

Rönesans Gayrimenkul Yatırım

Kira Geliri Artıyor, Borçluluk Düşüyor

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. için %76,21 getiri potansiyeli ile 230 TL olan hedef fiyatımızı **317 TL olarak** güncelliyoruz. Yatırım teması olarak kira gelirinde güçlü büyüme ve net nakit pozisyonuna geçiş öne çıkmaktadır.

2025 yılı AVM sektöründeki gelişmeleri hafif negatif olarak değerlendirmekle birlikte, faiz indirimleriyle birlikte gayrimenkul sektörü önümüzdeki dönemde endeksten pozitif ayrışabilir. Rönesans Gayrimenkul özelinde ise şirketin kiracılarının cirosu sektöre göre yüksek seyretmektedir. Optimum İzmir ve Optimum Ankara satın alımları kira gelirini güçlendirdi. Bununla birlikte portföy OCR'ı halen sürdürülebilir seviyelerin altında bulunmaktadır.¹ Halka arzdan beri borçluluk **önemli ölçüde** düşmüş olup şirket, güçlü nakit akışı sayesinde net nakit pozisyonuna geçebilir.

RGYAS 2026 Mart itibarıyla 180,2 milyar TL Düzeltilmiş EPRA Net Aktif Değere ulaşmıştır.² Hisse senedi güncel olarak **0,41x** PD/DD çarpanı ile işlem görmektedir, İNA yöntemi ile bulduğumuz **317 TL** hedef hisse fiyatına göre hedef PD/DD **0,70x** olmaktadır. 2026'nın ikinci yarısında beklediğimiz faiz indirimleriyle birlikte varlık fiyatlarındaki yükseliş sonucu NAD iskontosu daha da açılabilir.

Katalizörler

- Optimum İzmir ve Optimum Ankara satın alımları
- Net borçtan net nakit pozisyonuna geçiş
- Giderek büyüyen ofis gelirleri

Riskler

- TL kira yapısının EUR borç yüküyle yarattığı kur uyumsuzluğu
- Pandemi sonrasında normalleşmeden ötürü sınırlı büyüme

76% Getiri Potansiyeli

Bloomberg Ticker	RGYAS TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	179,90
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	317,00
Getiri Potansiyeli	76,21%
Piyasa değeri, milyon TL	59.546
Piyasa değeri, milyon ABD doları	1.360
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,0%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,1%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Research

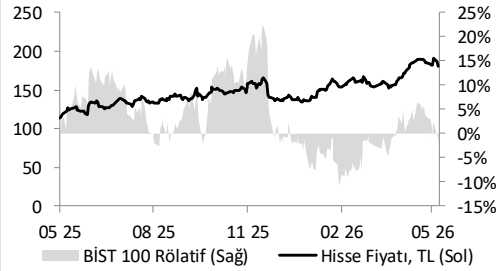
Finansallar, Milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Satışlar	12.640	18.409	23.342	28.778	34.856
Satış büyümesi	36%	45,6%	26,8%	23,3%	21,1%
Net Operasyonel Gelir	9.868	13.001	16.485	20.354	24.654
FAVÖK	8.213	12.447	15.872	19.648	23.883
FAVÖK marjı	65,0%	67,6%	68,0%	68,3%	68,5%
Net Kâr	16.306	11.467	14.536	17.926	21.581

Çarpanlar	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Borç	24.584	14.701	3.364	-10.918	-3.709
Net Borç/FAVÖK	3,0	1,2	0,2	-0,6	-0,2
FD/FAVÖK	10,02	6,6	5,2	4,2	3,4
F/K	3,7	5,2	4,1	3,3	2,8
PD/DD	0,4	0,32	0,24	0,19	0,16

Ortaklık Yapısı	Oran (%)
Rönesans Holding	70,6%
Diğer	2,2%
Halka Açık	27,2%

Kaynak: Şirket verileri. 15.05.2026 itibarıyla gerçekleşecek takas verisine göre.

Hisse Performans Grafiği



Kaynak: Finnet

Ata Yiğit Şener

ata.sener@phillip.com.tr

Sadrettin Bağcı

sadrettin.bagci@phillip.com.tr

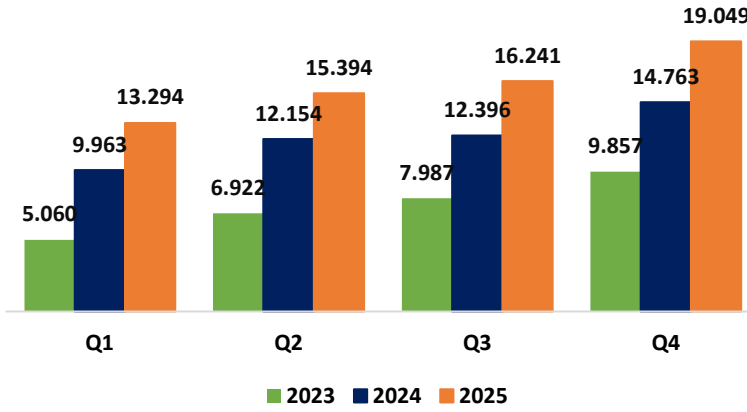
¹ OCR: Occupancy Cost Ratio. Kiracının yıllık ödediği kiranın toplam cirosuna bölünmesi ile hesaplanır.

² Düzeltilmiş EPRA NAD yaklaşımında özsermaye üzerinde belirli vergi düzeltmeleri yapıp varlıkların gerçeğe uygun değerinin yansıtılması amaçlanır.

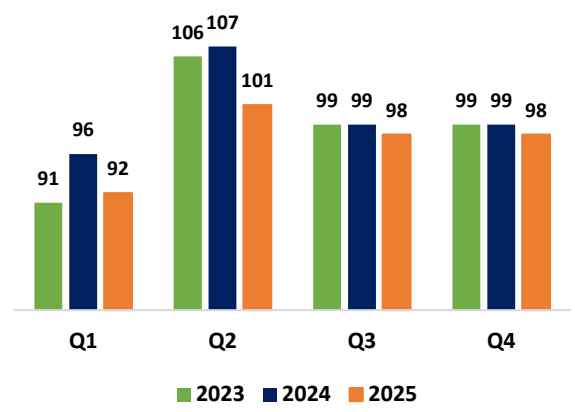
Perakende Sektörü ve RGYAS

Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği (AYD) verilerine göre, sektörde çeyreklik ciro/m² verimliliğinde yıldan yıla %26-33 nominal büyüme görülse de enflasyona göre düzeltme yapıldığında her çeyrek için **reel daralmaya** işaret etmektedir. Sektörün çeyreklik ziyaretçi sayılarında da geçtiğimiz 12 ayda hafif bir daralma görülmektedir.

Çeyreklik Ciro/m² Verimliliği

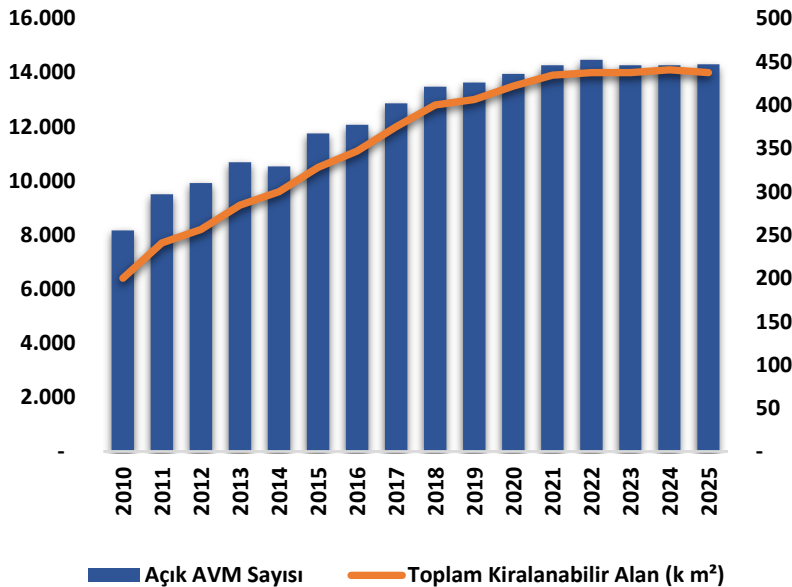


Çeyreklik Ziyaretçi Endeksi



Kaynak: AYD

Aşağıdaki tablodan da görüleceği gibi 2022 yılına kadar AVM sayısı ve toplam kiralanabilir alanda artış olsa da son birkaç yıldır yatay bir seyir vardır. *JLL Value Solutions Partners 2025 Yıl Sonu Raporu'na* göre 2026 yılında brüt kiralanabilir alan (BKA) m² arz tarafında kısıtlı bir yükseliş beklenirken perakende talebi tarafında büyüme beklenmemektedir. Bu bağlamda perakende sektörü görünümü stabildir.



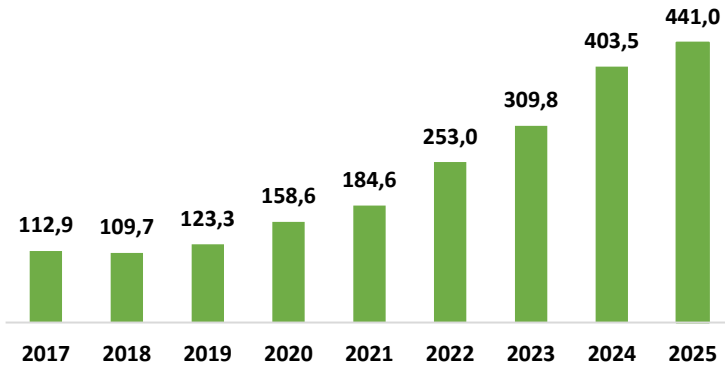
Sol eksen: BKA
Sağ eksen: AVM sayısı

AVM Harcamaları

Bankalararası Kart Merkezi (BKM) verilerinden hazırladığımız tablolara göre AVM ve marketlerde yapılan reel harcama 2017 – 2025 arası 4 kat arttı. Uzun vadeli büyüme oranına baktığımızda pandemi öncesi ve sonrası benzer bir trend vardır.³ Toplam işlem adetlerinde 2021'den sonra güçlü bir büyüme gözlemledik. Bu yükselişin sebepleri:

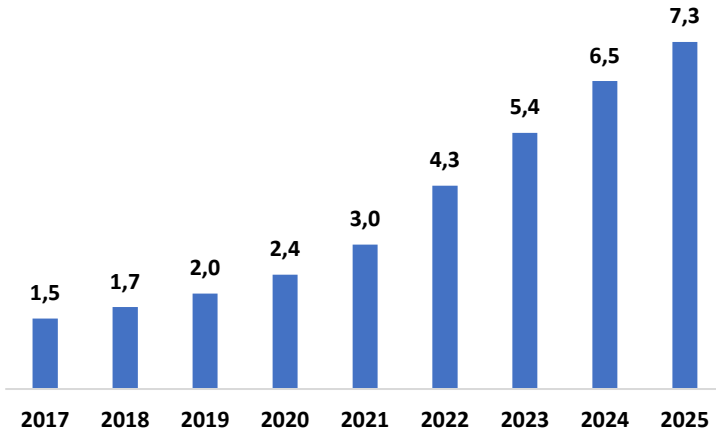
- Pandemiden sonra giderek kolaylaşan temassız işlemler
- Sodexo, Pluxee tarzı tüketimi canlı tutan programlar
- Kağıt paranın alım gücündeki düşüşten ötürü kartlı harcamaya geçişler olabilir.

Reel Harcama Endeksi



Toplam işlem adedi 2017 - 2025 arası 5 kat yükselmiştir. **Kart ile harcama alışkanlığının artık bir norm haline geldiğini düşünüyoruz.** Buradan hareketle talepte ciddi bir düşüş görünmemekte; tüketici harcama alışkanlıkları normal seyretmektedir. (YBBO: %60,7)

Toplam işlem adedi (milyar)



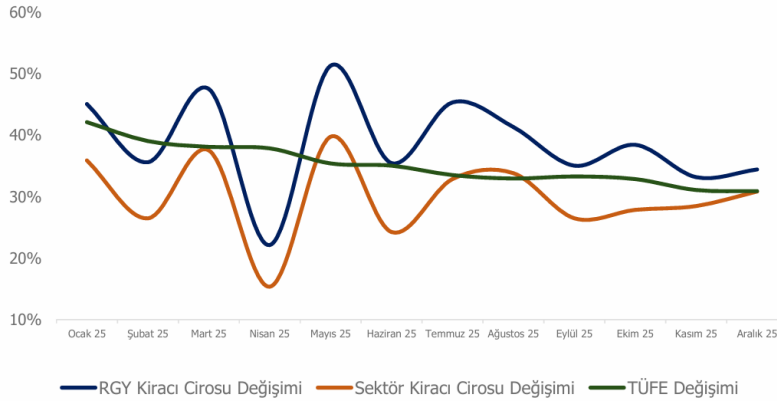
³ 2017 - 2025 YBBO: %22,04
2021 - 2025 YBBO: %24,50

Rönesans Gayrimenkul

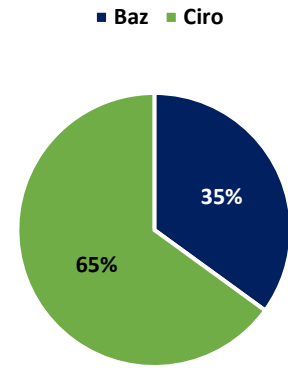
Sektörde kiracı cirolarında reel daralma varken Rönesans Gayrimenkul'ün kiracı ciroları TÜFE üstünde büyümüştür, tahminimiz bu trendin önümüzdeki yıllarda da devam edeceği yönündedir. Şirketin kira geliri *baz kira* ve *ciro kira* olarak ikiye ayrılmaktadır. Baz kira geliri son 12 aylık ortalama TÜFE ile arttırılırken ciro kira, kiracının cirosundan alınan yüzdelik paya dayanmaktadır. Baz kira şirketin kira gelirlerini enflasyona karşı korurken ciro kira reel büyüme sağlamaktadır.

Yüksek faiz dönemini sektöre göre güçlü geçiren RGYAS kiracılarının faiz düşüşlerinden daha da güçlü çıkmasını beklenebilir. Bunun yanında AVM portföyünün doluluk oranların neredeyse %100'e yakın olduğu için, kira yükselişi sınırlı pozitif olarak değerlendirilebilir.

Tenant Sales & CPI LTM^(1,2)



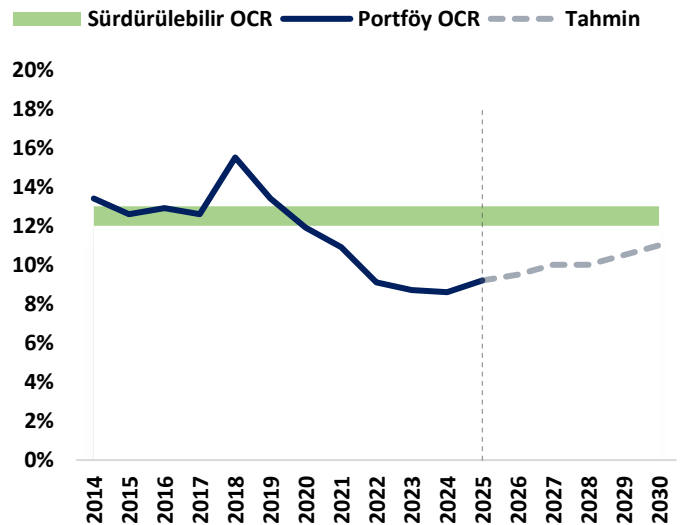
Kira Yapısı



Kaynak: RGYAS Şubat 2026 yatırımcı sunumu, şirket verileri

OCR Tahmini

RGYAS için sürdürülebilir OCR %12-13 iken portföyün güncel OCR'ı %9,5'dir. Geçtiğimiz yıl en düşük seviyeleri gören bu oranın giderek toparlanmasını ve %10'un üstünde normalize olmasını bekliyoruz. Şirketin 1Ç 26 sonuçlarına göre güncel OCR %9,5 olarak gerçekleşmiştir.



Muhafazakâr tuttuğumuz bu OCR tahmini, kira sözleşmelerinin birkaç yıl vade ile yapıp⁴ kira artışının gecikmeli olması, yüksek doluluk oranlarının yeni sözleşmeleri kısıtlamasından ötürüdür.

Ofis Piyasası ve RGYAS

Ticari gayrimenkul danışmanlığı alanında faaliyet gösteren Alfa Invest'in *2025 Yılı Sonu İstanbul Ofis Piyasası Raporu*'na göre geçtiğimiz sene düşen şirket ciroları ve artan dekorasyon maliyetleri şirketlerin taşınma kararlarını erteledi. Bu sebeple yeni kiralamalar azaldı, kira gelirlerindeki artış baskılandı. 2026 yılının ikinci yarısında faiz oranlarındaki düşüş ile ofis piyasasında canlanma, ikincil bölgelerde kira artışı beklenmektedir.⁵ Rönesans Gayrimenkul'ün ofisleri bu bahsedilen "ikincil bölge" sınıfında bulunmaktadır.

RGYAS OFİS PORTFÖYÜ	Şehir	Açılış Tarihi	Varlık Tipi	Ofis Brüt Kiralanabilir Alan (bin m ²)
RönesansBiz Küçükyalı	İstanbul	Aralık 2014	Ofis / Okul	52
Küçükyalı Hilltown Ofis	İstanbul	Ekim 2017	Ofis	11
Maltepe Piazza Ofis	İstanbul	Nisan 2018	Ofis	8
Maltepe Park Ofis (operasyonel alan)	İstanbul	Ocak 2005	Ofis	15
Kaynak: RGYAS 2026 Şubat Yatırımcı Sunumu				86

Şirketin ortalama ofis kira geliri 20 USD/m² olup yeni kiralamalar 30 USD/m²'dir. %100 doluluk oranı, yeni kiralamaların kısıtlı olabileceğine işaret etmektedir.

Bunun yanında şirketin ofis portföyünde toplam 64 bin m²'lik alan, 2027 yıl sonuna kadar 5. kira yılını tamamlayacaktır. Bu alanların ortalama kira seviyesi güncel olarak 10 USD/m²'dir. Önümüzdeki yıllarda yaklaşık 5 – 10 milyon USD potansiyel kira artışı beklenebilir.

Ofis kira geliri NOI nakit akışı⁶ içinde yaklaşık %5'lik bir paya sahip olup yıldan yıla EUR bazında %35 büyüme göstermiştir. Maltepe Park'ta mevcut ofis alanı 15 bin m² olup aynı bölgede 32 bin m²'lik ofis alan genişleme projesi sürmektedir.

⁴ 2025 Q3 sunumuna göre **WUART** (Ağırlıklı Ortalama Kalan Kira Süresi) 4,2 yıldır.

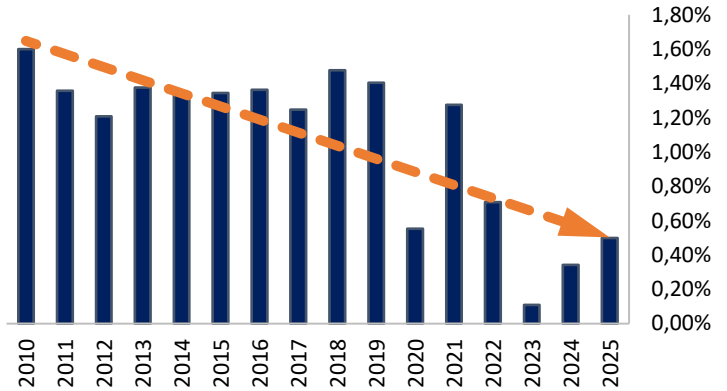
⁵ *Alfa Invest 2025 Yılı Sonu İstanbul Ofis Piyasası Raporu*, s. 10, 19.

⁶ **Net Operasyonel Gelir (NOI)**: Şirketin faiz ve vergi giderinden önceki kira gelirini ölçmek için kullanılan bir proxy'dir.

Nüfus ve Ziyaretçi

TÜİK verilerine göre Türkiye’de nüfus artış hızı son 15 yılda yıllık %1,6’lardan %0,5’lere kadar geriledi. Alım gücündeki düşüşün nüfus artışını etkilediği, bunun da uzun vadede AVM ziyaretçi sayılarındaki yükselişi dolaylı olarak sınırlandıracağını düşünüyoruz. Raporun ilk sayfasında bahsettiğimiz gibi çeyreklik AVM ziyaretçi sayılarında yıldan yıla hafif bir daralma gözlemlenmektedir.

Türkiye’de Nüfus Artış Hızı Düşüyor



Portföy Net Aktif Değer

RGYAS Varlık Portföyü (Mart 2026)			
Varlık Adı	Varlık Tipi	BKA (bin m ²)	Varlık Değeri (milyon TL)
Karşıyaka Hilltown	AVM	64,0	32.725
Optimum İzmir	AVM	84,0	32.048
Maltepe Piazza	AVM / Ofis	61,0	22.874
Küçükyalı Hilltown	AVM / Ofis	72,0	20.850
Samsun Piazza	AVM / Otel	63,0	17.872
Optimum Adana	AVM	64,0	16.385
Optimum İstanbul	AVM	42,0	14.963
Optimum Ankara	AVM	39,0	12.312
Maltepe Park	AVM / Ofis	92,0	11.453
Kahramanmaraş Piazza	AVM	49,0	9.745
Şanlıurfa Piazza	AVM	42,0	7.259
RönesansBiz Küçükyalı	Ofis / Okul	52,0	7.082
Ümraniye Arsası	Arsa	23,0	3.287
Kadıköy Kozzy	AVM	14,0	1.406
Ataşehir Arsası	Arsa	0,5	0.03
Beachtown Projesi	Arsa	121,0	N/A

- Şirketin faal AVM ve ofislerinin toplam brüt kiralanabilir alanı (BKA) 742 bin m²'dir.
- 31 Mart 2026 tarihi brüt portföy varlık değeri 210,3 Milyar TL'dir.
- Şirketin düzeltilmiş EPRA net aktif değeri 180,2 Milyar TL'dir.

Benzer Şirket Çarpanları

Şirket ⁷	PD/DD	FD/FAVÖK
RGYAS	0,41	8,59
TRGYO	0,72	8,21
ISGYO	0,36	15,91
AKGSY	0,46	6,39
AKMGY	0,9	10,72
Medyan	0,59	9,46
Ortalama	0,61	10,14

Kaynak: Matriks

RGYAS güçlü doluluk oranı, TÜFE üzeri kiracı geliri ve ilgili sektördeki lider konumuna karşın benzer şirketlerin PD/DD medyanı olan 0,59x'in altında, 0,41x çarpanla işlem görmektedir. **Sektör PD/DD medyanına göre %30 daha iskontoludur.**

PD/NAD iskontosu ise **0,34x olup faiz indirimleri sonucu artacak varlık fiyatlarından dolayı daha da açılabilir.** Bu yüzden mevcut PD/NAD iskontosunun halen yüksek olduğunu düşünüyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımı Değerlemesi

(Yılsonu, Milyon TL)	2025/12	2026T	2027T	2028T	2029T
Satışlar	12.640	18.409	23.342	28.778	34.856
Satış büyümesi		45,6%	26,8%	23,3%	21,1%
Düzeltilmiş NOI	9.868	13.001	16.485	20.354	24.654
NOI büyümesi		31,8%	26,8%	23,3%	21,1%
FAVÖK	8.213	12.447	15.872	19.648	23.883
FAVÖK marjı	65,0%	67,6%	68,0%	68,3%	68,5%
Serbest Nakit Akışı	8.008	9.672	12.264	15.143	18.342
Net Kar	16.306	11.467	14.536	17.926	21.581

179,90 TL cari fiyat itibarıyla:

- RGYAS cari PD/NAD: 0,34x
- RGYAS cari PD/DD: 0,41x
- Sektör medyan PD/DD: 0,59x

317 TL olarak güncellediğimiz hedef fiyat itibarıyla DCF yönteminden ortaya çıkan **hedef PD/DD: 0,70x** olup **%76,21** getiri potansiyeli ile RGYAS için **ENDEKS ÜZERİ GETİRİ** tavsiyesi veriyoruz.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder,

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir, Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez, Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir,

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir, Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir, Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir, Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez, Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir, Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir,

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir, “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür, Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir,

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir, Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir,

Yasal Uyarı

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. 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 PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”