

KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR BBB**

Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR A2**

Görünüm: **Pozitif**

Önceki Not:

UVUKD Notu: **TR BBB** KVUKD Notu: **TR A2** Görünüm: **Durağan** Tarih: 19.11.2024

İstanbul, 19 Kasım 2025 – Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi'nin (kısaca Koray GYO veya Şirket) Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR BBB, Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR A2 olarak teyit edilmiştir. Şirketin devam eden prestijli projelerinin tamamlanmasıyla artması beklenen mali performansı, düşük kaldıraçlı yapısı, pozitif işletme sermayesi ve niş projelerdeki sektör tecrübesi, notları destekleyen temel faktörlerdir. Şirketin sektörüne özgü volatil karlılığı, artan maliyetleri ve enflasyonist ortamın finansallar ve projeksiyonlar üzerindeki olumsuz etkisi, notu baskılayan temel unsurlardır. Şirketin mevcut performansını arttıracığı beklentisiyle görünüm, pozitif olarak belirlenmiştir.

Devam Eden Projelerle Yaşanan Büyüme: Koray GYO'nun aktifleri, Haziran 2025 itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %55,8 artarak, 7,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirketin büyümesinde etkili olan temel unsurlar; devam eden projelerdeki ilerlemeler ve enflasyon muhasebesi uygulanmasıdır. Koray GYO, aynı anda birçok konut projesini geliştirmektedir. Bu projeler, KASABA 6, KORAY LİBERTE, İSTANBUL İSTANBUL 3. ETAP ve UPLAND projeleridir. Şirketin Liberte projesi büyük oranda tamamlanmış olup, 2025 yılı içerisinde fatura kesilmesi ve satış geliri sağlanması beklenmektedir. Şirket, ihtiyaca uygun prestijli konut projelerine yoğunlaşmış olup, bu alanda sektör tecrübesine sahiptir. Söz konusu projelerin yakın dönemde tamamlanması planlanmaktadır. Haziran 2025 itibarıyla, Koray GYO'nun toplam aktiflerinin %90'ını stoklar oluşturmaktadır. Projeleri tamamlanıp satış yapıldığında, Şirketin stokları azalış gösterecektir. Koray GYO, önümüzdeki yıllarda MASLAK ve GÖKTÜRK/ÖZAS, KASABA 7 ile KORAY LİBERTE II. ETAP projelerini gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Bu projeler, Şirketin daha önce tamamladığı projelerin benzeri veya devamı niteliğinde olup, prestiji yüksek projelerdir. Aynı zamanda Koray GYO, yurtdışında projeler geliştirmek üzere girişimlerde bulunmaktadır. Bu kapsamda Şirket, Prag'da prestiji yüksek olan bir konut projesi geliştirmek amacıyla bir iştirak kurmuştur.

Projelerin Tamamlanmasıyla Beklenen Net Satış Artışı: Koray GYO'nun satışları, faaliyet gösterdiği sektörün doğası gereği dönemsel olarak değişkenlik göstermektedir. Şirketin proje geliştirdiği dönemlerde satışları sınırlı kalmakta, ancak söz konusu projelerini tamamlayıp satışının gerçekleşmesiyle yüksek hasılatlar elde edilmektedir. Koray GYO aynı anda birçok projeyi devam ettirmekte olup, bu projelerin 2026 ve devam eden yıllarda tamamlanması planlanmaktadır. Bu nedenle, şu anda sınırlı görünen net satış rakamının önümüzdeki dönemlerde artması beklenmektedir. Şirketin Liberte projesi büyük oranda tamamlanmış olup, bu yıl içerisinde satış faturalarının kesilecek olması satışları arttıracaktır. Şirketin net satışları, 2024 yıl sonu itibarıyla 301,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu satışların büyük bölümü, Şirketin bağlı ortaklığı olan YKS Tesis Yönetim Hizmetleri A.Ş.'den olan tesis/bina yönetimi hizmetlerinden oluşmaktadır. Haziran 2025 itibarıyla, Şirketin net satışları 173,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu satış rakamları, Şirket ölçeğine göre oldukça sınırlı görünmekle birlikte, Şirketin yatırım döneminde olduğu dikkate alınmalıdır.

Güçlenen Özkaynaklar: Koray GYO'nun özkaynakları, 2024 yılında %36,8 artarak, 1,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Ana ortağın Şirkete olan sermaye desteği artmış; ödenmiş sermaye 2024 yılında 61,4 milyon TL'ye, Mart 2025 dönemi itibarıyla ise 1 milyar TL'ye yükseltilmiştir. Söz konusu ödenmiş sermaye artışının tamamı iç kaynaklardan karşılanmıştır. Şirketin özkaynakları içerisinde 3,5 milyar TL'lik sermaye düzeltmesi farklarının pozitif etkisine karşın, 2,9 milyar TL'lik geçmiş yıllar zararı söz konusudur. Haziran 2025 itibarıyla, Şirketin özkaynak oranı %23,2 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, projelerini ağırlıklı olarak özkaynaklarıyla finanse ettiğinden, yatırım dönemlerde özkaynak oranı gerilemektedir. Aynı dönemde, Şirketin kaldıraç oranı (Toplam Yükümlülük / Özkaynaklar) 3,3 kat olarak gerçekleşmiştir (2024; 3,0 kat). Haziran 2025 itibarıyla Koray GYO'nun toplam 5,8 milyar TL tutarındaki yükümlülüklerinin 4,9 milyar TL'sini ertelenmiş gelirler oluşturmaktadır.

Düşük Kaldıraçlı Finansal Yapı: Koray GYO'nun finansal borçlanması Haziran 2025 itibarıyla sadece 1,2 milyon TL'dir. Şirket, projelerini büyük oranda özkaynaklarıyla finanse etmektedir. Ancak Şirket, sektörün aksine devam eden projelerinin inşaat faaliyetlerine hızla devam etmekte ve bu nedenle sınırlı da olsa dış kaynak kullanmaktadır. Kasım 2025 itibarıyla, Şirketin toplam banka kredisi ve ihraç etmiş olduğu bono toplamı 275,1 milyon TL'dir. Diğer yandan, Koray GYO'nun ticari borçları da sınırlı seviyededir. Haziran 2025 itibarıyla, Şirketin kısa vadeli ticari borçları 203,9 milyon TL'dir. Şirket, işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak için kısa vadeli olarak borçlanmakta, bu nedenle sınırlı bir finansman gideri söz konusu olmaktadır. 2024 yılında Şirketin toplam finansman gideri 5,9 milyon TL, Haziran 2025 döneminde ise sadece 2,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İlerleyen dönemlerde, Şirketin hem yurtiçi hem de yurtdışında gerçekleştirmeyi planladığı projeleri için yabancı kaynak kullanımının artması beklenmektedir.

Sektörün Doğası Gereği Değişken Kar Performansı: Koray GYO'nun karlılık performansı da faaliyet gösterdiği sektörün doğası gereği dönemsel değişkenlik göstermektedir. Şirketin satış gelirleri, projelerin tamamlanıp satış faturalarının kesilmesiyle birlikte artış gösterirken, buna bağlı olarak karlılık da artış göstermektedir. Yatırım dönemlerinde Şirketin karlılık performansı gerileme göstermekte, bazı dönemlerde ana faaliyetlerinden zarar edilmesi de söz konusu olabilmektedir. Haziran 2025 döneminde de Şirketin EBITDA'sı -97,5 milyon TL olmuştur. Bu dönemde, ana faaliyet zararını artıran temel unsur olarak pazarlama giderleri öne çıkmıştır. Şirket, 2024 yılında 65,2 milyon TL net zarar elde ederken, Haziran 2025 döneminde 6 milyon TL net kar elde etmiştir. Şirketin karlılık performansı değerlendirilirken, sektörün proje bazlı gelir yapısı dikkate alınmıştır. Şirketin brüt kar marjı, 2024 yılında %14,7 iken, Haziran 2025 döneminde benzer bir seviyede kalmış ve %15,4 olarak gerçekleşmiştir. Gelecek dönemlerde Şirketin karlılık oranlarının, proje satışları ve kira geliri olan gayrimenkullerin portföye alınmasının etkisiyle artması beklenmektedir.

Artan Operasyonel Giderler: Koray GYO'nun operasyonel giderleri, enflasyonist ortamın etkisiyle ciddi şekilde artış göstermiştir. 2024 yılında, tamamı genel yönetim giderlerinden oluşan Şirketin toplam operasyonel giderleri %28,6 artarak, 86,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Haziran 2025 döneminde ise, operasyonel giderler bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,5 kat artarak, 131,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde gerçekleşen operasyonel giderlerin 68,6 milyon TL'sini pazarlama giderleri oluşturmaktadır. Söz konusu pazarlama giderleri Şirketin 70. yılı dolayısıyla yapılan reklam giderlerinden oluşmaktadır.

Pozitif İşletme Sermayesi: Koray GYO'nun işletme sermayesi, 2024 yılında pozitive dönmüş ve Haziran 2025 dönemi itibarıyla bu yapısını korumuştur. Şirketin net işletme sermayesi, Haziran 2025 itibarıyla 443,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, kısa vadeli stokların 1,2 milyar TL seviyesine ulaşması etkili olmuştur. Böylelikle, Koray GYO'nun cari oranı aynı dönem itibarıyla 1,3 olarak gerçekleşmiştir. Yapılacak olan gayrimenkul satışlarının etkisiyle yüksek nakit girişler beklenmekte, buna bağlı olarak Şirketin likidite rasyolarının da artış göstermesi beklenmektedir.

Koray GYO Seçilmiş Finansal Göstergeleri

(1.000 TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025/6
Dönen Varlıklar	36.470	41.076	63.742	65.650	1.600.791	1.810.289
Nakit Değerler	13.580	17.545	45.871	10.034	29.748	20.086
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	3.772	4.286	11.641	29.029	26.202	73.196
Stoklar	2.957	1	4	-	1.126.595	1.227.447
Duran Varlıklar	60.903	81.915	1.158.856	5.292.288	5.529.482	5.781.505
Stoklar	-	-	931.250	5.151.945	5.313.658	5.627.701
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	56.812	74.876	205.472	101.469	115.287	115.287
Aktif Toplamı	97.400	122.991	1.222.598	5.357.938	7.130.273	7.591.794
<i>*Aktiflerdeki Büyüme (%)</i>	<i>0,2</i>	<i>26,3</i>	<i>894,1</i>	<i>338,2</i>	<i>33,1</i>	<i>55,8</i>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.914	9.479	205.813	145.959	1.044.767	1.366.915
Ticari Borçlar	2.833	4.860	70.806	17.314	60.590	190.570
Ertelenmiş Gelirler	351	328	1.786	1.718	926.617	942.620
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.721	5.748	764.873	3.922.759	4.322.109	4.460.642
Ertelenmiş Vergi	-	-	22	1.426	549.473	388.791
Ertelenmiş Gelirler	-	-	67.265	3.460.767	3.752.951	4.044.281
Özkaynaklar	83.766	107.764	251.912	1.289.220	1.763.396	1.764.236
Net Satışlar	49.781	61.043	247.476	310.659	301.728	173.873
<i>*Net Satışlardaki Büyüme (%)</i>	<i>5,3</i>	<i>22,6</i>	<i>305,4</i>	<i>25,5</i>	<i>-2,9</i>	<i>-8,3</i>
Brüt Satışlar Kâr veya Zarar	10.497	12.550	-1.437	55.243	44.385	26.799
Faaliyet Giderleri (-)	11.426	12.042	51.635	67.536	86.889	131.136
Ana Faaliyet Gelir veya Zararları	-929	507	-53.072	-12.294	-42.504	-104.336
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Kârlar	3.741	19.783	38.289	3.959	38.263	25.777
Diğer Faaliyetlerden Zarar ve Giderler (-)	3.076	3.550	258.887	508.735	81.796	22.285
Net Kâr	2.182	25.162	-39.412	929.330	-65.170	6.003

** Ara dönem büyüme oranları bir yıl önceki ara dönem verileri kullanılarak hesaplanmıştır.*