

RÖNESANS GAYRİMENKUL

Somut katalistlere karşı derin NAD iskontosu sürüyor.

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS; EÜG; 12A HF: 409 TL) 2Ç26'da yıllık %18 artışla 4,33 milyar TL net kâr açıkladı. Borçlanmalardan kaynaklanan kur zararının belirgin şekilde azalması ve operasyonel sonuçların güçlenmesi net kârdaki artışı desteklerken, yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirme kazancındaki sert düşüş ve daha yüksek vergi gideri artışı sınırladı. Hasılat, yaklaşık %8 organik büyümenin yanı sıra 2Ç25'te özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen Optimum İzmir ve Optimum Ankara'nın tam konsolidasyonu ile yıllık %38 artarak 4,61 milyar TL'ye ulaştı. Hasılat büyümesinin pazarlama, danışmanlık ve personel giderlerindeki hasılatın üzerindeki artışı telafi etmesiyle FAVÖK yıllık %40 artarak 2,95 milyar TL oldu. Net borç 22,40 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken (1Ç26: 22,72 milyar TL), Net Borç/Son 12A FAVÖK oranı bir önceki çeyrekteki 2,3x'ten 2,0x'e geriledi.

Tahminlerle karşılaştırma: Net kâr, daha düşük vergi gideri sayesinde piyasa beklentisine paralel, tahminimizin ise hafif üzerinde gerçekleşti. Hasılat hem piyasa beklentisiyle hem de tahminimizle uyumlu geldi. FAVÖK ise beklenenden yüksek faaliyet giderleri nedeniyle piyasa beklentisinin %7, tahminimizin %3 altında kaldı.

Dönem sonrasında, Rekabet Kurulu Feriköy'deki (Optimum İstanbul) kalan %50 payın satın alınmasına onay verdi. Diğer koşulların da yerine getirilmesine bağlı olan işlemin tamamlanmasıyla varlık tam konsolidasyona dâhil edilecek. Ayrıca, son kapanış fiyatına göre %3,9 brüt temettü verimine işaret eden hisse başına 7,8202 TL brüt nakit temettü açıklandı; ödeme tarihi henüz belirlenmedi.

Yorum: Temettü ve Feriköy (Optimum İstanbul) pay alımı, beklentilerin hafif altında FAVÖK sapmasını göz ardı etmesini sağlayabilecek unsurlar. RGYAS yılbaşından bu yana BIST-100'ün 15,7 puan üzerinde performans göstermesine rağmen hâlen 0,40x PD/DD ve 0,36x PD/NAD çarpanlarıyla işlem görerek, somut katalistler karşısında varlık değerine göre derin iskontosunu korunuyor.

Tavsiye: 2Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncellenen makro varsayımlarla revize ettik ve bir çeyrek ileri taşıdık. 12 aylık hedef fiyatımızı 349 TL'den 409 TL'ye yükseltirken Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Çeyreklik Özet								
	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Farkı
Net Satışlar	4,609	3,347	+37.7%	4,398	+4.8%	4,607	4,536	+0.0%
FAVÖK	2,946	2,102	+40.1%	3,072	-4.1%	3,191	3,040	-7.7%
FAVÖK marjı	63.9%	62.8%	+1.1y.p.	69.9%	-5.9y.p.	69.3%	67.0%	-5.3y.p.
Net Kar	4,328	3,668	+18.0%	2,996	+44.5%	4,455	4,100	-2.8%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

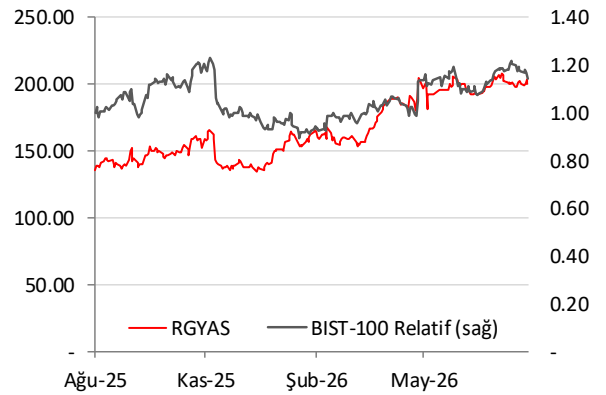
Endeksin Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	RGYAS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	409.00 (önceki 349.00)
Güncel Fiyat, TL	200.00
Getiri Potansiyeli	105%
Halka Açıklık Oranı	27%
Piyasa Değeri, mn TL	66,200
Firma Değeri, mn TL	79,998

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	12,640	21,074	27,518	35,323
FAVÖK, mn TL	8,213	14,098	18,554	24,027
Net Kâr, mn TL	16,306	16,131	23,294	35,749
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	24,584	21,864	17,342	11,292
Net Borç/FAVÖK	3.0	1.6	0.9	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	65.0%	66.9%	67.4%	68.0%
Net Marj	129.0%	76.5%	84.7%	101.2%
Temettü Verimi	1.2%	3.9%	5.9%	8.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	53.7%	66.7%	30.6%	28.4%
FAVÖK, y/y	53.5%	71.7%	31.6%	29.5%
Net Kâr, y/y	248.0%	-1.1%	44.4%	53.5%
Değerleme Verisi				
F/K	2.7	4.1	2.8	1.9
FD/FAVÖK	7.3	5.6	4.0	2.9
FD/Ciro	4.7	3.8	2.7	2.0
Hisse Verileri				
1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	1.2%	5.8%	45.2%	45.1%
BİST-100 Relatif	0.9%	9.3%	12.5%	15.7%
AOİH, mn TL	270	566	286	364



Piyasa verileri 13 Ağustos 2026 tarihli dir.

Operasyonel gelişmeler: Son 12 aylık kiracı cirosu yıllık %35 artarak hem TÜFE'nin (%32) hem de sektör ortalamasının (%32) üzerinde gerçekleşti. Hizmet, hobi & hediyelik eşya, eğlence, ev eşyası, büyük mağazacılık ve yeme-içme kategorileri enflasyonun üzerinde büyürken, genel perakende ve hazır giyim geride kaldı. Kira/ciro oranı 1Y26'da %9,3 seviyesinde gerçekleşti (2025: %9,2). Doluluk oranının hâlihazırda tam seviyede olması nedeniyle yönetim, doluluğu artırmaktan ziyade kiracı karmasını iyileştirmeye odaklanıyor. Bu kapsamda 2Ç26'da 14,3 bin m² alan yeniden kiralanırken 75 mağaza açılışı gerçekleştirildi.

Kira geliri yıllık %35 artarak 4,38 milyar TL'ye ulaştı. Hasılatın kalan kısmını yönetim ve danışmanlık ücretleri ile kiracılara yansıtılan elektrik, su ve ortak alan giderleri oluşturuyor; bu kalemler manşet hasılatı destekliyor. Birebir karşılaştırılabilir %100 bazda Samsun Piazza, Şanlıurfa Piazza ve Maltepe Piazza öne çıkarken; Kahramanmaraş Piazza, Optimum Ankara, Optimum İzmir ve Hilltown Küçükyalı daha zayıf performans gösterdi.

Proje geliştirme portföyü: Maltepe Park konut projesinde alan bazında ön satış oranı, ortalama yaklaşık 3,3 bin USD/m² satış fiyatıyla %18'e ulaştı. Projenin kalan net kâr potansiyeli yaklaşık 66 milyon USD seviyesinde. Bitişikteki ofis projesi için yapı ruhsatı başvurusu yapıldı. Proje; 32 bin m² kiralanabilir alan, 111 bağımsız bölüm ve 2,2 bin m² perakende alanından oluşurken, tahmini tamamlanma maliyeti 65 milyon USD seviyesinde. Satış ve kiralama faaliyetleri henüz başlamadı.

2026 tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz: 2026'nın tamamı için artık 21,07 milyar TL hasılat, 14,10 milyar TL FAVÖK ve 16,12 milyar TL net kâr öngörüyoruz. Tahminlerimiz, 2Y26'da hasılat ve FAVÖK'te sırasıyla yaklaşık %22 ve %24 reel yıllık büyümeye işaret ediyor. Operasyonel iyileşmeye rağmen net kârın 2Y26'da yıllık yaklaşık %51 gerilemesini bekliyoruz. Bu düşüş, yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirme kazancının azalmasından ve 2Y25'te Optimum İzmir ile Optimum Ankara'nın aşamalı satın alımlarında kaydedilen negatif şerefiyenin oluşturduğu yüksek bazdan kaynaklanıyor; her iki kalem de nakit dışı nitelikte. Tahminlerimiz, Optimum İstanbul'un 4Ç26'da olası ilk konsolidasyonunu içermiyor; bu durum tahminlerimiz açısından yukarı yönlü risk oluşturuyor. Ayrıntılar için lütfen ikinci sayfaya bakınız.

Tahminlerde Revizyonlar

	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	21,074	27,518	35,323	19,732	25,215	31,165
% büyüme	66.7%	30.6%	28.4%	56.1%	27.8%	23.6%
FAVÖK	14,098	18,554	24,027	13,867	17,812	22,086
FAVÖK Marjı	66.9%	67.4%	68.0%	70.3%	70.6%	70.9%
Net Kar	16,131	23,294	35,749	22,980	28,586	34,614
% büyüme	(1.1%)	44.4%	53.5%	40.9%	77.2%	48.6%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	6.8%	9.1%	13.3%			
FAVÖK	1.7%	4.2%	8.8%			
Net Kar	(29.8%)	(18.5%)	3.3%			
Hedef Fiyat		409.00			349.00	
Hedef Fiyat Değişimi		17.2%				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	3,347	3,823	4,469	4,398	4,609
Brüt Kar	2,308	2,658	3,182	3,208	3,179
Operasyonel Giderler	212	242	184	158	231
Faaliyet Karı	2,096	2,416	2,998	3,050	2,948
FAVÖK	2,102	2,419	3,017	3,072	2,946
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	2,452	9,520	3,885	2,537	2,988
Vergi Öncesi Kar	4,549	11,936	6,883	5,587	5,936
Vergi Geliri / (Gideri)	(880)	(955)	(2,974)	(2,592)	(1,608)
Vergi Sonrası Net Kar	3,668	10,981	3,909	2,996	4,328
Azınlık Payları	—	—	—	—	—
Net Kar	3,668	10,981	3,909	2,996	4,328
Büyüme (Yıllık)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	6.8%	23.3%	26.1%	35.5%	37.7%
Operasyonel Giderler	-32.0%	74.1%	557.1%	15.7%	9.2%
Faaliyet Karı	-0.0%	18.6%	41.0%	43.4%	40.6%
FAVÖK	0.0%	18.4%	41.1%	44.1%	40.1%
Net Kar	16.6%	109.3%	-149.0%	365.7%	18.0%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Brüt Kar Marjı	69.0%	69.5%	71.2%	72.9%	69.0%
Operasyonel Gider Marjı	6.3%	6.3%	4.1%	3.6%	5.0%
Faaliyet Kar Marjı	62.6%	63.2%	67.1%	69.3%	64.0%
FAVÖK Marjı	62.8%	63.3%	67.5%	69.9%	63.9%
Efektif Vergi Oranı	19.4%	8.0%	43.2%	46.4%	27.1%
Net Kar Marjı	109.6%	287.2%	87.5%	68.1%	93.9%
Parasal Kazanç (Kayıp)	34.5%	46.5%	32.8%	68.7%	38.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	40.2%	80.7%	17.7%	48.9%	31.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	46.5%	-0.4%	-65.7%	105.1%	-10.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	64.0%	127.5%	26.2%	70.1%	49.1%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.8%	0.0%	0.4%	0.8%	-0.3%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-61.3%	-45.4%	-16.0%	-29.3%	-31.1%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,345	3,085	789	2,153	1,445
Düzeltilme Öncesi Kar	3,668	10,981	3,909	2,996	4,328
Amortisman ve İtfa Payları	6	4	19	22	(2)
İşletme Sermayesindeki Değişim	(2,051)	(1,735)	(714)	(1,290)	(1,435)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(278)	(6,165)	(2,425)	425	(1,446)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	213	(3,101)	(3,727)	2,471	(1,943)
Sabit Sermaye Yatırımları	(28)	(2)	(16)	(34)	13
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	241	(3,099)	(3,711)	2,505	(1,956)
Serbest Nakit Akımı	1,558	(15)	(2,938)	4,623	(497)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	160	3,828	328	(2,158)	(1,672)
Finansal Borçlardaki Değişim	154	4,086	3,266	(789)	(1,362)
Temettü	—	—	(639)	—	—
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	7	(259)	(2,299)	(1,368)	(310)
Çevrim Farkları	(210)	825	184	742	484
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	1,509	4,637	(2,426)	3,207	(1,685)

Bilanço (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	8,752	13,633	12,821	13,707	20,078
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,918	10,556	8,130	11,337	9,653
Finansal Yatırımlar	67	47	2,700	197	1,678
Ticari Alacaklar	913	1,039	1,136	1,089	1,206
Stoklar	8	7	7	6	5,799
Diğer Dönen Varlıklar	1,913	2,031	3,548	1,274	3,420
Duran Varlıklar	188,474	209,411	221,192	221,321	218,902
Finansal Yatırımlar	—	—	—	—	—
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	24,274	11,844	8,484	8,530	8,602
Maddi Duran Varlıklar	227	228	226	227	251
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	7	7	7
Şerefiye	—	—	—	—	—
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	157,224	190,864	205,352	205,514	208,064
Diğer Duran Varlıklar	6,747	6,471	7,123	7,042	1,978
Toplam Varlıklar	197,225	223,044	234,014	235,028	238,980
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,227	7,656	7,414	7,273	7,178
Finansal Borçlar	4,371	4,605	4,718	4,597	4,428
Ticari Borçlar	1,497	1,695	1,115	836	763
Ertelenmiş Gelirler	221	280	527	565	721
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,138	1,076	1,055	1,275	1,266
Uzun Vadeli Yükümlülükler	46,637	62,040	69,994	68,156	67,873
Finansal Borçlar	23,545	32,326	35,062	31,246	29,303
Ertelenmiş Gelirler	1	45	43	47	41
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	18,958	25,497	31,170	33,271	34,925
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,134	4,173	3,719	3,592	3,604
Özkaynaklar	142,361	153,347	156,606	159,599	163,930
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	142,361	153,347	156,606	159,599	163,930
Azınlık Payları	—	—	—	—	—
Toplam Kaynaklar	197,225	223,044	234,014	235,028	238,980
Yatırım Sermayesi	187,451	209,437	223,187	221,015	226,578
Toplam Borç	27,916	36,931	39,780	35,844	33,731
Net İşletme Sermayesi (NİS)	(577)	(649)	29	260	6,243
NİS / S12A Satışlar	-4.4%	-4.6%	0.2%	1.6%	36.1%
Net Borç (NB)	21,931	26,328	28,950	24,310	22,400
NB / S12A FAVÖK	2.6	3.0	3.0	2.3	2.0
NB / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(1,614)	(5,998)	(6,112)	(6,937)	(6,903)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.2	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6
YPP (Türev Korunma Dahil)	(24,437)	(28,425)	(34,276)	(28,862)	(26,012)

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.