

Rönesans Gayrimenkul

Konsolidasyon Katkıları Güçlü Organik Performansla Desteklendi; Endeks Üzerinde Getiri Önerimizi Koruyoruz

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS; EÜG; 12A HF: 349 TL), 1Ç26'da 366% yıllık artışla 2,8 milyar TL net kar açıkladı. Bu artış; inorganik büyüme ve marj genişlemesinin desteklediği güçlü faaliyet karının yanı sıra, borçlanmalardaki kur zararının azalmasına bağlı olarak düşen finansman giderlerini yansıtmaktadır. Gelirler, %7,6'lık organik büyümeye ek olarak son dönemde devralınan varlıklardan (Optimum İzmir ve Optimum Ankara) gelen 847 milyon TL'lik katkıyla (1Ç26 gelirlerinin %20,6'sı) yıllık %36 artışla 4,1 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK, çift kanallı gelir büyümesi ve 4,1 puanlık marj genişlemesiyle yıllık %44 artışla 2,9 milyar TL oldu — bu marj genişlemesini, kira ve kiracı optimizasyonları ile kiracı cirolarındaki enflasyon üzerindeki artışın sürüklediği kira verimliliklerindeki iyileşmeye bağlıyoruz.

Tahminlerle karşılaştırma: Gelirler konsensüsle büyük ölçüde örtüşürken, FAVÖK beklentileri hafif aştı; bunun temel nedeni beklentilerin üzerinde gerçekleşen marjlar olmuştur. Net kar, FAVÖK'teki beklenti üstü sonucun yanı sıra faaliyet dışı kalemlerde oluşan 248 milyon TL'lik pozitif sürprizle konsensüsü %20 geride bıraktı.

Net borç ve döviz pozisyonu: İlişkili taraflara olan ticari olmayan borçlar dahil Düzeltilmiş Net Borç, 4Ç25'teki 27,5 milyar TL'den gerileyerek 1Ç26 sonu itibarıyla 25,8 milyar TL'ye indi. Düzeltilmiş Net Borç/Son 12 Ay FAVÖK oranı aynı dönemde 3,34x'ten 2,60x'e geriledi. Net döviz pozisyon açığı ise 4Ç25'teki 29,1 milyar TL'den 27,0 milyar TL'ye (piyasa değerinin %45'i) daraldı; net döviz pozisyon açığının özkaynaklara oranı aynı dönemde %22'den %18'e iyileşti.

Yönetimin 2026 beklentisi: Yönetim, 2026 yılı için TMS-29 etkileri hariç 218 milyon EUR Net Operasyonel Gelir (NOI) öngörüyor (1Ç26: 54 milyon EUR). Optimum İstanbul'daki %50 hissesine düşen ~7,5 milyon EUR hariç tutulduğunda, yönetim beklentisi ~210 milyon EUR Konsolide Net Operasyonel Gelir'e (NOI) işaret etmektedir.

2026 Tahminimiz: 2026 yılı için kira düzenlemeleri ve ARPV büyümesinin desteğiyle TMS-29 etkileri hariç ~240 milyon EUR Konsolide Net Operasyonel Gelir (NOI) bekliyoruz (yönetim beklentisinin ~%10 üzerinde).

Yorum: 1Ç26 sonuçları, satın alınan varlıkların tam konsolidasyonunun sağladığı katkıyla birlikte inorganik büyüme tezimizi doğrulamaktadır.

Değerleme: 1Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncelledik; makro varsayımlarımızı revize ederek tahminlerimizi bir çeyrek ileriye taşıdık. 12 aylık hedef fiyatımızı 315 TL'den 349 TL'ye yükseltiyor, Endeks Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, düşük likidite ve olası ortak satışı (GIC) kaynaklı kısa vadeli satış baskısı risklerini dikkate alarak, hisse başına 634 TL olan 12 aylık hedef NAD hesaplamamıza uyguladığımız %45 hedef iskontoyu yansıtmaktadır.

Finansal Özet	TMS-29			Tahminlerle Karşılaştırma					
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	AK	Fark	Piyasa	Fark
Net Satışlar	4,110	3,033	36%	4,176	-2%	3,777	9%	4,002	3%
FAVÖK	2,871	1,993	44%	2,820	2%	2,512	14%	2,650	8%
FAVÖK Marjı	69.9%	65.7%	4.1 ppt	67.5%	2.3 ppt	66.5%	3.4 ppt	66.2%	3.6 ppt
Net Kar	2,799	601	366%	3,653	-23%	2,330	20%	2,330	20%

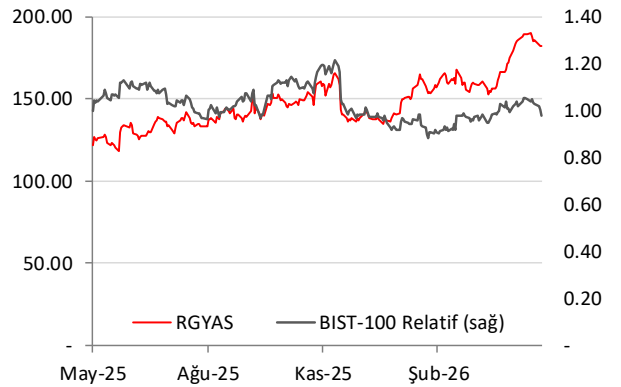
Kaynak: Şirket, Rasvonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu		RGYAS T1			
Tavsiye		Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL		349.00 (önceki 315.00)			
Güncel Fiyat, TL		182.20			
Getiri Potansiyeli		92%			
Halka Açıklık Oranı		16%			
Piyasa Değeri, mn TL		60,308			
Firma Değeri, mn TL		75,053			
Finansal Veriler		2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	12,640	19,732	25,215	31,165	
FAVÖK, mn TL	8,213	13,867	17,812	22,086	
Net Kâr, mn TL	16,306	22,980	28,586	34,614	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	24,584	22,761	18,093	13,046	
Net Borç/FAVÖK	3.0	1.6	1.0	0.6	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	65.0%	70.3%	70.6%	70.9%	
Net Marj	129.0%	116.5%	113.4%	111.1%	
Temettü Verimi	1.2%	1.4%	2.6%	4.6%	
Büyüme					
Ciro, y/y	53.7%	56.1%	27.8%	23.6%	
FAVÖK, y/y	53.5%	68.8%	28.5%	24.0%	
Net Kâr, y/y	248.0%	40.9%	24.4%	21.1%	
Değerleme Verisi		2025	2026T	2027T	2028T
F/K	2.7	2.6	2.1	1.7	
FD/FAVÖK	7.3	5.4	4.0	3.0	
FD/Ciro	4.8	3.8	2.8	2.1	
Hisse Verileri		1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	9.7%	18.9%	61.0%	32.2%	
BİST-100 Relatif	-3.6%	7.7%	-1.4%	-0.2%	
AOİH, mn TL	190	203	156	202	



Piyasa verileri 6 Mayıs 2026 tarihlidir.

Öne Çıkan Başlıklar:

- (i) **Kiracı Karması Optimizasyonu & Ziyaretçi Trafiği:** 1Ç26'da ziyaretçi sayısı yıllık bazda %2 artışla 28,1 milyona ulaştı (yıllıklandırılmış ~114 milyon). Bu performans, neredeyse tam doluluk oranına karşın sektör ortalamasıyla (~%3, AYD) büyük ölçüde örtüşmektedir. Şirket, çeyrek boyunca 36 yeni mağaza açılışıyla birlikte 7,8 bin metrekarelik alanda yeniden kiralama gerçekleştirerek kiracı rotasyonunu aktif biçimde sürdürmektedir. 1Ç26 itibarıyla son 12 aylık dönemde aylık ziyaretçi büyümesi, pazarın ortalama yaklaşık 210 baz puan üzerinde seyretmiştir.
- (ii) **Kiracı Karması & Benzer Alan Kiracı Cirosu Büyümesi:** Portföy, ilk 10 kiracının son 12 aylık kira gelirlerin %23,2'sini oluşturduğu dengeli ve çeşitlendirilmiş bir kiracı tabanına sahiptir. Benzer alan kiracı ciroları 1Ç26'da yıllık bazda %34,4 büyüyerek hem TÜFE enflasyonunu (%31, TÜİK) hem de sektör ortalamasını (%32, AYD) geride bıraktı.
- (iii) **Kira Yapısı & Doluluk Maliyet Oranı:** Kiralar, yapısal olarak enflasyon koruması sağlayacak şekilde hem geçmiş dönem TÜFE'sine hem de kiracı cirolarına endeksli olarak belirlenmektedir. Son 12 aylık Kira/Ciro Oranı (OCR), 1Ç26 itibarıyla 2024'teki %8,6 dip seviyesinden %9,5'e yükseldi; bu oran, küresel emsal aralığı olan %9-10 bandıyla uyum içindedir. Yönetim, yükselen Ciro/Kira Oranı (OCR) seyrini nominal değil, reel Net Operasyonel Gelir (NOI) büyümesinin bir göstergesi olarak değerlendirmektedir.
- (iv) **Ofis Portföyü:** Ofis Net Operasyonel Geliri (NOI) 1Ç26'da yıllık %6,7, çeyreklik %4,7 artışla 3,2 milyon EUR'ya ulaştı (2025: 11,2 milyon EUR). Portföy genelinde ortalama ofis kira geliri yaklaşık 20 USD/m² seviyesindedir. ~64 bin m²'lik alanın 2027 yılı sonuna kadar 5. kira yılını tamamlayacak olması önemli bir kira revizyonu fırsatına işaret etmektedir. Söz konusu alanlardaki mevcut ortalama kira ~10 USD/m² olup yenileme sürecinde 5-10 milyon USD'lik potansiyel artışa kapı aralamaktadır. Bunun yanı sıra Maltepe Piazza'da satılmamış 8,7 bin m²'lik ofis alanı ~21 milyon USD'lik ilave nakit akışı potansiyeli taşımaktadır.
- (v) **MaltepePark Konut Projesi:** Nisan 2026 itibarıyla toplam satılabilir alanın (229 daire, ~33 bin m²) yaklaşık %23'üne karşılık gelen 53 daire (~5,2 bin m²) satılmıştır. Nakit ve senet tahsilatları teslimata kadar ertelenmiş gelir olarak muhasebeleştirilecek; tahsil edilmemiş sözleşmeye dayalı taksitler ise bilanço dışında izlenmeye devam edecektir. 97 milyon USD stok ve alacaktan 41 milyon USD tamamlama maliyeti düşüldükten sonra kalan net nakit akışı potansiyeli 56 milyon USD olarak hesaplanmaktadır.
- (vi) **MaltepePark Ofis Projesi:** Toplam ~32 bin m² BKA'ya sahip 111 bağımsız birimden oluşan proje, geliştirme aşamasında olup henüz herhangi bir satış veya kiralama faaliyeti başlatılmamıştır. Ruhsat başvurusu yapılmış olup toplam tamamlama maliyeti 61,5 milyon USD olarak öngörülmektedir. Yönetim, COVID-19 sonrası çalışma alışkanlıklarındaki dönüşüm ve uluslararası şirketlerin İstanbul'a beklenen geri dönüşünün desteğiyle A+ ofis alanına yönelik talebin güçlendiğine dikkat çekmektedir.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	19,732	25,215	31,165	18,992	23,879	29,494
% büyüme	56.1%	27.8%	23.6%	50.2%	25.7%	23.5%
FAVÖK	13,867	17,812	22,086	13,276	16,772	20,886
FAVÖK Marjı	70.3%	70.6%	70.9%	69.9%	70.2%	70.8%
Net Kar	22,980	28,586	34,614	20,826	26,532	32,928
% büyüme	40.9%	24.4%	21.1%	27.7%	15.5%	15.2%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	3.9%	5.6%	5.7%			
FAVÖK	4.4%	6.2%	5.7%			
Net Kar	10.3%	7.7%	5.1%			
Hedef Fiyat		349.00			315.00	
Hedef Fiyat Değişimi		10.8%				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Satış Gelirleri	3,033	3,128	3,573	4,176	4,110
Brüt Kar	2,115	2,157	2,483	2,973	2,998
Operasyonel Giderler	127	198	226	172	147
Faaliyet Karı	1,987	1,959	2,257	2,802	2,850
FAVÖK	1,993	1,965	2,261	2,820	2,871
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	81	1,720	8,896	3,630	2,371
Vergi Öncesi Kar	2,068	3,679	11,154	6,432	5,221
Vergi Geliri / (Gideri)	(1,467)	(823)	(892)	(2,779)	(2,422)
Vergi Sonrası Net Kar	601	2,857	10,262	3,653	2,799
Azınlık Payları	–	–	–	–	–
Net Kar	601	2,857	10,262	3,653	2,799
Büyüme (Yıllık)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Satış Gelirleri	12.2%	6.8%	23.3%	26.1%	35.5%
Operasyonel Giderler	23.5%	-32.0%	74.1%	557.1%	15.7%
Faaliyet Karı	8.6%	-0.0%	18.6%	41.0%	43.4%
FAVÖK	8.7%	0.0%	18.4%	41.1%	44.1%
Net Kar	-90.6%	-2.8%	109.3%	-149.0%	365.7%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Brüt Kar Marjı	69.7%	69.0%	69.5%	71.2%	72.9%
Operasyonel Gider Marjı	4.2%	6.3%	6.3%	4.1%	3.6%
Faaliyet Kar Marjı	65.5%	62.6%	63.2%	67.1%	69.3%
FAVÖK Marjı	65.7%	62.8%	63.3%	67.5%	69.9%
Efektif Vergi Oranı	70.9%	22.4%	8.0%	43.2%	46.4%
Net Kar Marjı	19.8%	91.3%	287.2%	87.5%	68.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	89.7%	34.5%	46.5%	32.8%	68.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	38.9%	40.2%	80.7%	17.7%	48.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	46.4%	57.8%	-10.3%	-65.7%	105.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	59.2%	64.0%	127.5%	26.2%	70.1%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.1%	0.8%	0.0%	0.4%	0.8%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-0.7%	-61.3%	-45.4%	-16.0%	-29.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,180	1,257	2,883	738	2,012
Düzeltilme Öncesi Kar	601	3,428	10,262	3,653	2,799
Amortisman ve İtfa Payları	6	6	3	18	21
İşletme Sermayesindeki Değişim	(23)	(1,917)	(1,621)	(667)	(1,206)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	595	(260)	(5,761)	(2,266)	397
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	229	551	(3,250)	(3,483)	2,309
Sabit Sermaye Yatırımları	(4)	(26)	(2)	(15)	(32)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	233	578	(3,248)	(3,468)	2,341
Serbest Nakit Akımı	1,409	1,808	(367)	(2,745)	4,320
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(2,927)	(203)	3,929	306	(2,016)
Finansal Borçlardaki Değişim	(2,451)	144	3,818	3,052	(738)
Temettü	–	–	–	(597)	–
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(476)	(346)	111	(2,148)	(1,279)
Çevrim Farkları	472	(196)	771	172	693
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	(1,046)	1,410	4,333	(2,267)	2,997

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Dönen Varlıklar	6,093	8,178	12,739	11,981	12,809
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,798	5,530	9,864	7,597	10,594
Finansal Yatırımlar	58	63	44	2,523	184
Ticari Alacaklar	830	853	971	1,062	1,018
Stoklar	9	7	7	7	6
Diğer Dönen Varlıklar	1,456	1,788	1,898	3,316	1,191
Duran Varlıklar	171,108	176,120	195,685	206,691	206,815
Finansal Yatırımlar	–	–	–	–	–
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	23,436	22,683	11,068	7,928	7,971
Maddi Duran Varlıklar	319	212	213	211	213
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	2	7	7
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	141,807	146,919	178,354	191,890	192,044
Diğer Duran Varlıklar	5,543	6,305	6,047	6,656	6,581
Toplam Varlıklar	177,201	184,299	208,425	218,672	219,624
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,017	7,688	7,154	6,928	6,796
Finansal Borçlar	3,399	4,084	4,303	4,408	4,296
Ticari Borçlar	1,230	1,399	1,584	1,041	781
Ertelenmiş Gelirler	96	206	262	492	528
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,291	1,998	1,005	986	1,192
Uzun Vadeli Yükümlülükler	40,580	43,580	57,974	65,405	63,689
Finansal Borçlar	20,662	22,002	30,207	32,764	29,198
Ertelenmiş Gelirler	2	1	42	40	44
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	16,469	17,715	23,826	29,126	31,090
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,447	3,863	3,899	3,475	3,356
Özkaynaklar	129,604	133,030	143,296	146,339	149,139
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	129,604	133,030	143,296	146,339	149,139
Azınlık Payları	–	–	–	–	–
Toplam Kaynaklar	177,201	184,299	208,425	218,672	219,624
Yatırım Sermayesi	169,785	175,165	195,710	208,556	206,529
Toplam Borç	24,061	26,086	34,511	37,172	33,494
Net İşletme Sermayesi (NİS)	(391)	(539)	(606)	27	243
NİS / S12A Satışlar	-3.2%	-4.4%	-4.6%	0.2%	1.6%
Net Borç (NB)	20,205	20,493	24,602	27,052	22,716
NB / S12A FAVÖK	2.6	2.6	3.0	3.0	2.3
NB / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(457)	(1,508)	(5,605)	(5,711)	(6,482)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.1	-0.2	-0.7	-0.6	-0.7
YPP (Türev Korunma Dahil)	(23,244)	(22,836)	(26,562)	(32,029)	(26,970)

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.