

Araştırma Başlangıç Raporu

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS)

21.09.2026
09.10

- RGYAS'ın Endeks Üzeri Getiri (EÜ), tavsiye ile araştırma takip listemize eklemekteyiz. 341TL/hisse olan hedef fiyatımız hisse senetleri için 79%'luk yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Rekabetçi sektörde yüksek büyüme profili

RGYAS'ın net faaliyet gelirleri (NOI) 2018—2025 yılları arasında EUR bazlı 9% YBBO büyüme göstermiştir. Böylece Şirket yüksek büyüme profilini kanıtlamıştır. NOI içerisinde AVM'lerin payı ofislere (ofis payı yaklaşık %5) göre daha yüksektir. Güçlü faaliyetlerin devamı niteliğinde 2026 ve 2027 yıllarında döviz cinsinde büyümenin sürmesini beklemekteyiz. FVAÖK tahminimiz 2025 seviyesi olan EUR163mn'ye kıyasla 26T ve 27T için 190mn ve 218mn EUR'dur. 2026'da faaliyetlere ek olarak Eylül ve Kasım 2025'te %50 payını satın aldığı Optimum İzmir ve Optimum Ankara AVM'lerinin tüm yıl etkisi takip edilmektedir. Son olarak, Şirket Optimum İstanbul'daki kalan %50 payı 68.9mn EUR bedelle satın almıştır. Satın alınan tüm yıl etkisi 2027 yılında takip edilecektir.

OCR rasyosunda toparlanma potansiyeli

2025 itibarıyla şirketin OCR (occupancy cost ratio) rasyosu son 5 yıllık ortalaması olan %9.3'e benzer gerçekleşmiştir. OCR bir kiracının kira gelirleri ve ortak alan giderlerinin aynı kiracının cirosuna oranlanmasıyla bulunmaktadır. Bu oranın önümüzdeki yıllarda kademeli artışlarla % 9.7'ye kadar çıkmasını beklemekteyiz. Faiz oranlarında indirimler sürdükçe ekonomik aktivitedeki canlanma kiracıların faaliyet gelirlerini artırabilir. Bu durum ciro kira kontratları sayesinde RGYAS'ın elde ettiği kira gelirlerini de destekleyebilir. Öte yandan şirketin kiracılarının gelirleri enflasyonun üzerinde büyümeyi başarmıştır. RGYAS'ın kiracı cirosu 6A26'da %35 artarken sektör ve enflasyonda değişim %32'dir. AYD verilerine göre Haziran 2026'da sektörde ciro endeksinde daralma gözlemlenirken, RGYAS'ın kiracı gelirlerinin yüksek varlık kalitesi sayesinde tüm yılda enflasyona benzer performansını korumasını beklemekteyiz. 2026'da %30 olan enflasyon tahminimize benzer bir ciro büyümesinin yanı sıra OCR oranlarında sınırlı toplanmalar beklemekteyiz. Dengeli portföy yapısı dikkate alındığında (ilk 10 kiracının gelirlerdeki oranı %23 ve ilk 20 kiracının gelirlerdeki oranı %34) şirketin riskleri dengeli dağıttığını düşünmekteyiz.

Düzenli Serbest Nakit Akım & Borçlulukta Düşüş

Şirket'in 2026 ve 2027 yıllarında sırasıyla 7.0mlr TL ve 10.9mlr TL serbest nakit akım üretmesini beklerken bu %11 ve %17 serbest nakit akım verimine işaret etmektedir. Yüksek nakit akımı sayesinde kaldıraç seviyesinde düşüşün sürmesini beklemekteyiz. 2026 ve 2027 yıl sonunda Net Borç/FVAÖK oranlarının 2.23x ve 1.39x olmasını beklemekteyiz. Görece düşük borçluluk oranları gelecek yıllarda daha fazla temettü dağıtımını destekleyebileceğini düşünmekteyiz. 2026 ve 2027 dönem karından hisse başına 10.67TL/hisse ve 13.48TL/hisse temettü hesaplarken bunlar sırasıyla %5.5 ve %7.1 temettü verimine işaret etmektedir.

Ucuz Değerleme

Haziran 2026 sonundaki 199.8 mlr TL tutarındaki EPRA NAD dikkate alındığında RGYAS hisse senetleri %68 düzeltilmiş NAD iskontosuyla işlem görmektedir. Son kapanış ve son 12 ay finansallara göre 0,38x F/DD işlem gören hisse senetleri yurt içi benzerlerine göre %65 iskontoludur.

Riskler

Yurt içinde ekonomik aktivitede sert yavaşlama risk unsuru olarak takip edilebilir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL190.40	TL341.00	79%
Piyasa Değeri		
TL63,022mn	USD1,296mn	

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	RGYAS:IS.TI / RGYAS:IS.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	-1%	7%	12%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	134.5 / 215.4		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	371.2		
YBB TL Getiri:	38%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.74		
BİST-100'deki ağırlığı	0.49%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	331		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	20.7%	14.6%	

Kısaca Şirket

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş., Rönesans Grubu'nun ticari gayrimenkul geliştirme ve yatırım şirkettir. RGY kendi yönettiği projeleri 1.5 milyon m2 toplam inşaat ve 737bin m2 toplam kiralanabilir alanı ile hizmet vermektedir. Mevcut portföyünde 12 alışveriş merkezi, 4 o fis olmak üzere 16 gayrimenkul varlığı bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Rönesans Varlık ve	70.6%
Proje Yatırımları A.Ş.	
Diğer	29.4%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (TLmn)	10,763	12,640	18,135	25,688
Yıllık Değişim	14%	17%	43%	42%
FVAÖK (TLmn)	7,003	8,213	11,817	16,730
Yıllık Değişim	24%	17%	44%	42%
Net Kar (TLmn)	6,134	16,306	14,121	17,843
Yıllık Değişim	-82%	166%	-13%	26%
Özkaynaklar (TLmn)	117,233	132,989	164,494	198,792
Yıllık Değişim	11%	13%	24%	21%
F/DD (x)	0.54	0.47	0.38	0.32
F/K (x)	10.27	3.86	4.46	3.53
FD/FVAÖK(x)	12.20	10.40	7.23	5.11
Hisse Başına Kar(TL)	18.53	49.26	42.66	53.91
Hisse Başına Temettü	1.64	7.81	10.66	13.48
Temettü Verimi	0.9%	4.1%	5.6%	7.1%
Özkaynak Karlılığı	6%	13%	9%	10%

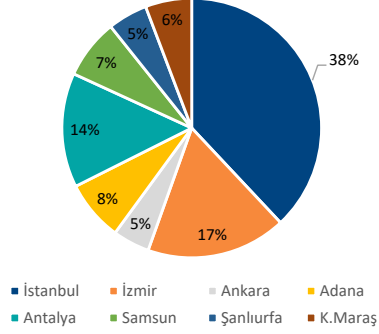
Analist: Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

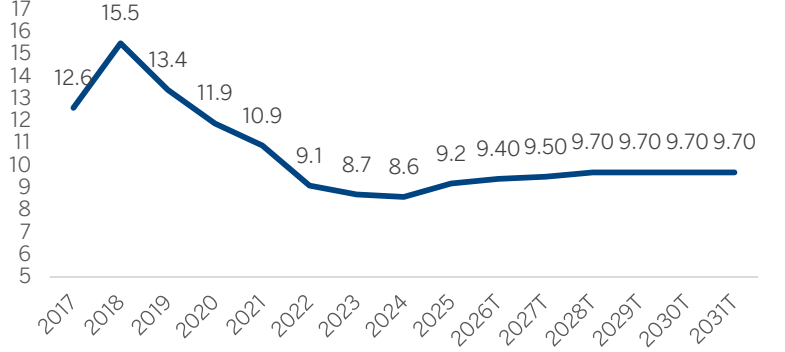
Önemli Grafikler

İllere Göre BKA Dağılımı



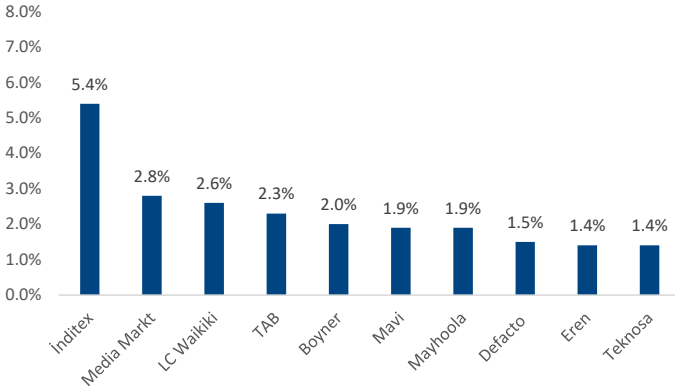
Kaynak: Şirket Sunumu

Yıllar İtibarıyla OCR oranı (%)



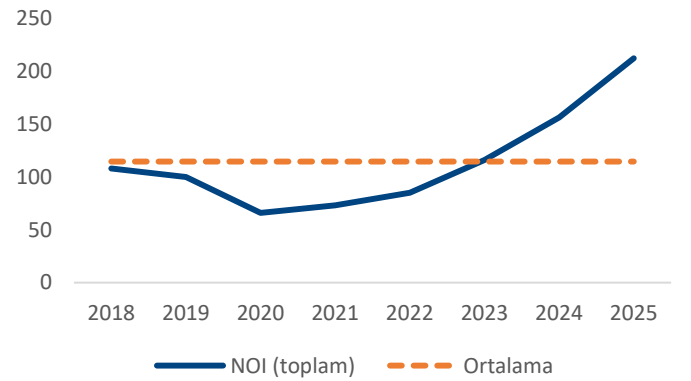
Kaynak: Şirket Sunumu

Markalara göre kiracılar (Toplam ciroda pay %)



Kaynak: Şirket Sunumu

Yıllar itibarıyla NOI (EURmn)

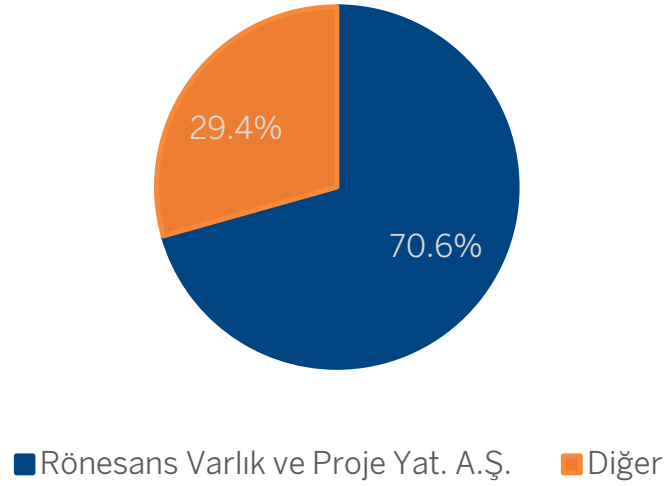


Kaynak: Şirket Sunumu

Şirket Hakkında

Haziran 2006'da kurulan Rönesans Gayrimenkul, ağırlıklı olarak AVM yatırımlarıyla yıllar itibarıyla büyümesini sürdürmüştür. Mevcut durumda portföyünde 12 AVM (7 farklı ilde), 4 Ofis, bulunmaktadır. Portföy 737bin m2 kiralanabilir alana sahipken 2000 mağaza sayısı bulunmaktadır. AVM'lerin doluluk oranı %99.2'dir. Yıllık ziyaretçi sayısı yaklaşık 114 milyondur. İstanbul, İzmir ve Ankara'daki varlıklar 30 Haziran 2026 itibarıyla göre toplam içinde % 41'lik paya sahiptir. Şirket payları Nisan 2024'te tarihinde halka arz olmuştur. Hisse senetleri RGYAS borsa koduyla işlem görmektedir.

Şirket Ortaklık Yapısı (%)



Kaynak: KAP

Eylül 2026 itibarıyla Rönesans'ın RGYAS'taki paylarının oranı %70.6 olarak gerçekleşmiştir. Fiili dolaşım oranı ise %27.19'dur. Hatırlanacağı üzere GIC Private Limited, şirkette kalan %13.85'lik paylarını Mayıs 2026'da satmıştır. Satış işlemi pay başına 163TL fiyatla gerçekleşirken satılan pay miktarı 45.8mn adettir. İlgili işlem sonrasında GIC'nin RGYAS'ta payı kalmamıştır.

Yatırım Teması

Alışveriş merkezleri ve yatırımcılar derneği (AYD) verilerine göre, ziyaret sayısı endeksi 2Ç26'da ç/ç %11 ve y/y %5 artışla 106'ya çıktı. Bu veri 2Ç23'ten sonrası dönemde en yüksek veriydi. Buna göre AVM'lerde doluluk oranları yüksek seyrini korudu. Öte yandan AVM ciro endeksi Haziran 2026'da y/y %20.9 büyüdü. Bu reel anlamda %8.5'lik bir daralmaya işaret etmekteydi. 2Ç26 olarak bakıldığında ise metrekare verimliliği 20.116TL olurken, y/y %30.67 artış gösterdi. Giro endeksinin değişimi ise çeyreklik olarak enflasyona paralel bir değişim gösterdi.

AVM'lerde genellikle iki tip kira sözleşmesi yapılmaktadır. Baz kira yöntemi ve ciro kira yöntemi. Baz kira yönteminde belirlenen minimum aylık kira tutarı kira bedelidir. Öte yandan ciro kira yönteminde kiracının satışları üzerinden belirli bir oranla alınan kiralardır. Giro kira yöntemi enflasyona karşı koruma sağlamaktadır. Giro kirası yöntemi RGYAS'ın portföyünde daha yüksek ağırlığa sahiptir. Şirket kiracılarının gelir artışı enflasyon üzerinde olduğundan (RGY: %35, TÜFE %32) reel kira büyümesi elde edebilmektedir. OCR (Doluluk Maliyet Oranı) toplam kira + ortak giderlerin, toplam kiracı cirosuna oranıdır. RGYAS'ın OCR oranı 2Ç26 itibarıyla uluslararası emsallerine benzer %9.3 seviyesindedir. Son 5 yıllık ortalama da %9.3 iken bu oranda orta vadede yukarı yönlü bir değişim olabileceğini not etmekteyiz.

Güçlü marka portföyü doluluk oranlarını desteklemektedir. RGYAS'ın kiracıları arasında, Inditex, Media Markt, LC Waikiki, TAB ve Boyner gibi bilinirliği yüksek markalar bulunmaktadır. Dengeli portföy yapısı kira gelirlerinde yoğunlaşmayı ve riskleri dağıtmaya yardımcı olmaktadır. İlk 10 kiracı RGYAS'ın portföyünde yalnızca %23, ilk 20 kiracı ise yalnızca %34 paya sahiptir. Kira gelirleri anlamında Inditex (giyim), Medimarkt (elektronik) ve LC Waikiki (giyim) sırasıyla %5.4, %2.8 ve %2.6 ile toplam içerisinde en yüksek paylara sahiptir.

Enflasyon muhasebesi kaynaklı, VUK ve TFRS finansalları farktan kaynaklı olarak nakit dışı ertelenmiş vergi yükümlülüğü doğmaktadır. 30 Haziran 2026 itibarıyla Şirket'in ertelenmiş vergi yükümlülüğü 34.9mlr TL seviyesindedir. Bu durum özkaynaklar üzerinde baskı unsurudur. Uluslararası gösterim standardı olan EPRA NAD bu etkiler hariç bakma imkanı sunmaktadır. Net aktif değer 2Ç26'da 199.8mlr TL iken bu 3.6mlr EUR'ya karşılık gelmektedir.

Mevcut durumda BIST'te işlem gören 53 adet GYO şirketi bulunmaktadır. GYO şirketlerinin ortalama F/DD çarpanı 0.94x'tür (Primli GYO'lar hariç 0.44x). Güncel TSBP verilerine göre, 2025/12 döneminde sektörün ortalama net aktif değer iskontosu %47.60'tır. Buna göre yüksek NAD iskontosu mevcut fiyatlamaya göre devam etmektedir. Faiz oranlarında indirim döngüsüne tekrar girilmesi halinde yüksek iskonto oranlarında iyileşme görülebilecektir.

Yıllıklandırılmış net kira gelirleri dikkate alındığında RGYAS benzerlerine kıyasla %17.7 kira verimiyle daha yüksek orana sahiptir. Araştırma kapsam listemizdeki bulunan AVPGY ve TRGYO'da bu oranlar sırasıyla %11.9 ve %10.6'dır. Kira geliri ağırlıklı GYO şirketlerinin ciro kira kontratları üzerinden enflasyona karşı koruma sağlamayı sürdürmesini beklemekteyiz. Kira çarpanı olarak bakıldığında, hesaplamalarımıza göre çarpan TRGYO'da 20.7x iken AVPGY'de 21.7x RGYAS'ya 20.6x'tir. Görece yüksek kira çarpanları varlık değerlerine kıyasla kiralara düşük seviyede kaldığını göstermektedir.

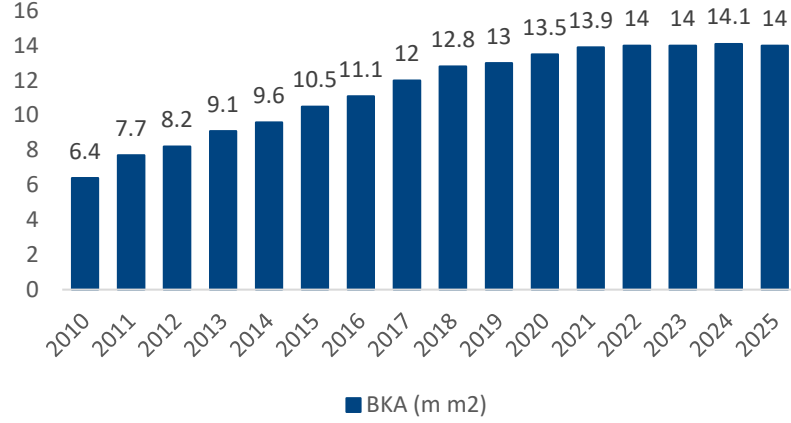
TÜİK verilerine göre Ocak—Ağustos 2026 döneminde Türkiye'de 950 bin adet konut satılmıştır. Satılan konutların 308 bin adedi birinci el iken 642 bin adedi ikinci el konumundadır. Konut kredi faiz oranları aylık %3.5 ile yüksek seviyelerde kalmayı sürdürmüştür. Kredili satışlar toplam içerisinde %17 paya sahipken faiz indirimlerinin gelecek dönemde kredili konut satışlarını desteklemesi beklenebilir. Sınırlı arz dikkate alındığında bu konut fiyat endeksini destekleyebilecektir. 2026/08 itibarıyla konut fiyat endeksinin değişimi %23 ile TÜFE'nin altında seyretmektedir.

Kiralanabilir alanın illere göre dengeli dağılımı şirketlerin risklerini dağıtması anlamında öne çıkmaktadır. RGYAS İstanbul, İzmir, Ankara gibi metropoller başta olmak üzere Adana, Antalya, Samsun, Şanlıurfa, K.Maraş gibi farklı illerde de faaliyet göstermektedir. BKA'nın kırılımında İstanbul, İzmir ve Ankara %60 paya sahiptir.

Türkiye AVM Sektörü

Türkiye’de 28’i inşaat halinde olmak üzere toplam 481 adet AVM bulunurken, 14.8m m2 kiralanabilir alan bulunmaktadır. Kiralanabilir alan artışı 2018 öncesinde %65 iken sonrasında yalnızca %5 seviyesinde kalmıştır. Enflasyondaki yükseliş kaynaklı olarak arz artışı sınırlı kalmıştır.

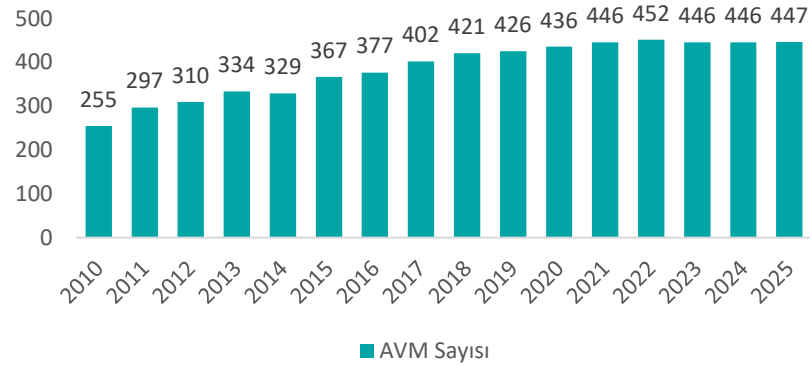
Yıllar İtibarıyla Brüt Kiralanabilir Alan (m m2)



Kaynak: Şirket Sunumu

İller bazında bakıldığında, İstanbul’da 134 aktif AVM, Ankara’da 45 aktif AVM ve diğer illerde 274 aktif AVM bulunmaktadır. Kiralanabilir alan İstanbul’da 5.1m m2 iken Ankara’da 1.7m m2, diğer illerde ise 7.09m m2’dir.

Yıllar İtibarıyla AVM Sayısı

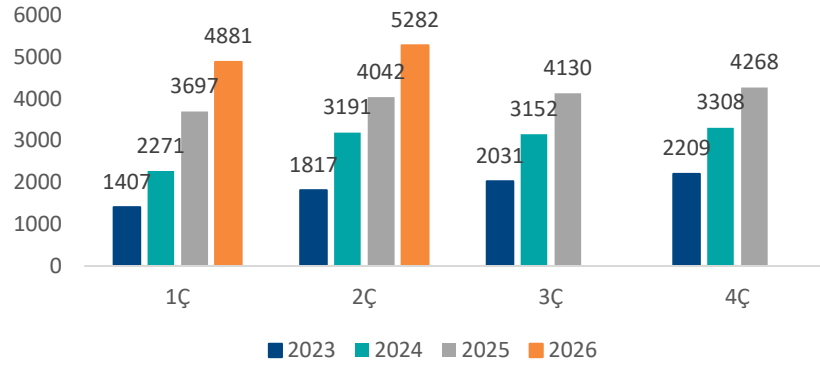


Kaynak: Şirket Sunumu

Türkiye AVM Sektörü –2

Alışveriş merkezleri ve yatırımcıları derneği verilerine göre, ciro endeksi Haziran 2026'da %20.9 artış gösterdi. Öte yandan reel olarak değişim -%8.5 seviyesindeydi. Çeyrek bazına düşen cirolarda ikinci çeyrekte geçen yılın aynı dönemine kıyasla nominal olarak %30.67'lik artış yaşanmıştır. 2026 2Ç itibarıyla metrekare başına ciro 20.116TL'dir. Haziran 2026 itibarıyla M2 başına düşen ciro İstanbul'da 24.177TL iken, Anadolu'da 17.236TL, Türkiye'de ise 20.012TL'dir.

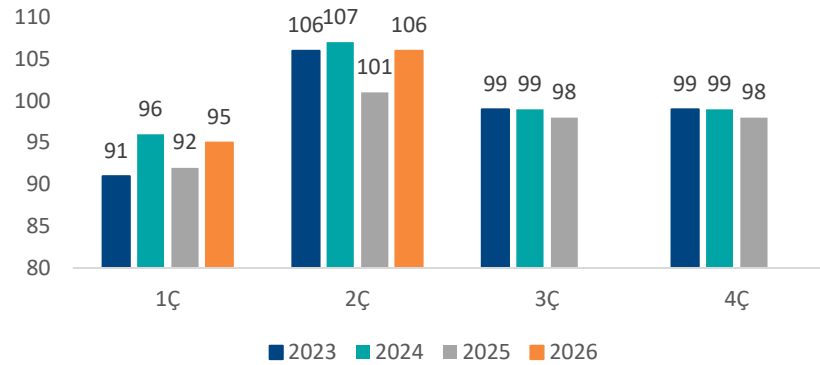
Metrekare başına Ciro



Kaynak: Şirket Sunumu, AYD, Garanti BBVA Yatırım

Ziyaretçi sayısı endeksi ise güçlü görünümünü 2Ç26 korumuştur. Geçen yılın aynı dönemine kıyasla %4.95'lik bir artış görülmüştür.

Ziyaretçi Endeksi

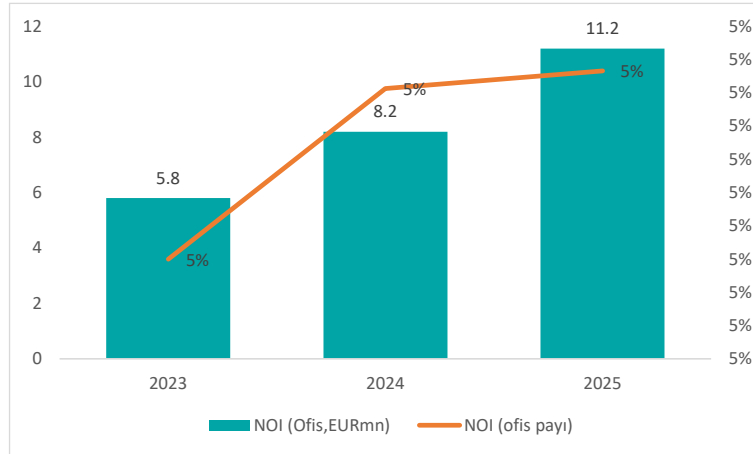


Kaynak: Şirket Sunumu, AYD, Garanti BBVA Yatırım

RGYAS Portföy

Varlık	Partner	Lokasyon	Açılış Tarihi	Varlık	BAK/ Arazi Alanı	30 Haziran 2026 (EURmn)
Karşıyaka Hiltown	-	İzmir	Ekim 19	AVM	64	664
Küçükyalı Hiltown	-	İstanbul	Ekim 17	AVM/Ofis	61/11	380
Maltepe Piazza	-	İstanbul	Nisan 18	AVM/Ofis	53/8	461
Samsun Piazza	-	Samsun	Mart 13	AVM/Otel	63	369
Şanlıurfa Piazza	-	Şanlıurfa	Ekim 13	AVM	42	148
Kahramanmaraş Piazza	-	K.Maraş	Nisan 13	AVM	49	198
Optimum İstanbul	-	İstanbul	Kasım 08	AVM	42	302
Optimum İzmir	-	İzmir	Mart 12	AVM	84	651
Optimum Ankara	-	Ankara	Ekim 04	AVM	39	251
Optimum Adana	-	Adana	Nisan 11	AVM	64	332
Kozzy	-	İstanbul	Nisan 10	AVM	14	25
Maltepe Park	-	İstanbul	Ocak 05	AVM/Ofis	77/15	201
RönesansBiz Küçükyalı	-	İstanbul	Aralık 14	Ofis/Okul	52	132
Beachtown Proje	-	Antalya	-	Arsa	121	28
Ümraniye Arsa	Doğan (%50)	İstanbul	-	Arsa	23	65
Ataşehir Arsa	-	İstanbul	-	Arsa	0.5	0.6
Toplam						4345

RGYAS'ın toplam kiralanabilir alanı 737 bin m2 iken eksper değeri EUR4.3 milyar EUR'dur. AVM'lerin doluluk oranları %100'e yakın seviyededir. 2025 yılında Optimum İzmir ve Ankara'daki GIC'nin %50 paylarını satın almıştır. Satın alma sonucunda yıllık bazda 22mn EUR ek NOI artışı sağlanırken %12'lik inorganik büyüme gerçekleşmiştir.

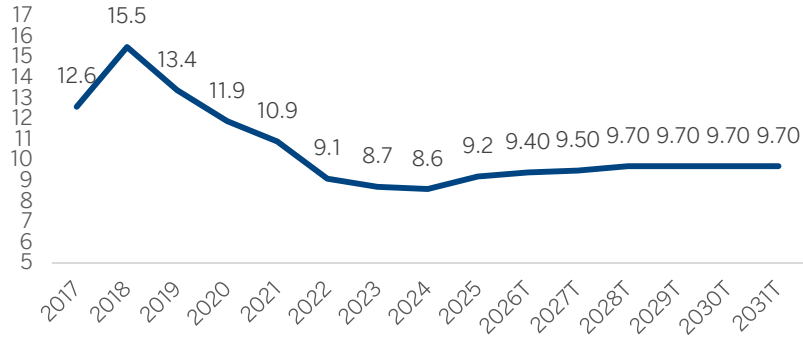


Kaynak: Şirket Sunumu

Ofis tarafında yaklaşık 86bin m2 kiralanabilir alan bulunmaktadır. RönesansBiz Ofis'de Turkcell ve Bosch gibi büyük markalar bulunmaktadır. Ofislerin net faaliyet gelirleri (NOI) 2023, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 5.8mn EUR, 8.2mn EUR ve 11.2mn EUR olmuştur. 2027 yıl sonuna kadar 64bin m2 alanın 5.kira yılını tamamlaması beklenmektedir. Güncel kira bedelleri dikkate alındığında, bu potansiyel 5-10mn USD kira artışına işaret etmektedir.

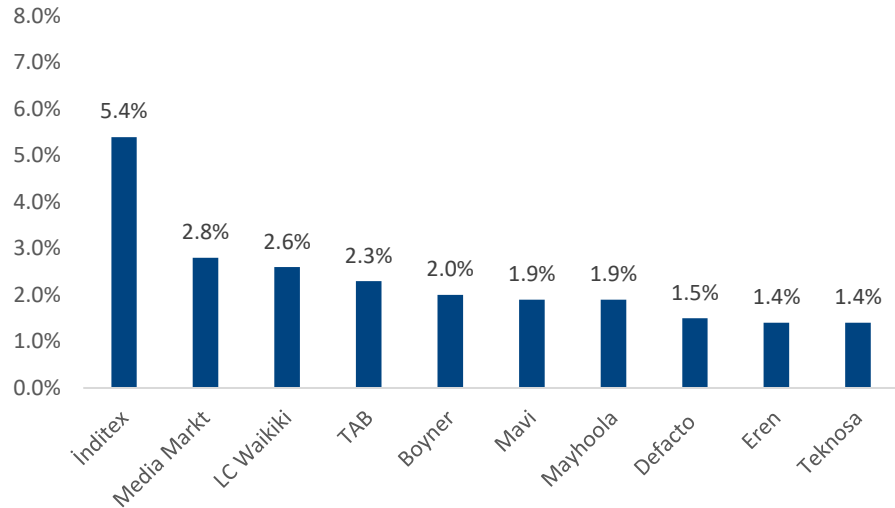
Doluluk Maliyet Oranı (OCR)

Occupancy Cost Ratio (OCR) bir kiracının ödediği kira ve ortak alan giderlerinin mağazanın cirosuna bölünmesiyle ölçülür. Bu oranın son üç yıllık ortalaması % 8.83 iken uzun dönem ortalaması %11.1'dir. 2018 yılında %15.5'e çıkan oran yıllar itibarıyla gerileme kaydetmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca oranın sınırlı toparlanma ile birlikte %9.7'ye çıkmasını beklemekteyiz. Öte yandan tarihsel ortalama tahminimizde yukarı yönlü bir risk unsuru olabileceğini göstermektedir. Bu oran Türkiye'de tarihsel olarak %12-%13 seviyelerindedir.



Kaynak: Şirket Sunumu

Kiracı portföyünde ise dengeli bir görünüm bulunmaktadır. Toplam içerisinde ilk 10 kiracının payı %23 seviyesindeyken ilk 20 kiracının payı %34 seviyesindedir.



İnditex (giyim), Media Markt (elektronik) ve LC Waikiki (giyim) %5,%3 ve %3 oranlarla toplam gelirler içerisinde en yüksek paya sahip kiracılarıdır.

RGYAS Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar	10,763	12,640	18,135	25,688
Satışların Maliyeti	-3,285	-3,800	-5,451	-7,722
Brüt Kar	7,478	8,841	12,683	17,966
OPEX	-500	-657	-907	-1,284
Operasyonel Kar	6,978	8,183	11,777	16,681
FVAÖK	7,003	8,213	11,817	16,730
Diğer Gelir/Gider	1,216	5,892	5,744	5,744
İştiraklerden Gelir/Gider	174	89	110	141
Net Finansal Gelir/Gider	4,293	-2,465	20	-263
Vergi Öncesi Kar	12,666	21,723	17,651	22,303
Vergi	-6,532	-5,417	-3,530	-4,461
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	6,134	16,306	14,121	17,843
Brüt Kar Marjı	69.5%	69.9%	69.9%	69.9%
Faaliyet Kar Marjı	64.8%	64.7%	64.9%	64.9%
FVAÖK Marjı	65.1%	65.0%	65.2%	65.1%
Net Kar marjı	57.0%	129.0%	77.9%	69.5%
Satış Büyümesi	14%	17%	43%	42%
FVAÖK büyümesi	24%	17%	44%	42%
Net Kar büyümesi	-82%	166%	-13%	26%
Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	6,504	10,888	19,408	31,979
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,754	9,197	14,698	26,373
Ticari Alacaklar	864	965	1,491	2,111
Stoklar	2	6	6	6
Diğer Dönen Varlıklar	884	720	3,213	3,488
Duran Varlıklar	154,453	187,835	228,207	269,899
Toplam Varlıklar	160,957	198,723	247,615	301,878
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,833	6,296	7,116	8,710
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4,649	4,006	4,862	5,890
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1,344	946	1,358	1,923
Diğer Borçlar	1,840	1,343	896	896
Uzun Vadeli Yükümlülükler	35,891	59,438	76,005	94,376
Uzun Vadeli Borçlanmalar	19,322	29,775	36,132	43,775
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,569	29,664	39,873	50,600
Özkaynaklar	117,233	132,989	164,494	198,792
Toplam Kaynaklar	160,957	198,723	247,615	301,878
Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
FVAÖK	7,003	8,213	11,817	16,730
İşletme Sermayesindeki değişim	-1,240	-1,866	-2,019	-2,637
Faaliyetlerden nakit akımı	5,764	6,347	9,798	14,093
Yatırımlar	-47	-5,914	-1,025	-676
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akımı	5,717	434	8,773	13,417
Temettü	-543	-2,588	-3,530	-4,461
Net borçtaki değişim	-2,864	12,150	-581	-3,003
Finansman faaliyetlerinden nakit akımı	-3,407	9,562	-4,112	-7,464
Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T
Net Borç/FVAÖK	2.7	3.0	2.2	1.4
Net Borç/Sermaye	0.2	0.2	0.2	0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	0%	47%	6%	3%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirler	-11.5%	-14.8%	-11.1%	-10.3%
Özkaynak Kârlılığı	5.5%	13.0%	9.5%	9.8%
Yatırılan Sermaye Getirisi	3.7%	4.0%	4.7%	5.5%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

RGYAS Değerleme

Milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Uç
Gelirler		18135	25688	32785	39998	48798	58557	
Faaliyet Karı		11777	16681	21291	25975	31689	38027	
Vergi (Faaliyet Karı Üzerinden)		-1767	-2502	-3194	-3896	-4753	-5704	
Amortisman		40	48	62	74	90	105	
İ.S. Değişimi		-2019	-2637	-2478	-2518	-3072	-3407	
Yatırım Harcamaları		-1025	-676	-777	-778	-779	-780	
Serbest Nakit Akışı		7007	10915	14904	18857	23174	28241	200608
FVAÖK		11817	16730	21353	26049	31779	38132	
FVAÖK Marjı (%)		65%	65%	65%	65%	65%	65%	
Risksiz Faiz Oranı	30%	30.0%	25.0%	23.0%	21.0%	15.0%	15.0%	
Market Risk Primi	5.00%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Varlık Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Özsermaye Maliyeti		35%	30%	28%	26%	20%	20%	
Borçlanma Maliyeti	30%	30%	27%	25%	23%	15%	15%	
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
AOSM		33%	29%	27%	25%	18%	18%	
İndirgeme Faktörü		0.5	1.3	1.6	2.0	2.4	2.8	3.3 0.3
Terminal Büyüme	3%							
Nakit Akışları Şimdiki Değeri	71946	5,908	13,019	13,136	12,871	13,364	13,647	
Uç Değer Şimdiki Değeri	61104							
Ulaşılan değer	133051							

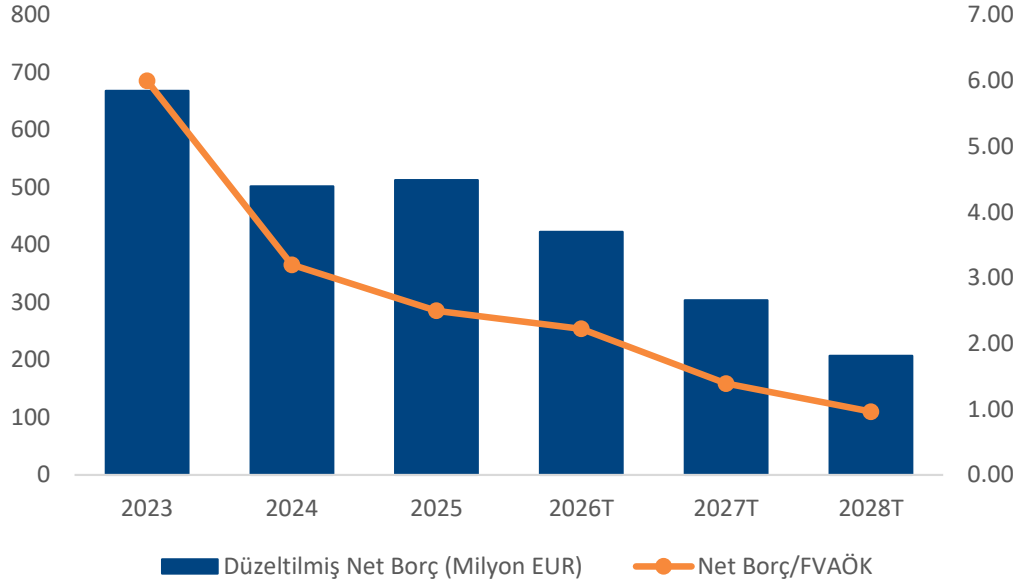
Değerleme yöntemi olarak kiralananabilir alanlar için İNA yöntemini kullanmaktayız. Risksiz faiz oranı olarak projeksiyon dönemi boyunca %30'dan %15'e kademeli düşüş projekte etmekteyiz. Şirket'in bazı varlıklarında yap işlet devret modeli olduğundan dolayı terminal büyümeyi %3 gibi sınırlı bir oranda almaktayız.

2027 yılında reel büyümede Optimum İstanbul satın alımından gelen inorganik büyüme ve kira gelirlerinde enflasyona benzer bir büyüme varsayımımız etkili olmuştur.

Değerleme Özeti	Mn TL
Kira Getirili Varlıklar	133,051
MaltepePark Projesi	3,637
Toplam	136,687
Net Borç	24,078
Hedef Piyasa Değeri	112,609
Hedef Fiyat (TL/hisse)	341.0
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)	190.4
Yükseliş Potansiyeli (%)	79%
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım	

Borçluluk Yapısı

RGYAS yüksek serbest nakit akımı sayesinde net borcunu yıllar itibarıyla düşürmeyi başarmıştır. 2023 yılında 668mn Euro seviyesinde olan net borç 2025 yılında 513mn Avro'ya gerilemiştir. Gelecek iki yılda net borcun 423mn Euro ve 304mn Euro'ya gerilemesini beklemekteyiz. Buna bağlı olarak net borç FVAÖK'ün 2025 yılındaki 2.5x'e kıyasla 2026 ve 2027'de sırasıyla 2.23x ve 1.39x'e iyileşmesini bekliyoruz.



Kaldıraç oranındaki düşüş, daha yüksek temettü dağıtım oranına işaret edebilecekken, aynı zamanda yeni yatırımlar ve projeler için de alan yaratacaktır. Toplam borç içindeki döviz payının yüksek olduğu Haziran 2026 itibarıyla (%96) göz önüne alındığında, Türk Lirası'nın reel değer kazanması şirketin borçluluk yapısını destekleyecektir.

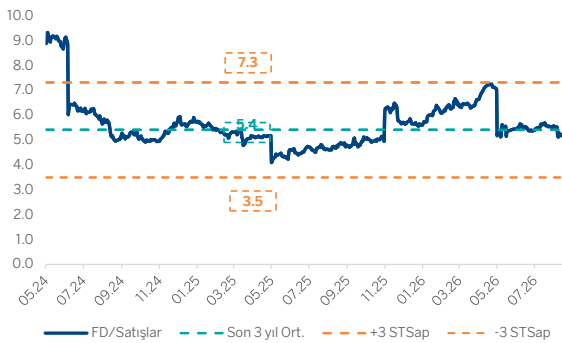
Ek 1: RGYAS Özet Finansallar

Ronesans Gayrimenkul Yatırım Özet Finansal Sonuçlar									Değişim	
(milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2Ç26/2Ç25	2Ç26/1Ç26	6A26/6A25
Satış Gelirleri	3,347	3,823	4,469	4,398	4,609	6,593	9,007	38%	5%	37%
Brüt Kar (Zarar)	2,308	2,658	3,182	3,208	3,179	4,571	6,387	38%	-1%	40%
Faaliyet Karı	2,096	2,416	2,998	3,050	2,948	4,223	5,998	41%	-3%	42%
FVAÖK	2,102	2,419	3,017	3,072	2,946	4,235	6,019	40%	-4%	42%
Net Diğer Gelir/Gider	5,850	642	-1,002	90	2,359	6,023	2,449	-60%	2521%	-59%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	8,866	2,935	294	-12	1	282	a.d.	a.d.	19336%
Net Finansal Gelir / Gider	-2,592	-230	1,343	2,107	570	-2,738	2,677	a.d.	-73%	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	1,153	1,778	1,467	3,022	1,781	4,063	4,803	54%	-41%	18%
VÖK	4,549	11,936	6,883	5,587	5,936	6,762	11,523	30%	6%	70%
Vergi Geliri (Gideri)	-880	-955	-2,974	-2,592	-1,608	-2,450	-4,199	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	3,668	10,981	3,909	2,996	4,328	4,311	7,324	18%	44%	70%
Çalışma Sermayesi	437	528	-29	-243	-6,243	437	-6,243	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	-2,528	7,453	2,957	5,236	-1,165	3,186	4,071	a.d.	a.d.	28%
Özsermaye	142,361	153,347	156,606	159,599	163,930	142,361	163,930	15%	3%	15%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	69.0%	69.5%	71.2%	72.9%	69.0%	69.3%	70.9%	0 puan	-3.9 puan	1.6 puan
Faaliyet Kar Marjı	62.6%	63.2%	67.1%	69.3%	64.0%	64.1%	66.6%	1.3 puan	-5.4 puan	2.5 puan
FVAÖK Marjı	62.8%	63.3%	67.5%	69.9%	63.9%	64.2%	66.8%	1.1 puan	-5.9 puan	2.6 puan
Net Kar Marjı	109.6%	287.2%	87.5%	68.1%	93.9%	65.4%	81.3%	-15.7 pp	25.8 pp	15.9 pp

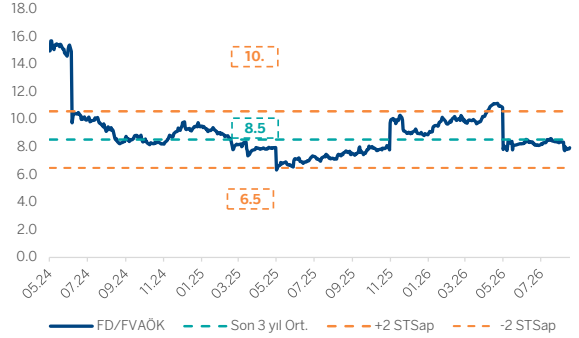
Kaynak: Rasyonet

Tarihsel Değerleme Çarpanları

Firma Değeri/Satışlar



Firma Değeri/FVAÖK



UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlet, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.