, 250 dönümlük meyve bahçelerinin yanı başında, Mogan Gölü manzarasına hâkimdir.
- Proje sürdürülebilir kira geliri ve yüksek sermaye kazancı potansiyeli ile yatırım amaçlı gayrimenkul olarak şirket portföyünde yer almaktadır.

Hedef Kitle:

Proje, Ankara'da diplomatik misyon konutları, üst düzey yabancı profesyoneller (expat), uluslararası örgüt çalışanları ve üst segment konut talep eden yerli-yabancı yatırımcılar için tasarlanmıştır.

Özellikle Ortadoğu, Afrika, Asya, Balkanlar ve Güney Amerika ülkelerinden gelen diplomatik personelin Ankara'da konutlaşma talebinin yüksek seyretmesi, proje için sürdürülebilir gelir ve uzun vadede değer artışı potansiyeli yaratmaktadır. Lokasyonun uluslararası misyon talebindeki güçlü pozisyonu, projeyi diplomatik konut segmentinde stratejik bir konuma taşımaktadır.

Finansal Değer:

Z Lagun Diplomatik Site Projesi, Şirket portföyünde yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğinde sınıflandırılmakta olup, TMS 40 kapsamında gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülmektedir. Projenin finansal değerine ilişkin son değerlendirme, Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-55 sayılı rapor ile yapılmış; raporda projenin 30.09.2025 tarihi itibarıyla finansal değeri 1.517.971.000 TL olarak takdir edilmiştir.

- Karakusunlar Arsası



Tarihçe:

Şirket, Ankara İli Çankaya İlçesi Karakusunlar Mahallesi'nde yer alan 29097 ada 1 parseldeki 5.046 m² büyüklüğündeki taşınmazın %9 oranındaki payını Ocak 2024 döneminde satın alarak söz konusu parselde paydaş hâle gelmiştir. Takiben, Mart 2024 tarihinde diğer paydaşlarla birlikte arsa payı

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulul Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34321 İSTANBUL
Tel: 0212 357 73 57 Fax: 0212 357 73 58
www.viyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357728
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 835
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

karşılığı kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalanmıştır. Proje kapsamında hazırlanmış mimari ve avan projeler, Çankaya Belediyesi nezdinde değerlendirme aşamasındadır. Belediyenin onay süreçlerinin tamamlanmasını müteakip yapı ruhsatı alınarak karma projenin inşaat faaliyetlerine başlanması planlanmaktadır.

Bu proje, Şirket'in karma kullanımlı gayrimenkul geliştirme ve yüksek gelir grubuna yönelik yatırım projeleri kapsayan stratejisinin önemli bir bileşenidir.

Lokasyon:

Proje alanı, Ankara'nın Çukurambar bölgesinde, Karakusunlar Mahallesi sınırları içinde yer almakta olup:

- JW Marriott Hotel Ankara ve Eti Maden Genel Müdürlüğü'nün tam karşısında,
- Metro istasyonunun bitişiğinde,
- Bakanlıkların, kamu kurumlarının, merkezi iş alanlarının, alışveriş merkezlerinin ve ana ulaşım akslarının merkezinde bulunmaktadır.

Taşınmazın Kentsel Servis Alanı fonksiyonu, ticari, ofis, konut, rezidans ve karma işlevli projelerin geliştirilmesine olanak sağlamaktadır. Çukurambar bölgesi; Ankara'nın son yıllarda en hızlı değer kazanan, üst segment konut - ofis - otel projelerinin kümelendiği, diplomatik temsilciliklere yakınlığı ve yüksek prestij algısıyla öne çıkan bir lokasyondur.

Bu doğrultuda proje, yüksek kira potansiyeli, güçlü ticari talep dinamikleri ve sermaye değer artışı beklentisi açısından stratejik konuma sahiptir.

Özellikleri:

29097 ada 1 parsel üzerinde geliştirilmesi planlanan proje:

- 5.046 m² büyüklüğündeki kentsel servis alanı vasfındaki arsa üzerinde,
- Kesinleşme aşamasında olmakla birlikte yaklaşık 26.000 m² inşaat alanına sahip,
- Konut, ofis, ticaret ve sosyal alan bileşenlerini içeren karma kullanım fonksiyonuna sahiptir.

Projenin ruhsatlandırma sürecinin tamamlanmasının ardından, TMS 40 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller standardı uyarınca Şirket portföyüne YAG olarak dahil edilmesi planlanmaktadır. Bu kapsamda proje, Şirket'in uzun vadeli kira geliri üretebilen ve sermaye kazancı sağlayabilen yatırım portföyü stratejisi ile tam uyumludur.

Hedef Kitle:

Taşınmaz, orta-üst ve yüksek gelir müşteri kitlesine hizmet sunmayı hedefleyen bir gayrimenkul geliştirme projesine dayanaktır.

Finansal Değer:

Karakurunlar Arsası, Şirket portföyünde yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğinde sınıflandırılmakta olup, TMS 40 kapsamında gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülmektedir. Projenin finansal değerine ilişkin son değerlendirme, Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-56 sayılı rapor ile yapılmış; raporda projenin 30.09.2025 tarihi itibarıyla finansal değeri 69.550.000 TL olarak takdir edilmiştir.

- Lagun Country Club (1. Etap) / Z Forest Projeleri (2. Etap)



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

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

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

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

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

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

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

Yönetmeliğin Ek 1 Listesinin sırasıyla 29 ve 30'ncu maddeleri aşağıdaki şekildedir.

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 16 Beşiktaş 34396 Kat: 11
Tel: 0 (312) 452 95 77 - 0 (312) 452 95 80
www.vakufmenkul.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 36722
Bağlı Kurumlar V.D. 922 003 8659
Mersis No: 0-9220-0383-5900017

- 50 oda ve üzeri oteller, tatil köyleri, turizm kompleksleri vb.
- Konut projeleri (300 konut ve üzeri),

Ek 2 Listesinin 40'ncı maddesi aşağıdaki şekildedir.

- 250 oda ve üzeri oteller, tatil köyleri, turizm kompleksleri vb.

Bu bağlamda;

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

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

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

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

Lagun Country Club (2. Etap)

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

Tarihçe:

Kasım 2021'de Z GYO ile T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı Doğa Koruma ve Milli Parklar Genel Müdürlüğü arasında imzalanan sözleşme kapsamında proje alanının işletme hakkı kullanımı, 49 yıllığına Z GYO uhdesine geçmiştir.

Kasım 2023'te alanın plan sınırlarında yapılan revizyon ile hem mülkiyet ve kullanım haklarının kapsamı güncellenmiş hem de koruma-kullanma dengesi gözetilerek yatırım ve turizm faaliyetlerinin etkin planlanmasına imkân sağlamıştır.

Haziran 2023'te alandaki başlangıç projesi olan Lagun Country Club'ın ruhsatları alınmış ve inşaat çalışmaları başlamıştır. Takiben yıl sonunda Turizm Yatırım ve Yatırım teşvik belgeleri alınmıştır.

AKAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulul Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 212 352 85 91 Fax: 0 212 352 86 20
www.akatyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 267228
Boğaziçi Kurumlar T.D.9220008859
Mersis No: 0-9220-0083-5900017

yılı içerisinde revize edilen sınırlar dikkate alınarak Uzun Devreli Gelişme Planı Revizyonu hazırlanmış ve onaylanmıştır.

Ocak 2025'te revize edilen alanlar ve güncellenmiş gelişme planı hükümlerine uygun şekilde Doğa Koruma Milli Parklar ile Z GYO arasında yeni bir sözleşme imzalanmıştır. Bu sözleşme ile Z GYO'nun yatırım, işletme ve koruma sorumlulukları yeniden tanımlanmış; alanın turizm merkezi haline getirilmesi ve sürdürülebilir işletme modeli yasal güvence altına alınmıştır. Haziran 2026'da alandaki başlangıç projesi olan Lagun Country Club Etap 1'in tamamlanması planlanmaktadır.

Lokasyon:

Ankara Kızılcahamam Akyarma mevkiinde, Berçinyayalar Mahallesi 108 ada 1 parselde , Ankara-Bolu sınırında, E-5 Karayolu üzerinde turizm açısından stratejik bir konumda yer almaktadır.

Yaklaşık 13 milyon m²'lik orman dokusu içerisinde 1,42 milyon m² büyüklüğündeki proje arazisi, göleti ve yoğun ağaç varlığıyla benzersiz bir ekosistem avantajına sahiptir.

Ankara şehir merkezine 100 km, Bolu Şehir merkezine 114, İstanbul Şehir merkezine 345 ve Esenboğa havaalanına 100 km mesafede bulunan alan ulaşım kolaylığına sahip bir lokasyondadır.

Özellikleri:

142,7 hektarlık işletme hakkı bulunan arazinin; 35,6 hektarlık kısmı, Uzun Devreli Gelişme Planı kapsamında Konaklama, Turizm ve Günübirlik Tesis Alanı olarak onaylanmıştır.

UDGP çerçevesinde toplam 390 yatak kapasitesi planlanmıştır: (250 yataklı beş yıldızlı otel ve 35 kır evi 140 yatak)

Lagun Country Club 1. Etap: (60 yatak kapasiteli kırsal turizm tesisi ve sağlık, spor ve doğa turizmine odaklanan butik konsept.)

Hedef Kitle:

Orta-üst ve yüksek gelir seviyesine sahip yerli ve yabancı misafirleri hedeflenmektedir.

Yerli ziyaretçilere yönelik olarak hafta sonu (weekender), doğa, spor ve sağlık turizmi deneyimleri öne çıkarılırken;

Yabancı misafirler için özellikle Türk Cumhuriyetleri ve Rusya coğrafyasındaki güçlü sağlık oteli (sanatoryum) kültürü hedeflenmektedir.

Bu coğrafyada yaklaşık 30 milyar USD büyüklüğünde olduğu öngörülen sağlık turizmi pazarından önemli bir pay alınması planlanmaktadır.

Finansal Değer:

Lagun Country Club 1. Etap, Şirket portföyünde yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğinde sınıflandırılmakta olup, TMS 40 kapsamında gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülmektedir. Projenin finansal değerine ilişkin son değerlendirme, Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2025-PD-59 sayılı rapor ile yapılmış; raporda projenin 30.09.2025 tarihi itibarıyla finansal değeri 714.000.000 TL olarak takdir edilmiştir.

- Ovacık Arsası



Ankara İli, Keçiören İlçesi, Ovacık Mahallesi, 90093 Ada, 1 Parsel sayılı 19164,00 m² büyüklüğündeki taşınmazın 4791,00/1916400 (1/4) hissesi (4791,00 m²'si) Z GYO'ya aittir. Taşınmaz tapu kayıtlarında

VAKİF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-1/A Blok No: 18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 262157/774 Etiler 34262 26 20
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 9359
Mersis No: 9-9220-0883-5900017

“Arsa” vasıflı olarak görünmektedir. Taşınmaz imar planında “Sanayi ve Ticaret Alanı” kullanımında yer almaktadır.

Tarihçe:

Taşınmaz, Ekim 2024’te firmanın yatırım amaçlı gayrimenkul portföyüne eklenmiştir.

Lokasyon:

- Ankara ili Keçiören ilçesi Ovacık Mahallesi 90093 ada 1 parselde, Ankara çevre yolu üzerinde Alüminyumcular Sanayi sitesi yanında ve Forum Ovacık AVM karşısında bulunan parselin diğer cepheleri orman vasıflı yaklaşık 500 dönüm büyüklüğünde arazidir. Şehir merkezine ve Esenboğa havaalanına 20 km mesafede olan arsa ana ulaşım arterleri üzerindedir.

Özellikleri:

- Taşınmaz; 19167 m2 alana ve 2 emsal yoğunluğa sahip sanayi ve ticaret parselidir. Taşınmazın yüzde 25 hissesi Şirket adına kayıtlıdır.

Hedef Kitle:

- Taşınmaz, orta gelir müşteri kitlesine hizmet sunmayı hedefleyen bir gayrimenkul geliştirme projesine dayanaktır.

Finansal Değer:

- Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme şirketinin 2025-PD-58 sayılı gayrimenkul değerleme raporuna istinaden projenin 30/09/2025 tarihli finansal değeri 115.220.000 TL’dir.

- Çukurambar Eğitim Kampüsü



Tarihçe:

- Taşınmazın 2017’de inşaat ruhsatı alınmış ve inşaat faaliyetleri başlamıştır. Aralık 2017’de Bilfen Eğitim kurumları ile kira sözleşmesi akdedilmiştir. Aralık 2018 de inşaat tamamlanmış, Mart 2019’da ise Bilfen Eğitim kurumlarına teslim edilmiştir. İlgili tarihten itibaren firma eğitim faaliyetlerini taşınmazda sürdürmektedir.

YAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Ebulula Yurdin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş-34365 İstanbul
Tel: 0 212 362 36 70 Fax: 0 212 362 36 20
www.yakifyatirimmenkul.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 267228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 9220036319
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Lokasyon:

- Taşınmaz Ankara ili Çankaya ilçesi Karakusunlar Mahallesi Çukurambar semtinde 27506 ada 1 parselde konumlanmıştır. Başkent'in en merkezi ve prestijli bölgelerinden birinde yer alan proje; kamu kurumları, bakanlıklar, alışveriş merkezleri, hastaneler ve ana ulaşım akslarının merkezinde bulunmasıyla stratejik bir konuma sahiptir.

Özellikleri:

- 12.790 metrekare kapalı ve 2500 metrekare açık alana sahip tesis; 3500 metrekare arsa üzerine konumlu ve 72 derslik kapasitesine sahiptir. Eğitim tesisinde; konferans salonları, spor salonları buz pateni pisti atölyeler ve oyun alanları gibi çok sayıda donatı bulunmaktadır.

Hedef Kitle:

- Taşınmazın hedef kitlesini; yüksek gelir düzeyine sahip öğrenci portföyü bulunan seçkin ulusal özel okullar, kiralık binalarda faaliyetlerini sürdüren ve modern kampüs arayışında olan özel üniversiteler, yenilikçi girişimlerin kümelendiği teknokentler, çeşitli kamu kurumları ile öğrenci barınma ihtiyacına yönelik yurt işletmeleri oluşturmaktadır.

Finansal Değer:

- Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme şirketinin 2025-PD-57 sayılı gayrimenkul değerleme raporuna istinaden projenin 30/09/2025 tarihli finansal değeri 411.390.000 TL'dir.

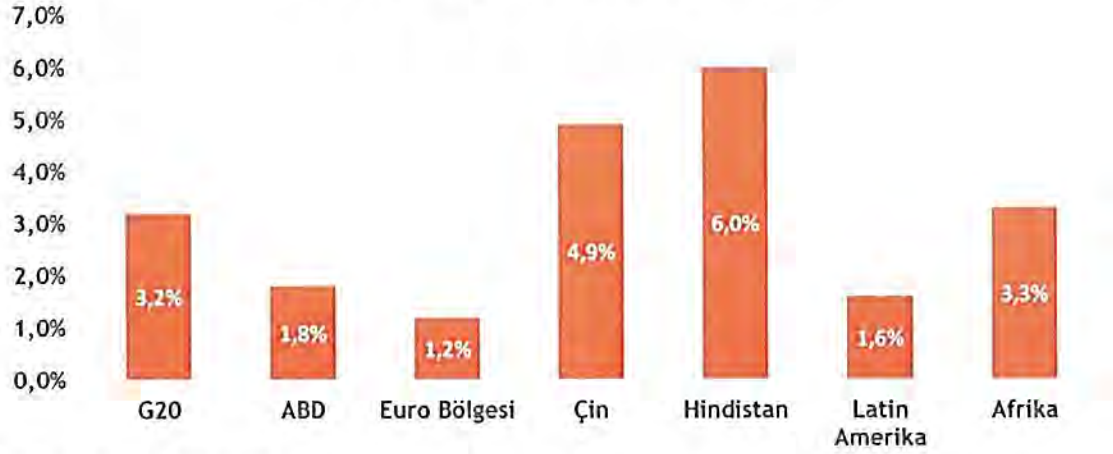
3. Sektörel Bilgiler

Global Makro Ekonomik Koşullar

IMF'in Ekim 2025 Dünya Ekonomik Görünüm Raporuna göre, dünya ekonomisinin 2025 yılında yaklaşık %3,2 oranında büyümesi beklenmektedir. Bu oran, pandemi öncesi dönem olan 2000-2019 yılları arasındaki ortalama büyüme oranı %3,7'nin altında kalmaktadır. Benzer şekilde Dünya Bankası, Haziran 2025 tarihli Küresel Ekonomik Beklentiler raporunda, küresel büyüme oranını daha düşük bir seviye olan %2,3 olarak tahmin etmiş ve 2026-2027 yıllarında ancak sınırlı bir Ftoparlanma öngörmektedir. Dünya Bankası'nın raporunda özellikle yüksek politika belirsizlikleri, jeopolitik gerilimler ve ticaret savaşlarının yarattığı tarife belirsizliklerinin büyüme üzerindeki negatif etkileri açıkça vurgulanmaktadır.

OECD'nin Eylül 2025 tarihli raporuna göre de büyüme beklentileri aşağı yönlü revize edilmiştir. G20 ekonomilerinde büyümenin %3,6'dan %3,2'ye düşürülmesi, ABD ve Çin gibi küresel ekonominin lokomotif ülkelerindeki yavaşlamadan kaynaklanmaktadır. ABD ekonomisinin %1,8 oranında büyüyeceği tahmin edilirken, Euro Bölgesi'nde büyüme %1,2 civarında gerçekleşecektir. Çin'in büyüme oranı %4,9 seviyelerinde tahmin edilirken, Hindistan %6, büyüme oranıyla öne çıkmaktadır. Latin Amerika'da büyüme %1,6 civarında sınırlı kalırken, Afrika ülkelerindeki ekonomik genişleme %3,3 seviyesinde tahmin edilmektedir.

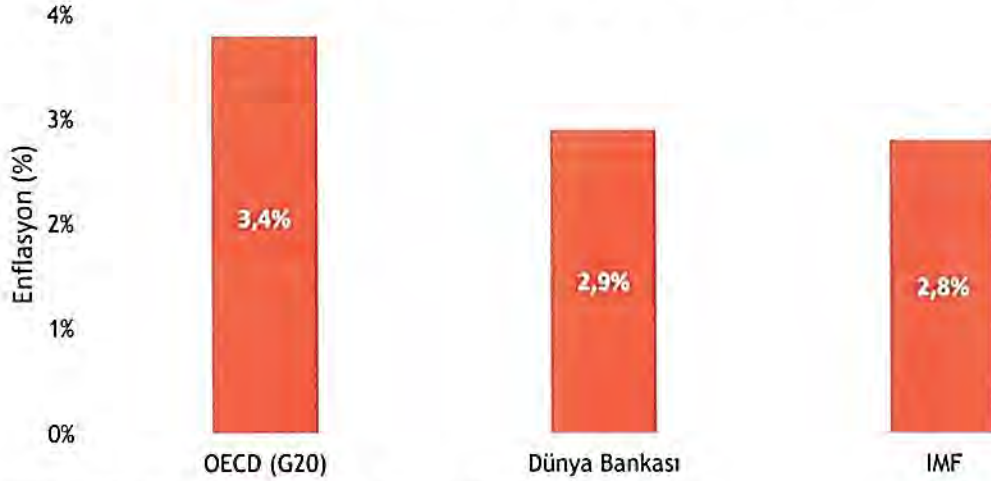
2025 Büyüme Beklentileri



Kaynak: OECD - Eylül 2025

Ekonomik büyümenin yavaşlamasıyla eş zamanlı olarak küresel enflasyon da önemli bir sorun olarak varlığını korumaktadır. OECD'ye göre, 2025 yılında G20 ülkelerinde enflasyon oranının %3,4 seviyesine yükselmesi beklenirken, Dünya Bankası küresel enflasyon oranını %2,9 olarak öngörmektedir. Ancak, özellikle ticari kısıtlamaların ve tarifelerin artışı ile tedarik zinciri sorunlarının devam etmesi, fiyat baskılarını artırarak bu oranın daha da yükselmesine neden olabilir. IMF'nin Ocak 2025 tarihli raporunda küresel enflasyonun %2,8 olarak gerçekleşeceği belirtilmekte, ancak hizmet sektöründeki fiyat artışlarının kalıcı olması nedeniyle para politikalarında gevşemenin kısa vadede zorlaşacağı vurgulanmaktadır. Bu enflasyonist baskılar, istihdam piyasalarında da etkisini göstermekte; örneğin IMF'ye göre 2025 yılında küresel işsizlik oranı %5,1 seviyesinde öngörülmektedir. Bu oran, pandemi sonrası toparlanmanın sınırlı kaldığını ve bazı sektörlerde istihdam yaratma kapasitesinin zayıf olduğunu ortaya koymaktadır.

2025 Küresel Enflasyon Tahminleri

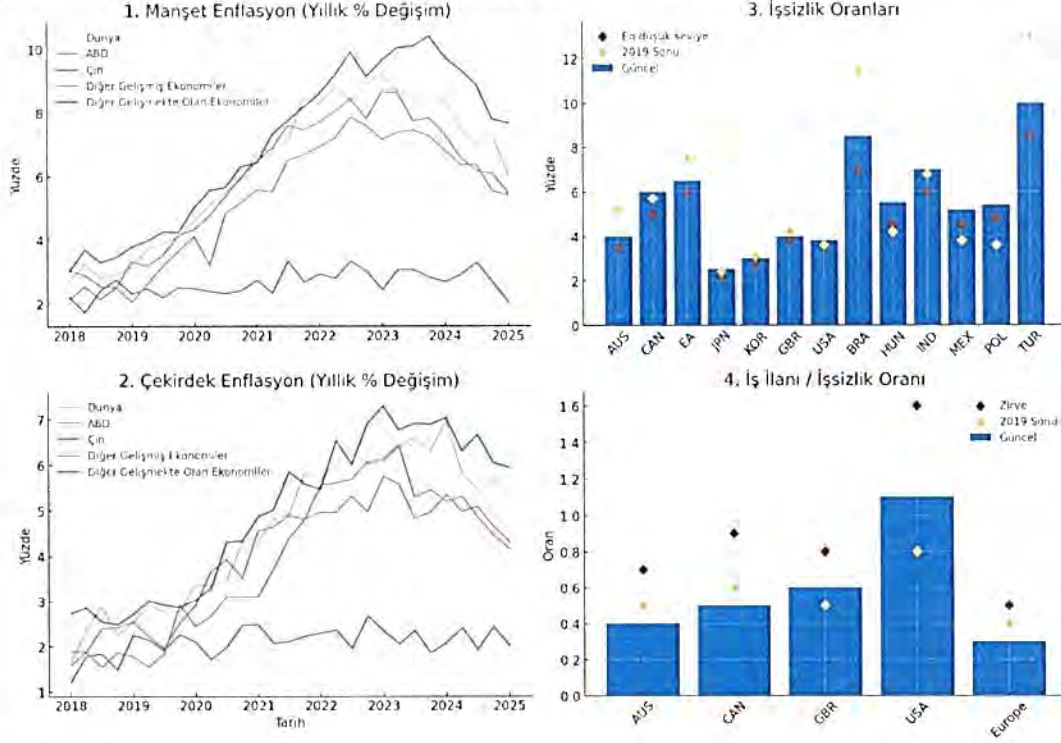


Kaynaklar: OECD, Dünya Bankası, IMF 2025 Raporları

Bölgesel olarak bakıldığında, gelişmiş ülkelerde enflasyon baskılarının hafiflemesine rağmen, hedeflenen seviyelerin üzerinde kaldığı görülmektedir. ABD'de enflasyonun %3,0 civarında gerçekleşmesi beklenirken, Euro Bölgesi'nde enflasyonun yaklaşık %2,0 civarında olacağı öngörülmektedir. Buna karşılık, ABD'de işsizlik oranının 2025 yılında %4,1'e çıkacağı tahmin edilmektedir; bu da ekonomideki yavaşlamanın istihdam üzerindeki etkisini yansıtmaktadır. Euro Bölgesi'nde ise işsizlik oranının %6,4 seviyelerinde seyretmesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler ise enflasyonla mücadelede daha ciddi zorluklar yaşamaktadır. Ortalama enflasyon oranları bu ülkelerde yaklaşık %5,0 civarında gerçekleşirken, özellikle Türkiye, Arjantin ve Nijerya gibi

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akatlar Etilulu Mardin Cld. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34398 İSTANBUL
Tel:0 (212) 332 35 71 Fax: 0 (212) 332 35 70
E-posta: yagil@yagil.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357428
Bağımsız Kurumlar M.D. 922 003 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

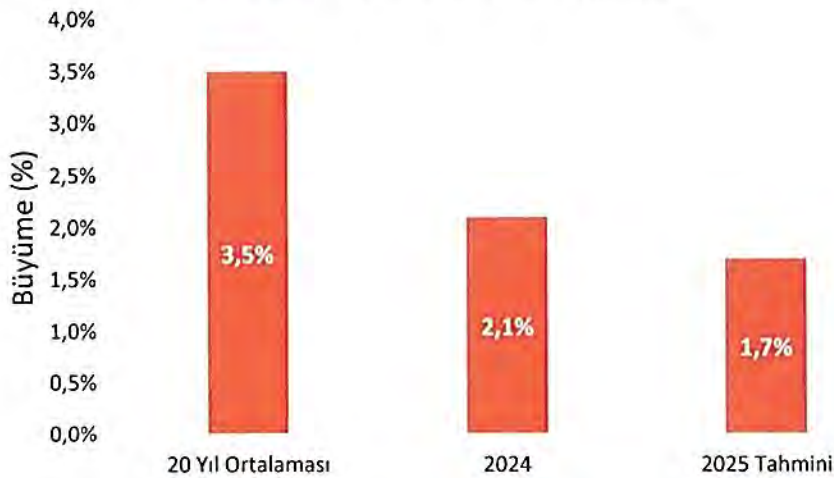
ülkelerde çift haneli enflasyon oranları devam etmektedir. Aynı zamanda, bu ülkelerdeki işsizlik oranları da yüksek seviyelerde kalmakta; örneğin Nijerya'da genç işsizlik oranı %40'a yaklaşırken, Türkiye'de genel işsizlik oranının %9 civarında seyretmesi beklenmektedir.



Kaynak: IMF

Küresel ticaretteki tarife belirsizlikleri ve korumacı politikaların artması da ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki negatif etkileri artırmaktadır. Dünya Ticaret Örgütü (WTO) ve Dünya Bankası raporları, son yıllarda ABD ve Çin başta olmak üzere birçok ülkenin uyguladığı ek tarifelerin küresel ticaret hacmini azalttığını ve tedarik zincirlerinde kalıcı değişimlere neden olduğunu ortaya koymaktadır. WTO'ya göre, 2025 yılında küresel mal ve hizmet ticaretindeki büyüme oranı sadece %1,7 düzeyinde gerçekleşecek; bu oran son 20 yılın ortalaması olan %3,5'in çok altında kalmaktadır. Ticaretteki bu zayıflama, özellikle ihracata dayalı ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta ve ekonomik büyümenin önünde engel oluşturmaktadır.

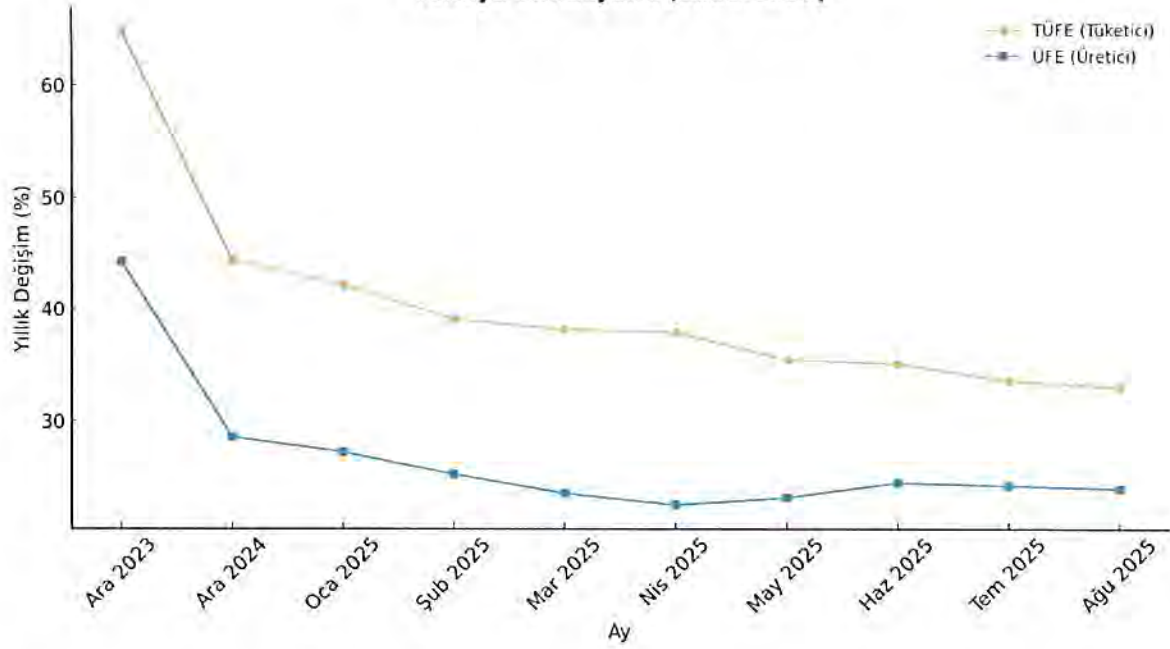
Küresel Ticaret Hacmi Büyümesi



Kaynak: WTO 2025, OECD 2024

VAKİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mahallesi Cad. Park Maya Sitesi
E-7 A Blok No:18 Etiler 34399 KATILIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. İSTANBUL
Tic. Sic. No: 273520/00077 Etiler Mah. 34399 KATILIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. İSTANBUL
İstanbul Ticaret Sicil No: 357293
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 6359
Mersis No: 0922003835900017

Türkiye Enflasyonu (2023-2025)



Kaynak: TÜİK, 2025

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2024 yılsonu itibarıyla politika faizini sıkı para politikasını sürdüreceği şekilde indirmeye başlamıştır. Bu adım, enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının sağlanması amacıyla atılmıştır. 2025 yılının Eylül ayında yayınlanan TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre piyasa katılımcıları yıl sonu enflasyonunun %29,86 bandında gerçekleşmesini beklemektedir.

Gayrimenkul Sektörü

GYO temsilcileri fikir birliğinde bulunarak gayrimenkul sektörünü geliştirmek, tanıtım ve temsiliyi sağlamak, sektörde kalite, kontrol ve eğitim konularında standartları belirlemek ve korumak amacıyla 1999 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği'ni (GYODER) kurmuştur. "GYODER, gayrimenkul sektörünün gelişimi için çözümler üretmeyi ve kurumsallaşmayı hızlandırmayı hedeflemektedir, planlı ve düzenli kentleşme sürecinde metropollerde yerel yönetimler ve ilgili kamu kurumlarıyla kent içi rehabilitasyon ve dönüşüm planlarına katkıda bulunmakta, sektörün standartlarını oluşturmak ve GYO piyasasının tanıtımı için toplantılar, seminerler, sempozyumlar düzenlemekte ve sektördeki iletişim ve bilgi alışverişinin artırılmasına katkı sağlamaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO'lar), Türkiye'nin gelişen sermaye piyasalarında önemli bir yatırım aracı olarak öne çıkmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından düzenlenen bu yapılar, yatırımcılara nitelikli ve şeffaf bir şekilde gayrimenkul sektörüne ortak olma imkanı sunarken, aynı zamanda sektörün kurumsallaşmasına ve büyümesine katkı sağlamaktadır. Son yıllarda Türkiye'de GYO'ların sayısında ve portföy büyüklüğünde önemli artışlar yaşanmış; perakende, ofis, lojistik, konut ve turizm gibi birçok alt sektörde faaliyet gösteren GYO'lar, özellikle Borsa İstanbul'da işlem gören hisseleriyle hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için cazip bir alternatif haline gelmiştir. Ekonominin genel seyrine paralel olarak, GYO'lar Türkiye'nin kentleşme dinamikleri, demografik yapısı ve finansal piyasalarının gelişimiyle birlikte stratejik bir konuma ulaşmıştır.

Yılın ilk 9 ayında gayrimenkul piyasası canlı sayılabilecek rakamlara sahip olmuştur. Canlılığın nedeni olarak; faizlerdeki düşme beklentisi, buna bağlı olarak gayrimenkul fiyatlarında olan/olabilecek artış beklentisi, göreceli konut kredilerine ulaşılabilirliğin artması, mevduat faizi ve altın gibi yatırım araçlarından gelir elde edenlerin bu geliri gayrimenkulde değerlendirmek istemeleri sayılabilir.

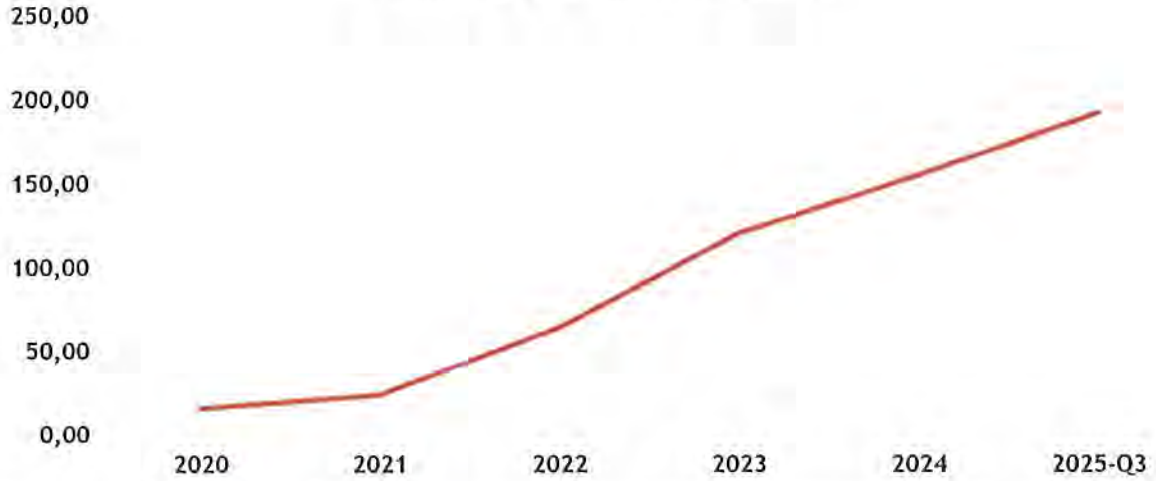
TÜİK'in verilerine göre yabancılara yapılan konut satışları Ocak-Eylül döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %12,6 oranında azalarak 14 bin 944 oldu. Eylül ayında yabancılara yapılan toplam konut satışları 1880 adet olarak kaydedilmiştir. 2012 yılında yapılan yabancı uyruklu kişilere taşınmaz satışlarıyla ilgili düzenleme sonrasında başta konut olmak üzere diğer taşınmaz çeşitlerine de ciddi bir yabancı ilgisi yaşanmaya başlamıştı. Yabancı tabiiyetli gerçek ve tüzel kişilerin Türkiye'de gayrimenkul

TÜRKİYE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI A.Ş.
Kat: 11. Etiler, Beşiktaş, İstanbul
F-2/11 Blok No: 11 Beşiktaş 33350 İSTANBUL
Tel: (212) 522 55 77 Fax: (212) 522 55 20
www.gyoderm.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 927 008 8369
Mersis No: 0-8220-0883-9999017

almasıyla ilgili bu düzenlemeden sonra artan ilgi, oturma izni ve vatandaşlık verilmesiyle 2022 yılına kadar güçlü bir trendle seyretmiş, ancak son birkaç yılda oldukça zayıflamış görünmektedir. Bunun nedenleri olarak, iç ve dış konjonktürde görülen değişimler, TL'nin göreceli olarak değerli olması ve konut fiyatlarının yüksekliği gösterilebilir.

Son iki buçuk yıldır uygulanan enflasyonla mücadele programı belli oranda başarı kazanıp dezenflasyon yaşandıysa da hali hazırda devam eden yapışkan ve katı eğilim tüm varlık fiyatlarını etkilediği gibi gayrimenkul fiyatlarını da etkilemiştir. TCMB tarafından açıklanan konut fiyat endeksine (KFE) baktığımızda nominal artışın sürmesine karşın reel fiyatların hala enflasyonun altında olduğu gözlenmektedir. Her ne kadar reel fiyatlar enflasyonun altında da olsa eğilime baktığımızda reel anlamda değerlendirme sürecinde artan bir ivme dikkat çekmektedir.

Konut Fiyat Endeksi (KFE)



(Kaynak: TCMB, Konut Fiyat Endeksi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d/KFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d-p5p.7h->)

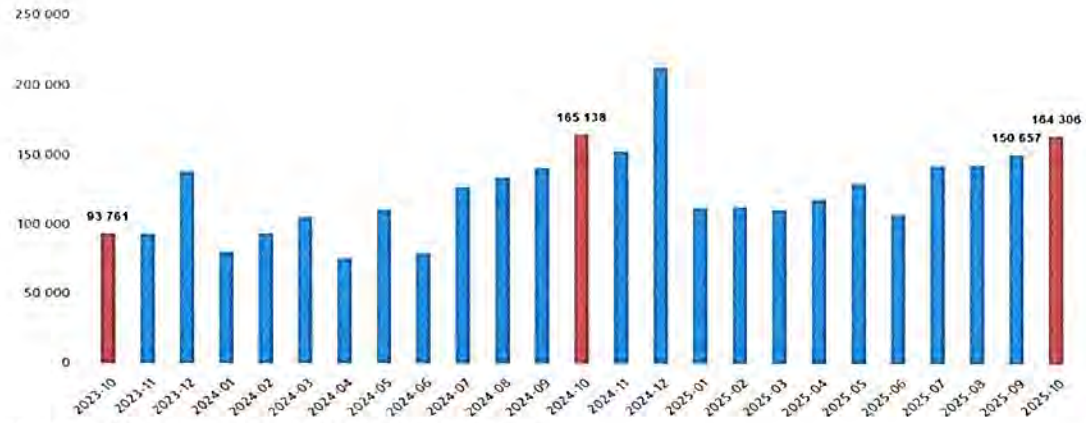
Türkiye'deki konutların kalite etkisinden arındırılmış fiyat değişimlerini izlemek amacıyla hesaplanan Konut Fiyat Endeksi (KFE) (2023=100), 2025 yılı Eylül ayında bir önceki çeyreğe göre yüzde 5,7 oranında artarak 191,96 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2025 Haziran ayında bir önceki çeyreğe göre %6,7 oranında artan KFE, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre nominal olarak %32,6 oranında artmıştır. Üç büyük şehirdeki fiyat değişimlerini incelediğimizde ise 2025 Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre, İstanbul, Ankara ve İzmir'de sırasıyla %30,6, %41,2 ve %34,2 oranlarında artışlar gözlenmiştir.

(Kaynak: TCMB, Konut Fiyat Endeksi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d/KFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d-p5p.7h->)

TÜİK verilerine göre Türkiye genelinde konut satışları Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %0,5 oranında azalarak 164 bin 306 oldu. Konut satış sayısının en fazla olduğu iller sırasıyla 26 bin 305 ile İstanbul, 14 bin 681 ile Ankara ve 8 bin 678 ile İzmir olurken, en az olduğu iller sırasıyla 86 ile Ardahan, 135 ile Bayburt ve 143 ile Tunceli olarak gerçekleşti.

Konut satışı, Ekim 2025

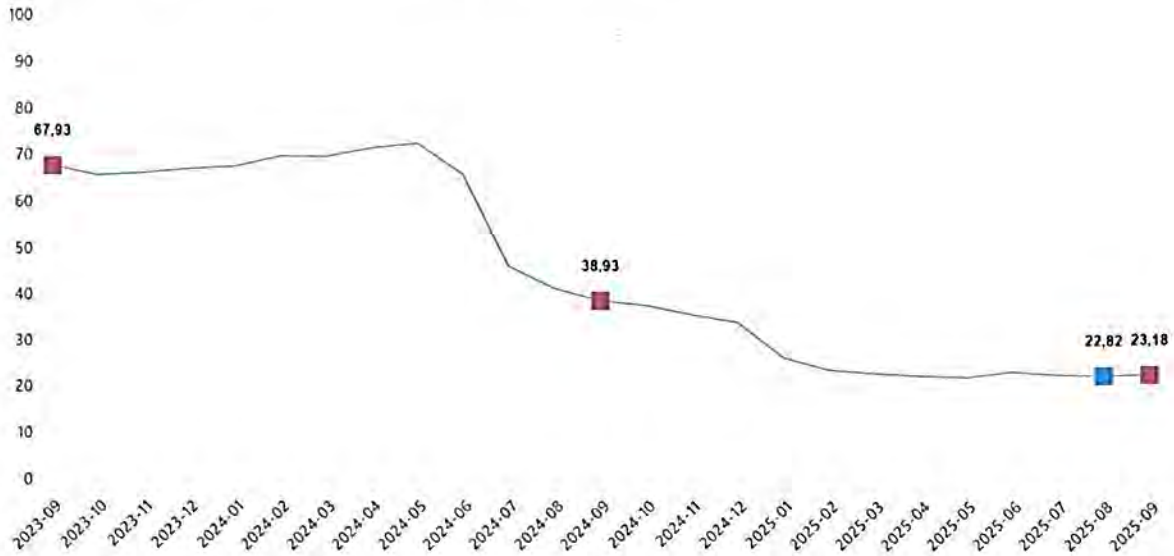
(Adet)



Kaynak: TÜİK - Konut Satış İstatistikleri, Ekim 2025

Gerek uygulanan politikaların etkisi gerekse talepte geçtiğimiz yıl yaşanan yavaşlamayla birlikte inşaat maliyetlerinde 2024 yılı bahar aylarından bu yana keskin bir düşüş gözlenmiştir. TÜİK verilerine göre, inşaat maliyet endeksi 2025 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %0,87 arttı, bir önceki yılın aynı ayına göre %23,18 arttı. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %0,90 arttı, işçilik endeksi %0,82 arttı. Ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %19,32 arttı, işçilik endeksi %30,99 arttı. Bina inşaatı maliyet endeksi, bir önceki aya göre %0,96 arttı, bir önceki yılın aynı ayına göre %22,75 arttı. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %1,06 arttı, işçilik endeksi %0,80 arttı. Ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %18,82 arttı, işçilik endeksi %30,47 arttı. (TÜİK-Inşaat Maliyet Endeksi, Eylül 2025)

İnşaat maliyet endeksi yıllık değişim oranı(%), Eylül 2025



Kaynak: TÜİK - İnşaat Maliyet Endeksi, Eylül 2025

Gayrimenkul sektörü ve ekonominin önemli bir göstergesi de yapım ruhsatları ile yapı kullanım izinlerindeki eğilimdir. Bu göstergeler hem ekonomik beklentileri okumak hem de sektörün ekonomik ve üretim kaynaklı eğilimini ölçmek adına değerlidir. TÜİK tarafından Eylül ayında açıklanan (III. Çeyrek: Temmuz-Eylül, 2025) yapı ruhsatı verilen bina sayılarına baktığımızda; bir önceki yılın aynı çeyreğine göre, belediyeler tarafından yapı ruhsatı verilen bina sayısı %22,3, daire sayısı %54,0 ve yüz ölçüm %42,6 artmıştır. Aynı döneme ait yapı kullanım izinleriyse; bir önceki yılın aynı çeyreğine göre, belediyeler tarafından yapı kullanma izin belgesi verilen yüz ölçüm %78 olarak olup, diğer yetkili idareler tarafından %22 olarak kaydedilmiştir.

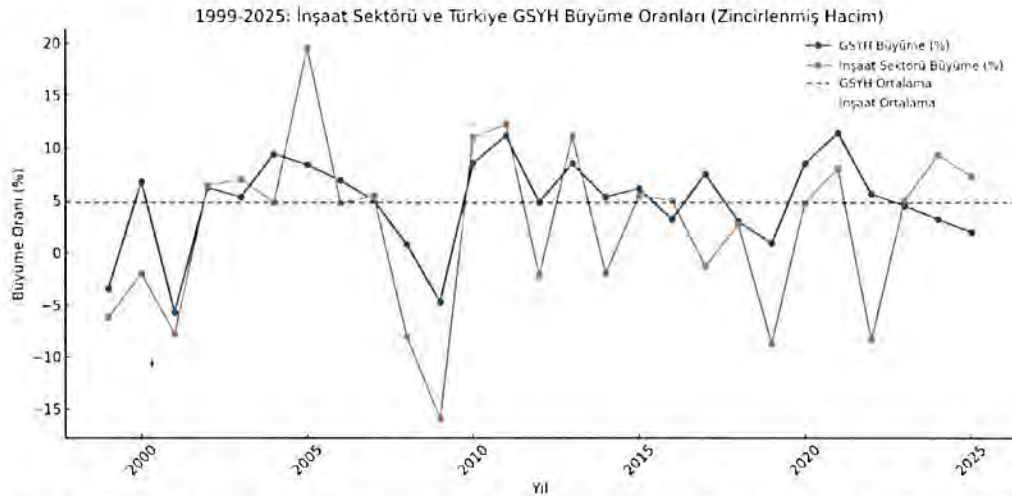
İnşaat Sektörü

2024 yılını reel olarak %9,2 büyüme ile tamamlayan Türkiye inşaat sektörünün, 2025 ve sonrasındaki dönemde büyümeye devam etmesi beklenmektedir. KPMG İnşaat ve Gayrimenkul Sektörel Bakış 2025/2.Çeyrek raporunda benzer şekilde, 2024 yılında reel olarak %3,0 büyüme gösteren Türkiye altyapı sektörünün de 2030 yılına kadar olan projeksiyonlarda, inşaat sektörüne benzer olarak kendi büyüme trendini azalarak da olsa sürdüreceği tahmin edilmektedir.

İnşaat ve Altyapı Büyüme Öngörülleri							
		2021	2022	2023	2024	2025P	2030P
İnşaat Sektörü Değeri	mia TL	367	733	1.458	2.581	3.541	7.632
İnşaat Sektörü Reel Büyümesi	%, yıllık	(0,6)	(7,1)	7,2	9,3	4,9	3,5
İnşaatın GSYH'deki Payı	%	5,1	4,9	5,5	5,9	5,4	4,6
Altyapı Sektörü Değeri	mia TL	139	292	568	947	1.27	2.577
Altyapı Sektörü Reel Büyümesi	%, yıllık	4,1	(2,2)	4,7	3,0	2,6	2,0
Altyapının GSYH'deki Payı	%	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	1,6

Kaynak: Fitch Solutions

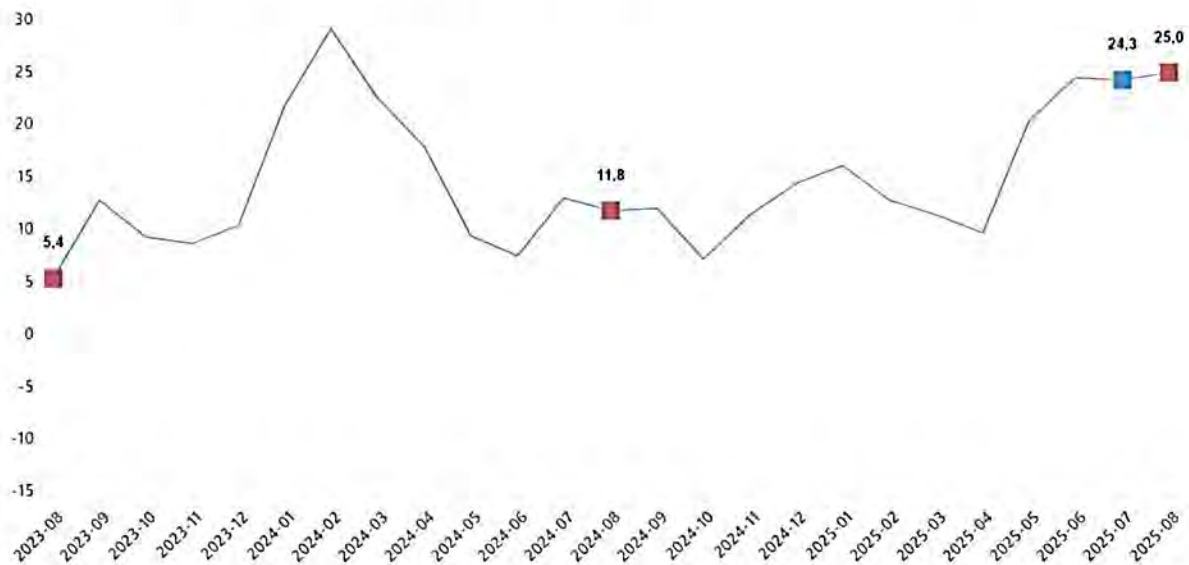
1999'dan 2025'in ilk çeyreğine kadar olan dönemde zincirlenmiş hacim yöntemiyle hesaplanan büyüme oranlarına göre, inşaat sektörü Türkiye ekonomisine kıyasla daha dalgalı bir seyir izlemiştir. Özellikle 2005, 2010, 2013 ve 2024 yıllarında çift haneli büyümelerle dikkat çeken sektör, 2001, 2009, 2018 ve 2020 gibi kriz dönemlerinde ise GSYH'den daha sert daralmalar yaşamıştır. Buna karşılık GSYH büyümesi daha istikrarlı bir çizgi izlerken, uzun vadede inşaat sektörünün üzerinde ya da altında kaldığı dönemler dönüşümlü olarak gözlemlenmiştir. 2023 ve 2024 yıllarında ise inşaat sektörünün yeniden ivme kazandığı, GSYH büyümesinin ise daha ılımlı seyrettiği görülmektedir. Bu durum, inşaat sektörünün dönemsel olarak büyümeye önemli katkılar sağlasa da makroekonomik dalgalanmalardan hızlı etkilendiğini ortaya koymaktadır.



Kaynak: TÜİK - Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, Zincirlenmiş Hacim Endeksi, Hazine ve Maliye Bakanlığı - Ekonomik Göstergeler Raporları

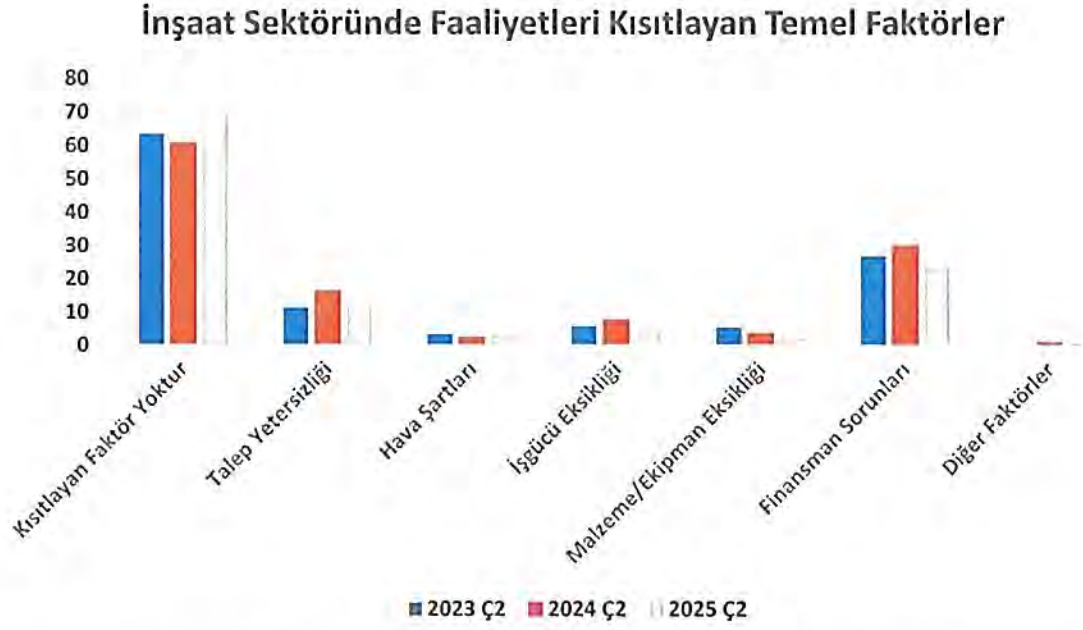
Quarter	Number of Employees
1Ç22	1,600
2Ç22	1,800
3Ç22	1,900
4Ç22	2,000
1Ç23	1,800
2Ç23	1,900
3Ç23	2,050
4Ç23	2,080
1Ç24	2,020
2Ç24	2,100
3Ç24	2,200
4Ç24	2,180
1Ç25	2,050
2Ç25	2,150
3Ç25	2,350

(Kaynak: TÜİK, Dönemsel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla, 2. Çeyrek)



2025 yılı ikinci çeyreğinde Türkiye inşaat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin ortalama %69,6'i, faaliyetlerini kısıtlayan herhangi bir faktörün bulunmadığını belirtmiştir. Finansman sorunları, ortalama %23,4 ile girişimleri kısıtlayan temel unsur olmaya devam etmiştir. Bunu takip eden talep yetersizliği, %11,8 ortalama ile sektörü kısıtlayan başlıca ikinci faktör olarak ön planda kalmıştır.

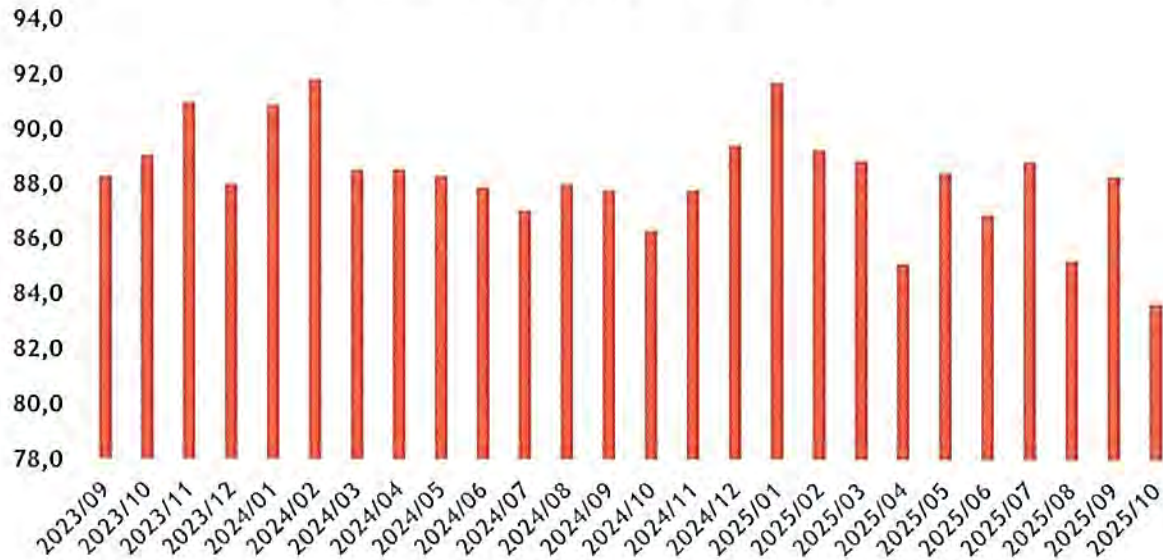
İnşaat Sektöründe Faaliyetleri Kısıtlayan Temel Faktörler



(Kaynak: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2025/04/Gayrimenkul%20Sekt%C3%B6rel%20Bak%C4%B1%C5%9F%202024%204.%20%C3%87eyrek.pdf>)

Türkiye inşaat sektöründe faaliyet göstermekte olan şirketlerin 2025/Ç2'te ortalama %69,6'sı faaliyetlerini kısıtlayan herhangi bir faktörün olmadığını açıklarken, finansman sorunları ortalama %23,4 seviyesindeki payıyla girişimleri sınırlandıran birincil faktör olmaya devam etmiştir. Kısıtlayıcı unsurlarda finansman sorunlarının ardından gelen talep yetersizliği ise 2025/ Ç2 de %11,8'lik ortalamaya sahip olarak önceki dönemlerde olduğu gibi faaliyetleri kısıtlayan faktörlerdeki sırasını korumaya devam etmiştir.

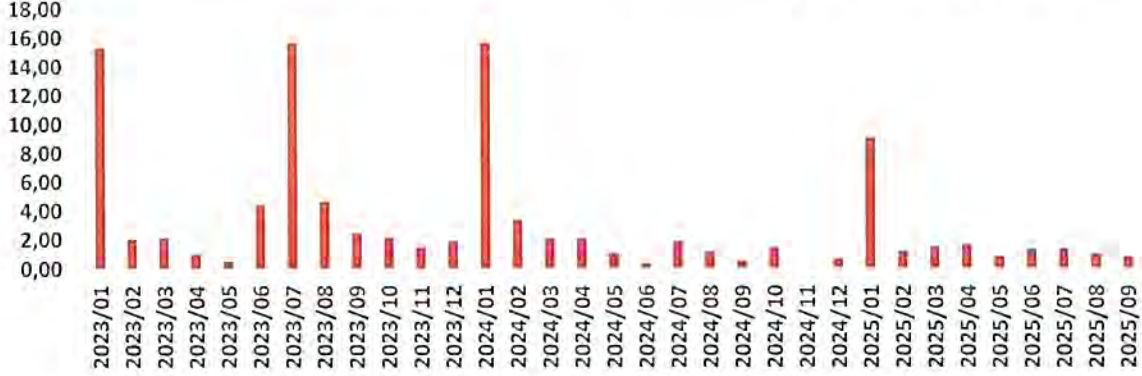
İnşaat Sektörü Güven Endeksi



(Kaynak: TÜİK, Hizmet, Perakende Ticaret ve İnşaat Güven Endeksleri, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Ekonomik-Guven-Endeksi-Temmuz-2025-54103>)

İnşaat maliyetleri sektörde karlılığı ve gayrimenkullerin fiyatlarını etkileyen en önemli unsurlardan biridir. İnşaat maliyet endeksi, 2025 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %0,87 arttı, bir önceki yılın aynı ayına göre %23,18 arttı. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %0,90 arttı, işçilik endeksi %0,82 arttı. Ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %19,32 arttı, işçilik endeksi %30,99 arttı.

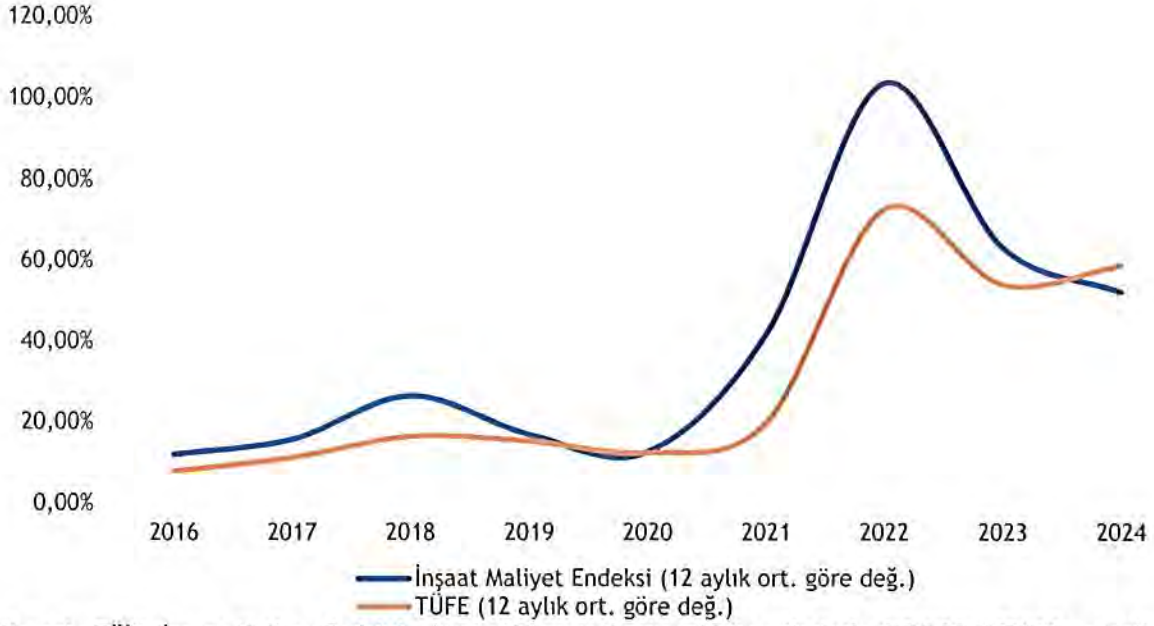
İnşaat Maliyet Endeksi (Bir Önceki Aya Göre Değişim)



(Kaynak: [https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Insaat-Maliyet-Endeksi-Eylul-2025-53889#:~:text=T%C3%9C%C4%B0K%20Kurumsal&text=%C4%B0n%C5%9Faat%20maliyet%20endeksi%2C%202025%20y%C4%B1l%C4%B1,endeksi%20%250%2C82%20arttı%C4%B1.\)](https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Insaat-Maliyet-Endeksi-Eylul-2025-53889#:~:text=T%C3%9C%C4%B0K%20Kurumsal&text=%C4%B0n%C5%9Faat%20maliyet%20endeksi%2C%202025%20y%C4%B1l%C4%B1,endeksi%20%250%2C82%20arttı%C4%B1.)))

On iki aylık ortalamalara göre değişim ile hesaplanan İnşaat maliyet endeksi ve TÜFE ilişkisini incelediğimizde 2016-2020 döneminde inşaat maliyet endeksinin TÜFE'nin hafif üzerinde seyrettiği gözlemlenmektedir. 2021-2022 döneminde inşaat maliyet endeksi ile TÜFE arasındaki makas açılmış olup, inşaat maliyetlerindeki artış çok daha yüksek olmuştur. 2023 yılı itibarıyla inşaat maliyet endeksi ile TÜFE'nin tekrardan yakınsadığı görülmektedir. 2024 yılında ise İnşaat maliyet endeksinin TÜFE'nin altında seyrettiği görülmektedir.

Dönem	İnşaat Maliyet Endeksi (12 aylık ort. göre değ.)	TÜFE (12 aylık ort. göre değ.)
2016	11,9%	7,8%
2017	15,6%	11,1%
2018	26,3%	16,3%
2019	16,8%	15,2%
2020	12,5%	12,3%
2021	41,3%	19,6%
2022	103,3%	72,3%
2023	63,0%	53,9%
2024	52,0%	58,5%



(Kaynak: TÜİK, İnşaat Maliyet Endeksi, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=%C4%B0nC5%9Faat-Maliyet-Endeksi-Mart-2025-53894&dil=1.>),
(<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Enflasyon+Verileri/Tuketiciler+Fiyatları>)

Yapı ruhsatı ve yapı kullanım izinleri inşaat sektörü için önemli olan diğer unsurlardandır. Aşağıdaki tabloda belediyeler tarafından yapı ruhsatlarının bina sayısı, m² yüz ölçümü ve daire sayısı dönemler itibarıyla aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Dönem	Bina Sayısı	Yüz ölçümü(m ²)	Daire Sayısı
2015	125.741	189.674.525	897.230
2016	134.099	206.971.538	1.006.650
2017	161.921	287.333.966	1.405.447
2018	104.509	149.438.529	669.165
2019	55.717	73.351.564	319.720
2020	96.169	112.621.366	555.132
2021	138.535	151.476.324	726.649
2022	127.880	146.157.001	699.960
2023	139.711	168.202.851	857.867
2024	123.403	148.900.240	766.103
2025/3Ç	112.432	146.981.765	754.791

(Kaynak: TÜİK, Yapı İzin İstatistikleri 3. Çeyrek, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Yapi-izin-Istatistikleri-III.-Çeyrek:-Temmuz-Eylul,-2025-54152&dil=1#:~:text=T%C3%9C%C4%B0K%20Kurumsal&text=Bir%20%C3%B6nceki%20y%C4%B1l%C4%B1n%20ayn%C4%B1%20%C3%A7eyre%C4%9Fine,y%C3%BCz%C3%B6l%C3%A7%C3%BCm%2042%2C6%20arttı%C4%B1.&text=2025%20y%C4%B1l%C4%B1%20III.%20%C3%A7eyre%C4%9Finde%20yap%C4%B1%20ruhsat%C4%B1%20verilen%20toplam%20y%C3%BCz%C3%B6l%C3%A7%C3%BCm%C3%BCn%2C%2025,dil=C4%9Fer%20yetkili%20idareler%20taraf%C4%B1ndan%20verildi.>)

Konut Sektörü

TÜİK Konut Satış İstatistikleri verilerine göre 2023 yılında artan maliyetler ve arz sıkıntısı nedeniyle yükselen konut fiyatları, 2022 yılında olduğu gibi, konut satış sayısının bir önceki yıla göre düşmesine sebep olmuştur. 2023 yılında, konut satışlarında Türkiye genelinde %17,5 İstanbul'da ise %23,5'lik bir düşüş yaşanmıştır. 2024 yılının ilk çeyreğinde Türkiye genelinde konut satışları 279,6 bin adet düzeyiyle düşüş trendini sürdürmüştür. Konut satışı sayısı konut fiyatlarındaki ani yükseliş, konut kredisi faiz oranlarındaki artış, krediye erişim zorluğunun devam etmesi ve ipotekli konut satışlarındaki azalışla 2023 yılının aynı dönemine göre %1,3 gerileme kaydetmiştir. 2024 yılının ilk çeyreğinde İstanbul 48,8 bin adet ile Türkiye genelinde en çok konut satışı yapılan şehir olmuştur. 2024 ilk yarısına baktığımızda ise konut satışlarında Türkiye genelinde %3,7, İstanbul'da ise %3,6'lık bir düşüş gözlemlenmektedir.

2024 yılının ilk yarısında konut satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,7 oranında azalış kaydetmiş olup, yaklaşık 545.074 adet olarak gerçekleşmiştir. Yabancılar yapılan satışlar 2024 yılının ilk yarısında 10.548 olurken, yabancılar satışlarının toplam satıştaki payı %1,94 olarak gerçekleşmiştir. Satış şekline göre yapılan değerlendirmede ise ipotekli satışlarda bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %57,7 oranında düşüş kaydederek, 51.415 adet olarak gerçekleşmiştir. İpotekli satışların toplam satışlar içerisindeki payı 2024 yılının ilk yarısında %9,43 olarak gerçekleşmiştir. İpotekli satışlardaki gerilemenin ana unsuru konut kredisindeki yükselen faiz oranlarıdır. (Kaynak: Cushman & Wakefield Türkiye Gayrimenkul Pazarı Görünümü İlk Yarı 2024 Raporu, <https://cw-tr.com/tr/haber-detay/1787/turkiye-gayrimenkul-pazarı-gorunumu-ilk-yari-2024>).

Kullandırılan Konut Kredisi						
	Ç3'21	Ç4'21	Ç1'22	Ç2'22	Ç3'22	Ç4'22
Kullandırılan kredi toplamı (milyon TL)	20.051	32.169	26.698	51.710	23.733	22.685
Kullandırılan kredi sayısı (adet)	79.258	113.022	72.723	105.584	58.083	55.292

Kullandırılan Konut Kredisi							
	Ç1'23	Ç2'23	Ç3'23	Ç4'23	Ç1'24	Ç2'24	Ç3'24
Kullandırılan kredi toplamı (milyon TL)	46.703	62.486	22.619	10.776	24.078	20.689	36.916
Kullandırılan kredi sayısı (adet)	60.683	66.458	33.150	15.143	26.372	21.875	36.789

(Kaynak: <https://www.tbb.org.tr/istatistiki-raporlar/2025-mart-tuketici-kredileri-ve-konut-kredileri>)

Nisan-Haziran 2025 döneminde 6,5 milyon kişiye, yaklaşık 644 milyar TL tutarında tüketici kredisi ve konut kredisi kullandırılmıştır. İkinci çeyrekte kullandırılan kredi miktarı geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 58, bir önceki döneme göre ise yüzde 6 büyümüştür. Aynı dönemde kredi kullanan kişi sayısı 2024 yılının aynı dönemine göre değişmezken, bir önceki çeyreğe göre ise yüzde 1 azalmıştır. Haziran 2025 itibarıyla tüketici kredileri ve konut kredileri bakiyesi 1,7 trilyon TL, kredi kullanan toplam kişi sayısı ise yaklaşık 22 milyon kişidir. Toplam kişi sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 19 oranında, bir önceki çeyreğe göre ise yüzde 5 oranında azalmıştır. Tüketici kredisi ve konut kredileri toplam bakiyesi bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 24, bir önceki çeyreğe göre ise yaklaşık yüzde 7 oranında büyümüştür. (tuketici-kredileri-haziran-2025.pdf)

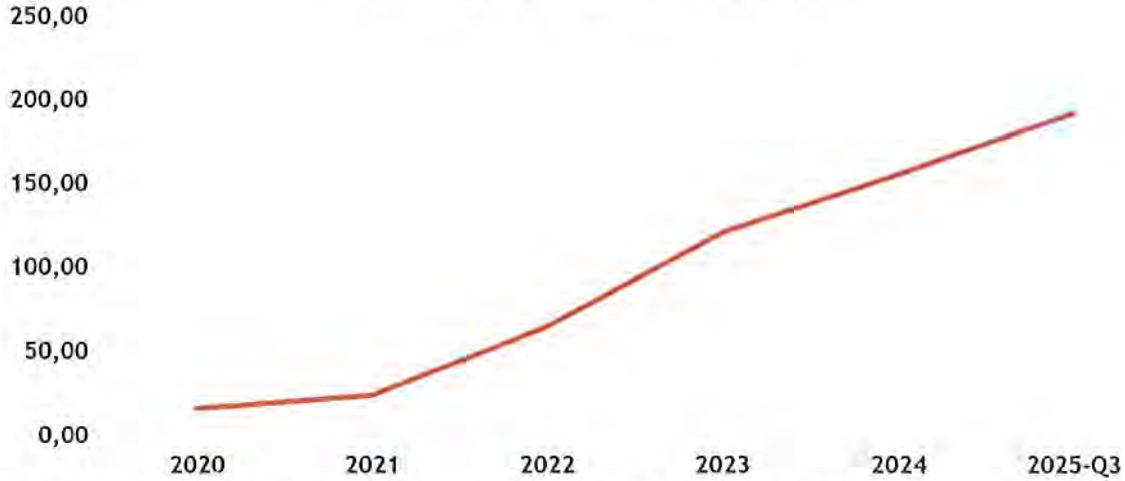
2025 yılına bakıldığında ise 2025 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre %2 oranında artış göstererek 186 olarak gerçekleşmiş olup, bir önceki yılın aynı ayına göre nominal olarak %32,8 artış göstermiştir.

Tablo 1: Konut Fiyat Endeksleri (2023=100)

				
Konut Fiyat Endeksi	198,8	186,9	219,4	194,7
Yıllık Değişim	%31,6	%32,4	%38,4	%30,7
Aylık Değişim	%1,6	%2,7	%1,0	%1,8

(Kaynak: TCMB, Konut Fiyat Endeksi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d/KFE.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8bbac42a-c854-4c58-8b0c-e7e55c35ec2d-p5p.7h->)

Konut Fiyat Endeksi (KFE)



2025 yılı üçüncü çeyreğinde konut satışları toplamı 164.306 adet olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılının aynı dönemine göre %16,2 civarında bir artış görülmüştür. Aynı dönemde satışların 23.527 adeti ipotekli olarak gerçekleşirken bir önceki yılın aynı dönemine göre %64'lük bir artışı işaret etmektedir. İlgili dönemde ilk el satışlar 54.866 adet, ikinci el satışlar ise 109.440 adet olarak kaydedilmiştir. Yabancı uyruklu kişilerin Türkiye'den 2025 yılının Ekim ayında aldığı konut adedi 2.106 olmuştur. (Kaynak: <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Ekim-2025-54145>)

Ofis ve Ticari Gayrimenkul Sektörü

TCMB'nın yayınlamış olduğu Ticari Gayrimenkul Fiyat Endeksi'nde (2023=100), Türkiye genelinde 2025 yılı üçüncü çeyreğinde Türkiye genelinde, bir önceki çeyreğe göre % 5,3 oranında artan TGFE, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre nominal olarak % 30 oranında artmış, reel olarak ise % 2,4 oranında azalmıştır.

Türkiye genelinde, 2025 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 5,2 oranında artan Dükkan Fiyat Endeksi, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre nominal olarak yüzde 30,0 oranında artmış, reel olarak ise yüzde 2,4 oranında azalmıştır. Aynı çeyrekte, bir önceki çeyreğe göre yüzde 5,9 oranında artan Ofis Fiyat Endeksi bir önceki yılın aynı çeyreğine göre nominal olarak yüzde 29,6 oranında artmış, reel olarak ise yüzde 2,7 oranında azalmıştır.

Üç büyük ildeki gelişmeler değerlendirildiğinde, İstanbul, Ankara ve İzmir'in ticari gayrimenkul fiyat endeksleri, 2025 yılı üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre, sırasıyla yüzde 3,2, 5,2 ve 3,0

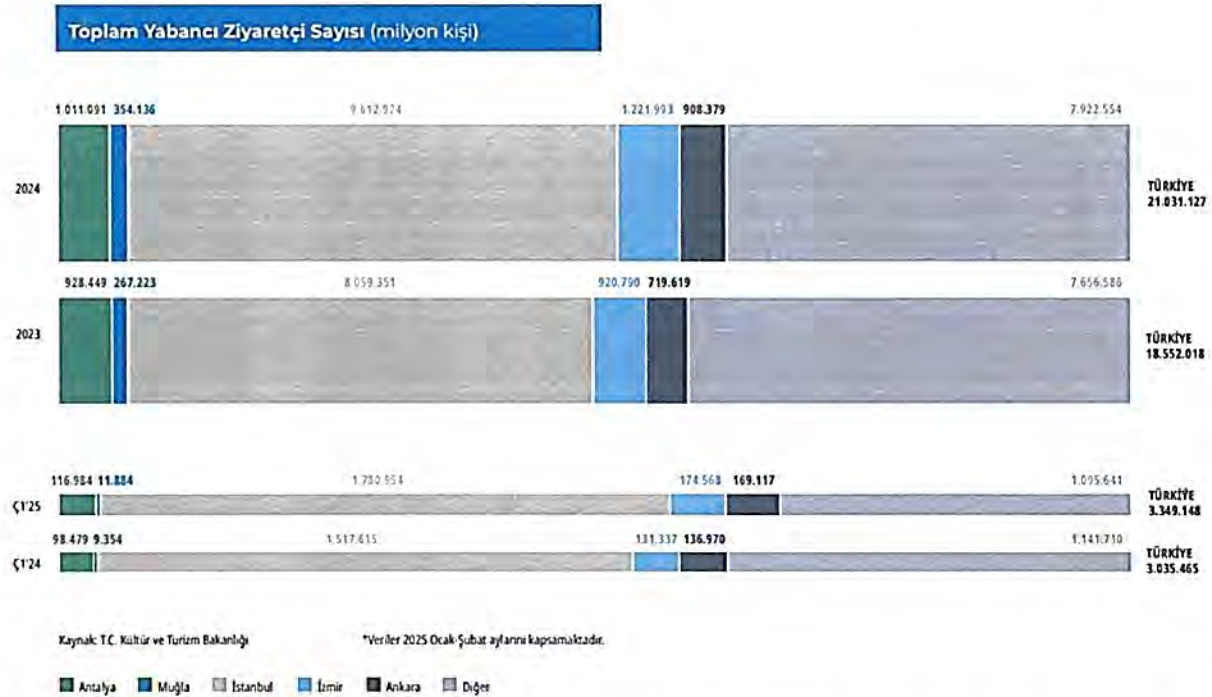
oranlarında artış göstermiştir. Endeks değerleri bir önceki yılın aynı çeyreğine göre, İstanbul, Ankara ve İzmir’de sırasıyla yüzde 23,3, 32,0 ve 31,9 oranlarında artış göstermiştir.



(Kaynak: TCMB, Ticari Gayrimenkul Fiyat Endeksi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1d317a23-f499-461e-8963-bf954ff20a41/TGFE-Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1d317a23-f499-461e-8963-bf954ff20a41-pGgDgYD>)

Turizm ve Otel Piyasası

Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından açıklanan Sınır Giriş istatistiklerine göre, 2025 yılının Ocak-Eylül döneminde ülkemize gelen yabancı ziyaretçi sayısında, 2024 yılının aynı dönemine nazaran %0,7 oranında düşüş yaşandı. Yabancı ziyaretçi sayısı, 2025 yılının ilk 9 ayında 41,5 milyona geriledi. Ocak-Eylül 2025 döneminde yurt dışında yaşayan vatandaş ziyaretçi sayısı ise geçen yılın aynı dönemine göre %15 oranında artışla 8,5 milyon sınırına yaklaştı. Yabancı ziyaretçi ve yurt dışında yaşayan vatandaş ziyaretçilerin toplamından oluşan ziyaretçi sayısı ise %1,6 artışla 49,9 milyona yükselmiş oldu.



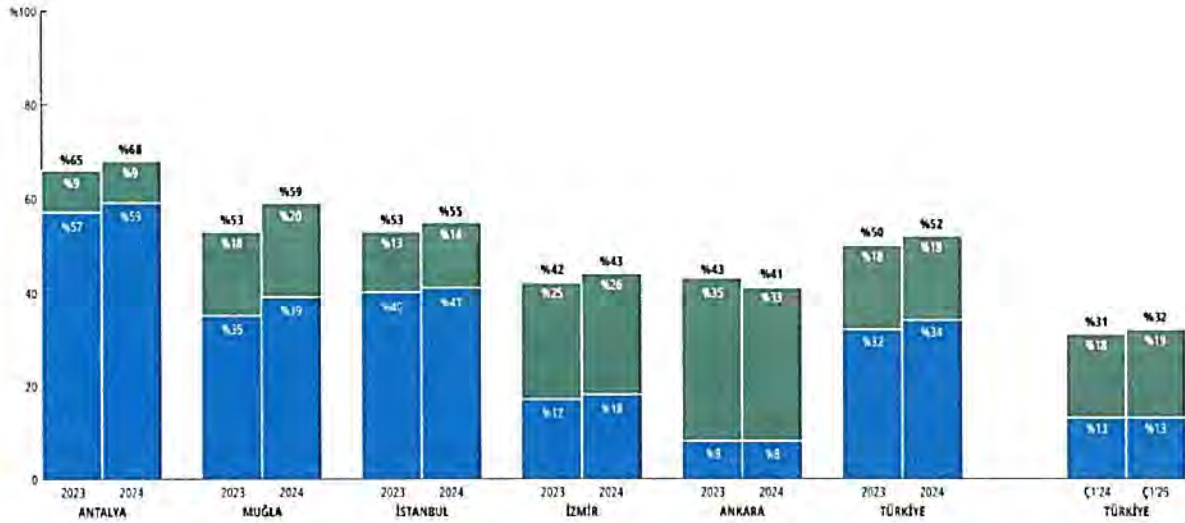
Ocak-Eylül ayları toplamında İstanbul’a gelen yabancı ziyaretçi sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %0,97 oranında artarak 14,1 milyona yükselirken, Antalya’ya gelen ise %0,38 oranında düşüşle 13,2 milyon kişiye geriledi ve İzmir’e gelen yabancı ziyaretçi sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %5,1 düşüşle 1.3 milyon kişiye geriledi. 2025’in ilk 9 aylık döneminde en çok ziyaretçi Rusya’dan geldi. Rusya’yı Almanya, İngiltere, İran ve Bulgaristan izledi. (TÜRSAB, Eylül 2025)

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi Bulvarı, Etiler, Beşiktaş, İstanbul
F-2/1 Blok No: 19 Beşiktaş/34335 İSTANBUL
Tel: (212) 520 52 00 Fax: (212) 520 52 00
E-posta: bilgi@vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 57225
Boğaziçi Kurumları V.D. 922 008 8659
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Bu çeyrekte turizm harcamalarının %73,8'i gezi, eğlence ve kültürel faaliyetlerinden, %17,3'ü ziyaret ve diğer amaçlardan oluşmaktadır. Gelen turistlerin ortalama harcamaları yaklaşık 733 dolar olarak kaydedilmiştir. (TÜİK, Turizm İstatistikleri 2025 III.Çeyrek)

Tesis Sayıları İşletme Belgeli ve Yatırım Belgeli tesis sayıları incelendiğinde Türkiye genelinde toplam 882.000 oda kapasitesiyle 21.417 işletme belgeli, 66.000 oda kapasitesiyle 627 yatırım belgeli konaklama tesisi olduğu görülmektedir. İşletme belgeli tesislerin şehir kırılımlarına bakıldığında birinci sırayı 3.089 tesis ve 125.000 oda kapasitesiyle İstanbul çekmekte, onu takiben 2.840 tesis ve 109.000 oda kapasitesiyle Muğla gelmektedir. Antalya ise 2.650 işletme belgeli tesise ve 290.000 oda arzına sahiptir. Yatırım belgeli tesisler göz önünde bulundurulduğunda yakın gelecekte mevcut otel arzına dahil olacak 627 tesis içinde en büyük payı 85 tesis ve yaklaşık 8.000 oda kapasitesiyle İstanbul almakta, onu takiben 80 tesis ve 15.000 oda kapasitesiyle Antalya, 60 tesis ve 7.000 oda kapasitesiyle Muğla gelmektedir. 2025 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla Türkiye genelinde yatak doluluk oranı %61 olarak kaydedilmiştir. 2025 yılı üçüncü çeyreğine bakıldığında yatak doluluğu en yüksek olan şehir %87 ile Antalya, onu takiben %64 ile Muğla ve %59 ile İstanbul gelmektedir. Ankara ve İzmir'in yatak doluluk oranları sırasıyla yaklaşık %44 ve %43 olmuştur. Milliyetlere göre geliş dağılımı incelendiğinde, 2025 yılının üçüncü çeyrek verilerine göre 5,5 milyon giriş ile Rusya birinci, 5,2 giriş ile Almanya ikinci, 3,5 milyon giriş ile İngiltere üçüncü sırada yer almaktadır. 2024 yılının aynı dönemine kıyasla Rusya'dan gelen turist sayısı %1 artmış, Almanya'dan gelen turist sayısında %1,2 oranında bir artış yaşanmış, İngiltere'den gelen turist sayısı ise %3,7 azalmıştır. Oda fiyatları ise yine 2024 yılının üçüncü çeyreğine kıyasla %6,8 artış göstererek, 2025 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye genelinde ortalama 100 Dolar olarak kaydedilmiştir. (TÜİK, Turizm İstatistikleri 2025 III.Çeyrek)

Beş Büyük Şehir Otel Doluluk Oranı (%)



Kaynak: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

Turizm Bakanlığı'nın yayınlamış olduğu doluluk oranları oda doluluğunu değil yatak doluluğunu göstermektedir.

■ Toplam ■ Yerli ■ Yabancı

*Ç1'25 Verileri Ocak - Şubat aylarını kapsamaktadır.

Türkiye Doluluk ve Oda Fiyatları - STR Verileri								
	Doluluk (%)				ADR (€)			
	2023	2024	Q1'24	Q1'25	2023	2024	Q1'24	Q1'25
İSTANBUL	64,8	69,2	58,3	59,0	87,66	10,17	88,89	103,32
İSTANBUL Değişim	%6,8		%1,2		%25,7		%16,2	
ANKARA	56,3	58,4	54,4	55,3	50,61	76,80	70,14	83,68
ANKARA Değişim	%3,7		%1,7		%51,7		%19,3	
İZMİR	60,4	64,8	52,3	53,2	63,53	91,65	80,31	98,25
İZMİR Değişim	%7,3		%1,7		%44,3		%22,3	
BODRUM	40,7	41,1	16,7	12,0	384,46	515,58	75,46	114,15
BODRUM Değişim	%1,0		-28,1		%34,1		%51,3	
TÜRKİYE	59,3	62,6	52,5	52,8	80,89	106,46	76,63	91,84
TÜRKİYE Değişim	%5,6		%0,6		%31,6		%19,8	

İstanbul ve Emsal Şehirler - STR Verileri								
	Doluluk (%)				ADR (€)			
	2023	2024	Q1'24	Q1'25	2023	2024	Q1'24	Q1'25
İSTANBUL	64,8	69,2	58,3	59,0	87,66	110,17	88,89	103,32
İSTANBUL Değişim	%6,8		%1,2		%25,7		%16,2	
LONDRA	79,9	81,0	72,9	72,6	228,41	228,07	187,76	183,33
LONDRA Değişim	%1,4		-9,4		-0,1		-2,4	
DUBAİ	77,3	78,1	81,1	82,2	165,07	165,47	197,44	201,84
DUBAİ Değişim	%1,0		%1,4		%0,2		%2,2	

Kaynak: Costar

*Q1'25 Verileri Ocak Mart aylarını kapsamaktadır.

Sağlık Turizmi

Sağlık sektörü finansal anlamda zorluk yaşayan bir sektör olup, devletler için ciddi kaynak ayırmayı gerektirmektedir.

2019 yılında, Covid-19 pandemisi öncesi dönemde, OECD ülkeleri sağlık harcamalarına ortalama GSYİH'larının yaklaşık %8,8'ini ayırmaktaydı; ancak 2021 yılında bu oran %9,7'ye yükselmiştir.

ABD, 2021 yılında GSYİH'sının %17,4'ünü ve 2022 yılında ise %16,6'sını ayırarak GSYİH'ya oranla en fazla sağlık harcaması gerçekleştiren ülke olmuştur. ABD'nin ardından GSYİH'ya oranla en fazla kaynak ayıran ülke Almanya olmuştur. Almanya, 2021 yılında GSYİH'sının %12,9'unu ve 2022 yılında ise %12,7'sini sağlık harcamalarına ayırmıştır. Türkiye ve diğer gelişen ülkelerde GSYİH'ya oranla ayrılmış olan kaynaklar daha kısıtlıdır. Türkiye, 2021 yılında GSYİH'sının %4,6'sını ve 2022 yılında ise %4,3'ünü ayırmıştır (Kaynak: OECD, <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SHA>).

Türkiye'de Sağlık Sektörü

TÜİK'in hazırladığı Turizm İstatistikleri verilerine göre 2019 yılında sağlık turizmi ve turistin sağlığı kapsamında ülkemizde 756.926 hasta sağlık hizmeti almıştır. Sağlık ve tıbbi nedenlerle gelen yabancı ziyaretçi ve yurt dışında ikamet eden vatandaş ziyaretçilerden elde edilen turizm geliri 2019 yılında 1.459.132 bin ABD Doları tutarında gerçekleşmiştir.

2020 yılında yaşanan küresel salgın sebebiyle sağlık turisti sayısında gözle görülür bir azalma meydana gelmiştir. 435.691 hasta, sağlık hizmeti almak için Türkiye'yi tercih etmiştir. Sağlık turizmi ve tıbbi nedenlerle gelen yabancı ziyaretçi ve yurt dışında ikamet eden vatandaş ziyaretçilerden elde edilen turizm geliri, 2020 yılında 1.371.189 bin ABD Doları gerilemiştir.

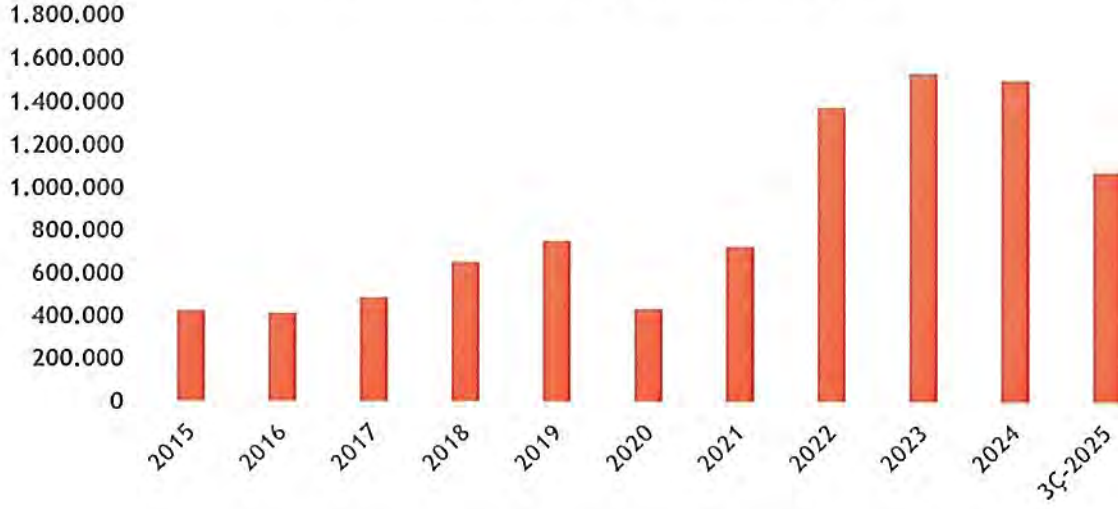
2022 yılında toplam 1.381.807 kişi sağlık hizmeti almak için ülkemize gelmiş ve buradan elde edilen gelir 2.206.750 bin ABD Doları tutarında gerçekleşmiştir.

2023 yılında toplam 1.538.643 kişi sağlık hizmeti almak için ülkemize gelmiş ve buradan elde edilen gelir 3.006.092 bin ABD Doları tutarında gerçekleşmiştir.

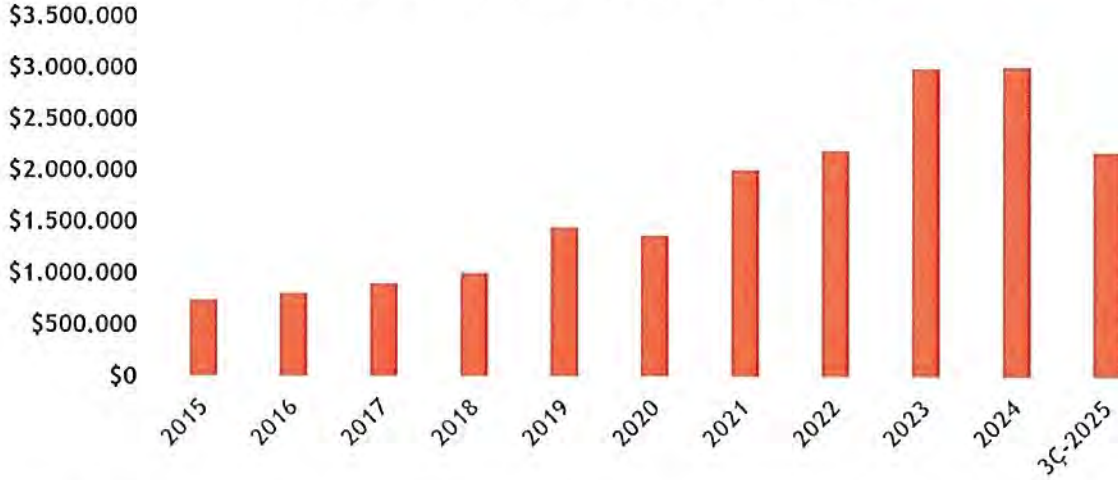
2024 yılında toplam 1.506.442 kişi sağlık hizmeti almak için ülkemize gelmiş ve buradan elde edilen gelir 3.022.957 bin ABD Doları tutarında gerçekleşmiştir.

2025 yılı üçüncü çeyreğinde 1.080.387 kişi sağlık hizmeti almak için ülkemize gelmiş ve buradan elde edilen gelir 2.185.974 bin ABD Doları tutarında gerçekleşmiştir.

Ülkemize Gelen Sağlık Turist Sayısı



Sağlık Turizm Gelirleri (Bin USD)



Kaynak: <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Turizm-Istatistikleri-I.-Ceyrek:-Ocak-Mart,-2025-54155>

Şirket halka arz olduktan sonra BİST GYO endeksinde işlem görecektir. BİST GYO endeksinde 48 şirket bulunmaktadır. Endekste bulunan şirketlerin toplam piyasa değeri 24.11.2025 tarihi itibarıyla 760,4 Milyar TL değerine ulaşmaktadır.

BİST GYO endeksindeki şirketlerin net satışları aşağıda belirtilmiştir:

XGMYO		Net Satışlar			
Hisse Kodu	Şirket	2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.109.172.221	708.013.383	579.819.626	612.987.787
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	136.366.770	273.672.445	299.764.127	291.808.906
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	40.870.202	37.413.218	87.923.061	424.773.743
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	946.350.358	1.580.810.406	1.216.284.193	1.166.934.787
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	436.753.429	720.281.212	783.498.253	753.255.814
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	1.701.787.022	3.720.861.035	3.296.338.460	3.109.824.484
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	246.599.486	410.995.366	311.659.490	448.186.621

YAKİF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:16 Beşiktaş 34355 İSTANBUL
Tel: (212) 362 35 77 Fax: (212) 362 35 70
www.yakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 267228
Boğaziçi Kurumlar Y.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922008839900017

ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	249.527.275	33.114.571	49.171.155	156.998.110
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	173.117.001	102.708.791	28.726.390	31.995.245
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	26.408.025	30.038.574	228.467.064	39.202.387
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	5.893.908.897	4.451.047.681	7.452.978.176	5.082.729.765
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	34.705.943.951	41.988.279.899	36.695.616.273	30.808.572.994
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	167.478.269	159.307.564	970.795.800	126.442.047
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	476.659.617	791.931.515	801.570.945	811.702.809
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	1.355.050.386	1.098.112.599	482.342.925	97.873.421
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	1.127.581.132	325.137.324	90.305.610	861.022.244
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	20.517.939.000	40.283.010.000	31.522.873.000	60.130.013.000
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	142.454.543	2.021.013.787	1.719.361.853	487.744.259
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	267.918.823	3.971.381.542	918.599.288	119.833.420
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	298.257.253	1.998.587.037	1.721.005.923	6.981.344.231
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	2.038.154	20.085.148	78.191.047	24.417.849
ISGYO	İş G.M.Y.O.	1.452.555.820	1.650.691.738	4.047.859.179	2.339.643.368
KGYO	Koray Gmyo	247.476.243	310.659.187	301.727.670	279.014.000
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	2.289.281.000	338.482.000	8.714.476.000	254.444.000
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	84.686.332	126.929.045	167.590.025	215.788.964
KZBGY	Kızılıbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	-	-	6.872.830.474	1.165.126.028
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	338.424.567	841.441.957	874.747.156	754.131.762
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	112.747.945	198.824.136	238.957.591	261.160.380
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	34.403.116	78.219.951	148.325.857	162.443.155
MSGYO	Mistral G.M.Y.O	172.061.038	167.367.577	169.255.485	117.073.782
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	2.068.203.578	194.829.955	1.278.235.790	355.974.019
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	230.770.970	122.818.164	78.944.601	100.339.416
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	6.223.899.845	3.115.600.949	5.691.053.295	4.146.405.939
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	314.661.190	650.460.884	758.184.743	757.756.886
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	310.474.604	1.294.166.990	141.392.796	914.127.043
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	4.570.134.371	2.682.228.155	505.700.032	254.445.319
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	961.687.985	2.413.902.356	3.336.431.564	2.558.220.245
SEGYO	Şeker G.M.Y.O.	195.271.339	205.395.026	477.203.096	177.607.254
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	2.351.772.117	2.456.346.351	3.421.952.023	2.198.594.114
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	1.578.186.763	1.423.395.375	1.276.213.623	1.731.130.070
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	-	-	-	-
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	150.282.694	129.438.254	61.136.727	25.671.629
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	5.177.132.000	7.013.862.000	12.273.568.000	6.685.423.000
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	93.598.236	152.052.382	161.442.567	154.328.969
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	6.733.685.660	2.047.542.526	6.079.520.871	1.740.817.145
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	-	-	254.081.573	139.414.018
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O	1.163.596.575	2.082.548.975	2.281.164.168	2.180.255.225
ZRGYO	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.339.390.170	5.069.877.679	3.467.882.533	1.816.384.463
Toplam		108.216.565.972	139.492.884.709	152.415.180.098	144.053.384.116

BİST GYO endeksindeki şirketlerin özkaynakları aşağıda belirtilmiştir:

Hisse Kodu	XGMYO Şirket	Özkaynaklar			
		2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.375.294.670	6.607.226.889	9.012.762.490	9.008.810.786
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	2.965.120.571	5.218.218.631	5.780.916.606	5.546.127.831
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2.056.949.441	4.276.307.122	5.805.804.450	6.947.836.833
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	13.032.916.226	22.787.221.187	29.306.282.084	30.235.868.083
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	5.410.164.476	8.200.707.783	9.183.477.509	8.878.507.638
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	16.903.759.440	29.211.677.518	40.063.111.238	40.926.885.293
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	9.682.435.248	15.535.347.350	16.711.841.042	17.257.459.010
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	8.082.342.817	21.499.299.495	18.612.479.120	17.164.014.479
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	389.904.580	609.831.816	705.156.867	706.527.426
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	967.430.982	1.478.708.296	1.961.436.050	1.851.774.521
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	16.493.533.947	29.607.798.385	39.054.635.471	39.452.198.675
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O	11.754.991.666	20.448.677.428	25.623.430.223	27.103.772.809
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	826.707.932	2.654.950.210	5.148.658.283	5.038.374.319
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	5.067.428.711	9.980.659.513	13.433.752.620	13.466.249.890
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	2.450.199.103	3.637.415.302	5.163.486.240	5.220.889.517
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	202.891.098	91.670.232	162.494.170	1.256.267.298
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	62.602.471.000	84.533.176.000	122.064.413.000	129.488.315.000
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.061.906.314	1.879.100.003	2.397.935.623	2.120.338.754
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.864.265.457	3.936.657.319	4.329.356.158	4.566.689.274
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	17.523.739.279	28.987.614.402	40.315.867.164	45.106.123.128
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	198.160.338	333.684.223	332.417.295	297.658.503
ISGYO	İş G.M.Y.O.	23.881.871.955	39.030.144.782	49.055.573.372	48.809.511.402
KGYO	Koray Gmyo	251.911.834	1.289.220.372	1.895.727.543	1.809.067.325
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	10.858.128.000	17.724.933.000	23.307.527.000	22.575.938.000
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	651.370.753	1.136.446.526	1.508.896.296	2.337.662.150
KZBGY	Kızılıbüyük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	9.710.032.039	11.570.188.245	20.915.292.435	21.012.073.550
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	6.490.716.607	11.348.138.930	12.217.268.173	12.303.269.873
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.614.529.748	6.546.283.913	7.491.572.028	7.426.301.705
MARGYO	Martı G.M.Y.O.	3.446.672.915	7.303.764.184	8.942.908.381	10.694.855.315
MSGYO	Mistral G.M.Y.O	2.228.608.511	4.337.663.939	4.619.243.687	4.572.108.833
NUGYO	Nuroi G.M.Y.O.	2.273.002.389	4.377.179.585	6.607.597.506	6.438.879.369
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	3.731.891.492	5.313.244.661	5.830.305.273	5.730.838.466
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	29.408.717.922	49.181.425.090	61.692.784.857	63.217.143.613
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	4.895.611.615	10.685.349.335	13.523.524.863	13.550.397.097
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	3.744.432.358	4.676.398.806	4.245.871.316	6.763.590.207
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	11.180.802.621	18.666.488.982	22.219.698.521	29.336.256.462
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	11.705.725.482	43.597.980.868	56.895.183.098	67.225.605.015

YAKIN YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi, Ebulula Mardin Cad. Park May. Sığası
F-2/1 Blok No: 10 Beşiktaş 34375 İSTANBUL
Tel: 0212 352 05 05 Fax: 0212 352 05 05
www.yakinyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 267275
Gözetim Kurumu: VD 222 008 8359
Mersis No: 0812008835900017

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

BİST GYO endeksindeki şirketlerin net karları aşağıda belirtilmiştir:

XGMYO		Net Kar			
Hisse Kodu	Şirket	2022	2023	2024	2025/09
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	1.075.578.679	553.322.369	1.198.272.143	193.874.069
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	1.310.856.324	937.783.186	-424.052.594	-235.203.072
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	294.534.914	1.695.307.678	-207.730.419	1.142.024.182
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	1.332.820.424	1.048.787.676	1.445.018.330	1.403.466.454
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	-159.353.321	716.908.965	524.404.659	324.164.525
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	3.895.842.441	4.848.900.868	4.010.583.424	1.299.293.695
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	1.243.493.208	1.861.594.885	445.950.916	354.141.991
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	-263.103.888	5.705.267.656	-1.079.755.948	-1.385.444.087
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	212.635.900	46.795.243	40.488.108	1.389.936
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	138.653.527	82.367.246	45.794.573	-74.428.261
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	10.103.162.589	4.708.456.661	7.380.600.157	1.693.454.143
BASGZ	Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O.	-1.816.579.524	5.629.426.189	2.378.919.082	2.969.167.195
BEGYO	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	685.304.605	199.888.445	1.133.298.692	-39.939.413
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	3.965.478.925	2.665.299.853	978.176.125	32.572.059
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	287.646.701	99.441.351	478.564.111	57.403.277
EGEGY	Egeyapı Avrupa G.Y.O.	148.254.354	-42.163.999	-269.079.723	390.060.631
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	1.317.404.000	-5.505.929.000	12.787.471.000	9.080.408.000
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	317.132.553	350.118.044	120.379.992	-277.369.683
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	604.620.728	355.605.427	-259.774.177	238.393.762
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	7.016.223.589	3.716.001.979	1.999.276.756	4.812.895.810
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	26.671.501	-8.919.239	-156.020.738	-34.807.493
ISGYO	İş G.M.Y.O.	8.600.904.852	4.520.884.552	892.029.688	-252.513.364
KGYO	Koray Gmno	-40.388.970	927.362.737	-68.842.925	-85.948.866
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	3.524.337.000	2.046.673.000	857.759.000	-731.248.000
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	95.946.750	195.698.386	66.766.441	131.459.640
KZBGY	Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3.209.564.850	-2.449.696.713	1.278.533.738	96.759.953

Aksoy Bah. Etüdü, Maras Cad. Park Mera Sımsı
F-2/A Blok No: 8 Beşiktaş 34135 İstanbul
Tic. Sic. No: 273523 / Ş. Sic. No: 273523
E-posta: info@aksoybah.com.tr
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8351
Mersis No: 09220 0383 500001

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

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

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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Ebulha Maden Cad. Park Plaza Bld.
F-1A Blok No: 18 Etiler/Şişli/İstanbul 34335
Tic. Sic. No: 270917 / Mersis No: 08030015000000000000000000
Kurumlar Kanunu No: 6722
Başlıca Kurumlar Y.O. No: 920/009/000
Mersis No: 0-0220-0883-5000017

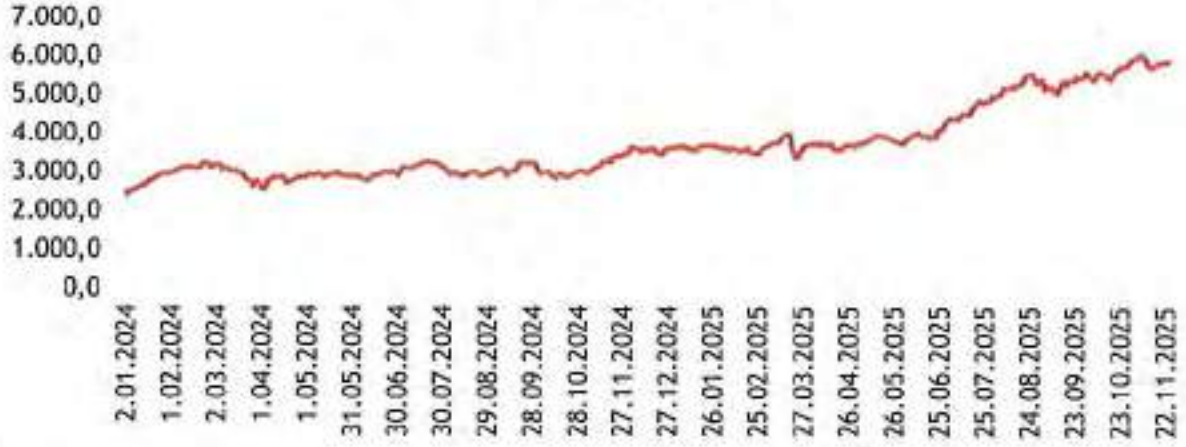
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,77	0,93	0,86	0,82
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	0,64	0,68	0,76	0,77
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	0,99	0,99	0,85	0,83
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	0,72	0,85	0,86	0,84
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	0,97	0,94	0,75	0,71
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,79	1,00	0,74	0,75
ATAGY	Ata G.M.Y.O.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

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

Kaynak: Rasyonet

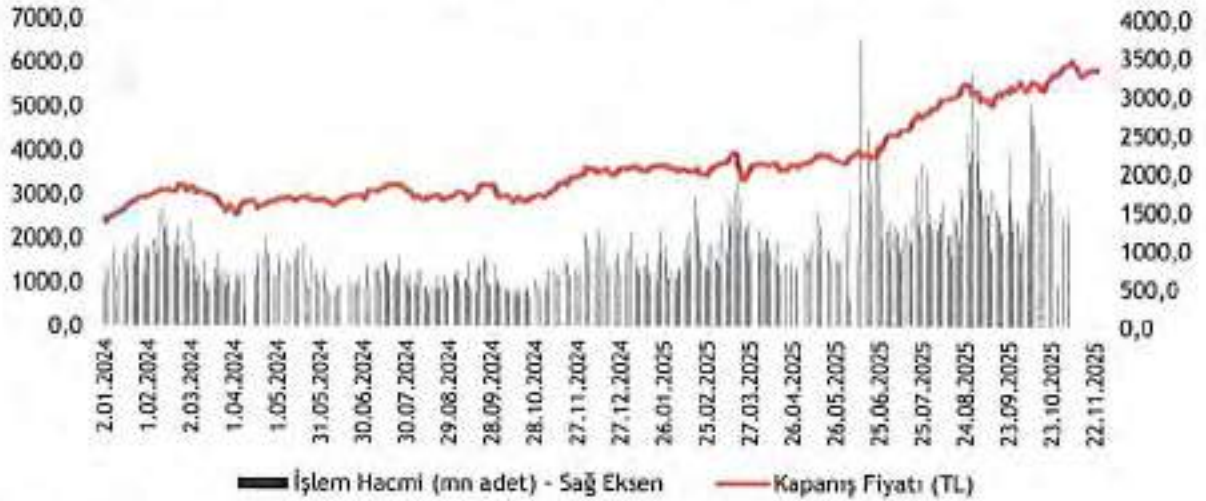
BİST GYO endeksinin BİST 100 endeksi karşısındaki performansını incelediğimizde 02.01.2024 kapanış verileri itibarıyla BİST GYO endeksi 2.484,00 seviyesinden 24.11.2025 tarihinde 5.868,00 seviyesine ulaşarak %136,23 yükselmesine karşın BİST 100 endeksi ise 02.01.2024 tarihinde 7.624,29 seviyesinden 24.11.2025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

XGMYO - Kapanış Fiyatı (TL)



Kaynak: Rasyonet

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



Kaynak: Rasyonet

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

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

4.1. Bilanço

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

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

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

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

Toplam Varlıklar (Aktif)

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

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

Dönen Varlıklar

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

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

Nakit ve Nakit Benzerleri

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

Nakit ve Nakit Benzerleri	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Kasa	56.853	34.503	23.898	-
- TL Kasa	56.853	34.503	23.898	-
Bankalar	172.967	10.331.945	18.947	9.843.504
Vadesiz Mevduat	172.967	11.685	18.947	38.415
- TL Bankalar	172.946	2.720	9.575	25.508
- Altın	-	8.941	9.352	12.889

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

Duran Varlıklar

Duran varlıklar finansal yatırımlar, diğer alacaklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

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

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

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

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü aşağıda yer almaktadır.

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

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Maddi Duran Varlıklar

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

Toplam Yükümlülükler

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

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

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Finansal Borçlar

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

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

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

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü

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

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

Ayrıca aynı kanunla, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesine eklenen (c) bendi ile %10 oranında "yurt içi asgari kurumlar vergisi" uygulaması getirilmiş; bu kapsamda, GYO ve GYF'lerin taşınmazlardan elde ettikleri kazançların bu hesaplamada istisna veya indirim olarak dikkate alınamayacağı hükmüne bağlanmıştır.

Bu düzenleme ara dönem geçici vergi uygulamaları için de geçerlidir.

Şirket Yönetim Kurulu, 08.09.2025 tarihli ve 2025/07 sayılı kararı ile kar dağıtım politikasını belirlemiştir.

Alınan karar uyarınca, yatırım ve finansman ihtiyaçlarından kaynaklanan olağanüstü bir durum bulunmadığı sürece, yürürlükteki mevzuat çerçevesinde dağıtımına konu edilebilecek net dönem kârının en az %50'sinin nakit kar payı olarak dağıtılması hedeflenmektedir.

Bu politika, 7524 sayılı Kanun kapsamında belirtilen kâr dağıtım şartının yerine getirilmesini ve kurumlar vergisi istisnasından yararlanmaya devam edilmesini amaçlamaktadır.

Dolayısıyla, Şirket söz konusu karar çerçevesinde ileriye dönük olarak ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüklerini %10 vergi oranı üzerinden hesaplamıştır.

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

Özkaynaklar

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

4.2. Gelir Tablosu

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

ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ (TL)					
KAR VEYA ZARAR TABLOSU (SOLO)	2022	2023	2024	2024/09	2025/09
Hasılat	1.211.409	3.818.701	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Satışların Maliyeti	-986.327	-1.789.837	-	-	-
BRÜT KAR/ZARAR	225.082	2.028.864	5.821.282	2.999.115	8.205.571
Genel Yönetim Giderleri	-5.104.185	-5.634.834	-11.030.087	-7.850.108	-9.609.808
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	78.701	1.406.705.649	1.642.714.759	1.891.912.993	176.682.989
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-890.045	-77.230.236	-86.280.762	-47.448.411	-725.391.492
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	-5.690.447	1.325.869.443	1.551.225.192	1.839.613.589	-550.112.740
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	84.160	273.684	148.695	6.924.012
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	-5.690.447	1.325.953.603	1.551.498.876	1.839.762.284	-543.188.728
Finansman Gelirleri	59.461	112.351	6.699.387	3.931.568	10.021.809
Finansman Giderleri	-209.487	-1.919.566	-5.773.908	-4.771.908	-41.224.879
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	6.752.330	13.067.628	22.242.254	19.506.655	20.261.625
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	911.857	1.337.214.016	1.574.666.609	1.858.428.599	-554.130.173
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri / Geliri	-1.074.365	-298.752.685	-653.313.592	-690.412.628	709.941.590
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-	-	-271.809	-288.851	-1.546.967
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	-1.074.365	-298.752.685	-653.041.783	-690.123.777	711.488.557
DÖNEM KARI (ZARARI)	-162.508	1.038.461.331	921.353.017	1.168.015.971	155.811.417
Dönem Karının (Zararının) Dağılımı	-162.508	1.038.461.331	921.353.017	1.168.015.971	155.811.417

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Etiler Blok No: 17 Beşiktaş 34335 İstanbul
Tel: (212) 362 55 77 / Fax: (212) 362 55 70
Etiler Mah. Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 34335 İstanbul
Sicil No: 270900 / Mersis No: 080300300000017

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

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

UDS 200 "İşletmeler ve İşletmedeki Paylar" standardının madde 70.1 bendinde belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı işletme değerlemelerinde nadiren kullanılmakla birlikte, yatırım ortaklığı statüsüne sahip şirketlerin portföy yapısı gereği, özellikle aktiflerinin ağırlıklı olarak gayrimenkul yatırımlarından oluşması halinde bu yaklaşım uygun bir yöntem olarak değerlendirilebilir.

Bu çerçevede, değerlendirme konusu şirketin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) statüsünde olması ve portföyünde yer alan gayrimenkullerin güncel piyasa değerlerine ulaşılabilir olması nedeniyle, Maliyet Yaklaşımı bu çalışma kapsamında esas alınan yöntem olarak uygulanmıştır.

3. Pazar (Karşılaştırma) Yaklaşımı

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

UDS 105 madde 20.2 (b) hükmüne göre, değerlendirme konusu varlığın veya benzer varlıkların aktif bir piyasada işlem görmesi halinde Pazar Yaklaşımı'na önemli ağırlık verilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, değerlendirme çalışmasında "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi", Pazar Yaklaşımı'nın alt yöntemi olarak benimsenmiştir.

UDS 105 madde 30.11 hükmüne göre, bu yöntemin kullanılabilmesi için değerlendirme konusu varlık ile borsada işlem gören karşılaştırılabilir varlıkların faaliyet alanı, portföy yapısı, ölçek, risk profili ve kurumsal yönetim düzeyi açısından anlamlı benzerlik göstermesi gerekir.

Bu çerçevede, Borsa İstanbul'da işlem gören ve portföy kompozisyonu ile yatırım politikaları bakımından Z GYO'ya benzer özellikler sergileyen gayrimenkul yatırım ortaklıkları seçilerek karşılaştırma analizi yapılmış ve "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır.

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

Sonuç olarak, bu değerlendirme çalışmasında;

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

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

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

- **Net Aktif Değer Analizi:** GYO'ların değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır. Net aktif değer hesaplamasında Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin hazırladığı 5 adet değerlendirme raporu ile Şirket'in 30.09.2025 tarihli bağımsız denetim raporu dikkate alınmıştır.
- **Piyasa Çarpanları Analizi:** Çarpan Analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmaktadır. Ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan GYO'lar için asıl olan sahip oldukları gayrimenkul portföyünün değeri olduğundan Şirket için en anlamlı çarpanın PD/NAD çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

5.1.1. Net Aktif Değer Analizi

Maliyet Yaklaşımı

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

İkame Maliyet Yöntemi:

Varlığın, aynı ekonomik faydayı sağlayan benzer bir varlıkla ikame edilmesi durumunda katlanılacak maliyetlerin esas alındığı yöntemdir. Bu yöntem, varlığın işlevsel eşdeğerini sağlamak için gerekebilecek inşa, satın alma, geliştirme, mühendislik ve genel giderleri kapsar.

Uygulamada, inşaat sektörü birim maliyetleri, piyasa fiyat endeksleri, yüklenici kâr oranları ve proje geliştirme giderleri dikkate alınır.

Yeniden Üretim Maliyet Yöntemi:

Değerleme konusu varlığın aynısının mevcut standart, malzeme ve teknolojilerle yeniden üretilmesi halinde katlanılacak maliyetleri esas alır. Bu yöntem, özellikle özgün nitelikli yapılar, sanayi tesisleri veya teknik altyapı yatırımları için kullanılır.

Yeniden üretim maliyeti; varlığın mevcut haliyle birebir kopyasının üretilmesi için gereken tüm harcamaları (malzeme, işçilik, mühendislik, ruhsat, danışmanlık ve finansman giderleri dahil) içerir.

Toplama Yöntemi:

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

UDS 200 "İşletmeler ve İşletmedeki Paylar" Standardı'nın 70.1 maddesi uyarınca, yatırım ortaklığı statüsünde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde, UDS 105'in 70.8 ve 70.9 maddelerinde tarif edilen "Toplama Yöntemi"nin uygulanması uygun görülmektedir.

Bu yöntem, işletmenin toplam değerinin; sahip olduğu portföydeki her bir varlığın gerçeğe uygun değerlerinin ayrı ayrı hesaplanması ve bu değerlerin toplanması suretiyle belirlenmesini öngörür.

UDS 105 madde 70.8 uyarınca,

Toplama Yöntemi;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

-Kızılcahamam Şahinler Tabiat Parkı'nın 142,67 hektarlık alanının 49 yıllığına kullanımına,
-Bu kullanım dahilinde belirlenmiş yapı ve tesislerin yapımı (250 yatak kapasiteli otel ve 35 ünite 140 yatak kapasiteli kirevi olmak üzere toplam 390 yatak kapasiteli konaklama tesisi) ile işletilmesine ilişkin olarak kurulmuş olan gayrimenkule dayalı hak niteliğini haiz bir yatırımdır.

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

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

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

Yönetmeliğin Ek 1 Listesinin sırasıyla 29 ve 30'ncu maddeleri aşağıdaki şekildedir.

- 50 oda ve üzeri oteller, tatil köyleri, turizm kompleksleri vb.
- Konut projeleri (300 konut ve üzeri),

Ek 2 Listesinin 40'ncı maddesi aşağıdaki şekildedir.

- 250 oda ve üzeri oteller, tatil köyleri, turizm kompleksleri vb.
- Bu bağlamda;

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

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

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

YATIRIM AMAÇLI GAYRİMENKUL DEĞERLEME VE DANIŞMANLIK A.Ş.
Akademi, Ebulula Yarıncı Cad. Park May. Sitesi
F:201 Blok No:1/ Beşiktaş 34345-İSTANBUL
Tic. Sic. No: 335255 / Tic. Sic. No: 335255
www.alesta.com.tr
İstanbul / Türkiye / Sicil No: 335255
İletişim / İletişim / T: 0212 444 8150
Mersis No: 0-9220-0803-9900017

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

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

Lagun Country Club (2. Etap)

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

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

GYO Tebliği'nin 22. maddesi kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğindeki varlıklara yönelmekte olup; portföy kompozisyonu hem geliştirme aşamasındaki projelerden hem de kira geliri sağlayan aktif varlıklardan oluşmaktadır. Portföyün ağırlıklı kısmı geliştirme aşamasındaki projelerden oluşmaktadır. Bu durum, kısa vadede düşük nakit akışı ancak orta-uzun vadede yüksek sermaye kazancı potansiyeli taşıyan bir yapıya işaret etmektedir.

Şirket, portföy politikası bakımından ulusal ve uluslararası gayrimenkul yatırım ortaklıklarının klasik "geliştirme + işletme + sermaye kazancı" üçlü modeline paralel hareket etmektedir.

Şirket'in portföy stratejisinin ana unsurları aşağıda belirtilmektedir:

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

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

• Z Lagun Villa Diplomatik Site Projesi

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

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

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

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

• Karakusunlar Arsası

Niteliği: 5046 m² büyüklüğünde kentsel servis alanı.

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

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

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

• Lagun Country Club (1. Etap) / Lagun Country Club (2. Etap)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Portföy Yapısı Uygun Olmayan GYO'lar:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım

*23.11.2025 tarihi itibarıyla

**NAD hesabında Stoklar gerçeğe uygun değerleriyle kullanılmıştır.

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.2. Değerleme Sonucu

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

Bu çerçevede;

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Ekler

6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

24.11.2025

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

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

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Nispetiye, Etiler, Beşiktaş, İstanbul
F-2 A Blok No: 35 Bosphorus 35 335 3310 3311
Tel: 0212 357 35 35 Fax: 0212 357 35 36
www.vakifyatirim.com.tr
Etiler, Beşiktaş, İstanbul
Boğaziçi Kurumları V.D. 322 06 8359
Mersis No: 0-9220-0683-590017

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CC4A4AA-89B6-4D10-BD9E-CF31F2FA6041>

SERMayE PİYASASI LİSANS LAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasaları ile ilişkili bir marka olma potansiyeli taşıdığı için en yüksek öğrenim yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan kurumlara, sicil ve eğitim kuruluştur.



DÜZENLENDİĞİ TARİH
29.03.2024

BELGE NUMARASI
927532

LİSANS DURUMU
AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Kurum hakkında:

Bu belge sahipliği olan kişi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı taranma ile 5 sınıv konusundan başlanarak ve 4 yıl ile yüksek öğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarından birine halka açık emsalde eğitim faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mektup yetkilisi, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı alması hakkı kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Deniz Demir

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/BDFD46C7-B0A8-4D6E-BB13-E1A73CA4630A>

SERMayE PİYASASI LİSANS LAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasaları ile ilişkili bir marka olma potansiyeli taşıdığı için en yüksek öğrenim yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan kurumlara, sicil ve eğitim kuruluştur.



DÜZENLENDİĞİ TARİH
11.12.2023

BELGE NUMARASI
939456

LİSANS DURUMU
AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Kurum hakkında:

Bu belge sahipliği olan kişi, Sermaye Piyasası Düzey 3 Lisansı taranma ile 5 sınıv konusundan başlanarak ve 4 yıl ile yüksek öğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarından birine halka açık emsalde eğitim faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mektup yetkilisi, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı alması hakkı kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/26C0A9C1-B2FA-40DD-A55C-EDF4FCE29B40>

SERMayE PİYASASI LİSANS LAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasaları ile ilişkili bir marka olma potansiyeli taşıdığı için en yüksek öğrenim yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan kurumlara, sicil ve eğitim kuruluştur.



DÜZENLENDİĞİ TARİH
11.12.2023

BELGE NUMARASI
939461

LİSANS DURUMU
AKTİF LİSANS

BENİT DEMİR, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Kurum hakkında:

Bu belge sahipliği olan kişi, Türev Araçlar Lisansı taranma ile 5 sınıv konusundan başlanarak ve 4 yıl ile yüksek öğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarından birine halka açık emsalde eğitim faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mektup yetkilisi, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansı alması hakkı kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKİF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Etilafı İsmailiye Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 16 Beşiktaş 34335 İstanbul
Tel: 0212 332 75 77 - 0212 332 75 78
E-posta: bilgi@vakifyatirim.com.tr
Sicil No: 272207
Tic. Sicil No: 272207
Mersis No: 081200383000001