

Rönesans Gayrimenkul

Güçlenen finansallar & olumlu görünüm

■ **Ana Yatırım Tezi:** Rönesans Gayrimenkul'u ("RGYAS", "Şirket") sürdürülebilir kira geliri tabanı, güçlü nakit akımı, iyileşen borçluluğu ve temettü geleneğine dayanan yatırım hikayesini beğeniyoruz ve mevcut hisse seviyelerini cazip buluyoruz. 1Ç26'da güçlü finansallar açıklayan Şirket'in 2Ç26'da da benzer güçlülükte finansallar açıklamasını bekliyoruz. Halihazırda yıl başından bugüne XU100'ün %18 üzerinde performans gösteren hissenin güçlü finansalların devamı ve aşağı yönlü riskleri sınırlayan güncel makul fiyatlama seviyeleri sayesinde bu performansını sürdürebileceğini düşünüyoruz.

■ **Kısaca RGYAS:** %71'i Rönesans Varlık ve Proje Yatırımları'na ait olan Şirket 2024'te halka açıldı. 12 AVM ve 4 ofis projesiyle 737 bin metrekare kiralanan alana sahip olan Şirket, Türkiye'nin en büyük AVM yatırımcısı konumundadır ve gelirlerinin tamamı kira gelirinden oluşmaktadır. Mayıs'ta, Şirket'te %14 paya sahip GIC Private tüm hisselerinin satışını gerçekleştirdi ve halka açıklık oranı %29'a yükseldi.

Ana Yatırım Temaları:

- **Güçlü karlılık görünümü:** 2. ve 3. çeyrekte gelirlerin, hem organik büyüme hem de sahip olunmayan iştirak paylarının tamamının satın alınması sayesinde güçlü kalması bekleniyor. TL'nin reel değerlenmesi, döviz ağırlıklı finansman yapısı nedeniyle Şirket lehine çalışıyor. Research Turkey anketine göre piyasa, 2Ç26'da (TMS-29 dahil) 4,5 milyar TL gelir (%35 y/y) ve 3,2 milyar TL VAFÖK (%44 y/y) bekliyor. Bloomberg konsensüsüne göre 2026 için beklenti yaklaşık 19 milyar TL gelir (%50 y/y), c.13 milyar TL VAFÖK (%57 y/y) ve c.23 milyar TL net kar (%41 y/y) yönünde. Şirketin ilk çeyrekte elde edilen güçlü karlılık ve ikinci çeyrek için olumlu beklentiler ışığında 2026 beklentilerine ulaşma olasılığı güçlenmektedir.

- **Azalan borçluluk:** Şirket 1Ç26'da 4,3 milyar TL serbest nakit akımı yarattı ve net borç 27 milyar TL'den 23 milyar TL'ye geriledi. Net borç/VAFÖK oranı 2,3x seviyesinde (2025 sonu: 3,0x). Net borçtaki azalışın, finansman giderlerini düşürerek karlılığı desteklemesini bekliyoruz.

- **Cazip çarpanlar:** RGYAS, son 12 ay finansallarına göre 0.5x F/DD, 9x FD/VAFÖK ve 3.3x F/K çarpanlarıyla ve net aktif değerine (özkaynaklar) göre %55'lik iskontoyla işlem görüyor. **2026 tahmini çarpanlar 0.4x F/DD, 6.3x FD/VAFÖK ve 2.9x F/K seviyelerine gerilemektedir ve özkaynak karlılığı yaklaşık %15 seviyesine iyileşecektir (2025: %12).** Güçlü reel özkaynak karlılığı potansiyeli ve gerileyen çarpanlar sayesinde mevcut hisse seviyelerini cazip olarak değerlendiriyoruz.

Güçlü Yönler: i) Sürdürülebilir kira geliri & güçlü nakit yaratımı sayesinde azalan borçluluk, ii) kuvvetli karlılık gelişimi, iii) temettü dağıtım geleneği, iv) katma değerli arsa stoğu ve devam eden projeler (Maltepe Park, Antalya ve Ümraniye arazileri)

Riskler: i) Şirket'in yaklaşık 500mn EUR döviz açık pozisyonu bulunmaktadır ve EUR/TL'nin belirgin yükselmesi halinde yüksek kur farkı zararı elde edecektir, ii) Ticari kiralamalarda olumsuz düzenleyici adım

Katalistler: i) 2026 hedefleriyle uyumlu 2Ç26 finansalları (12 Ağustos) ii) Faiz indirim döngüsü, iii) İnorganik büyüme fırsatlarının makul satın almalarla değerlendirilmesi

Göstergeler	2024	2025	1Ç26	2026T
Özkaynak Karlılığı	6.2%	12.4%	14.4%	14.7%
Aktif Karlılığı	4.4%	8.6%	10.0%	
FD/VAFÖK	8.2	8.6	9.0	6.3
F/K	6.3	2.7	3.3	2.9
PD/DD	0.3	0.3	0.4	0.4
Temettü Verimliliği	0%	1%		4%

Kaynak: YKY Araştırma, Bloomberg, Research Turkey

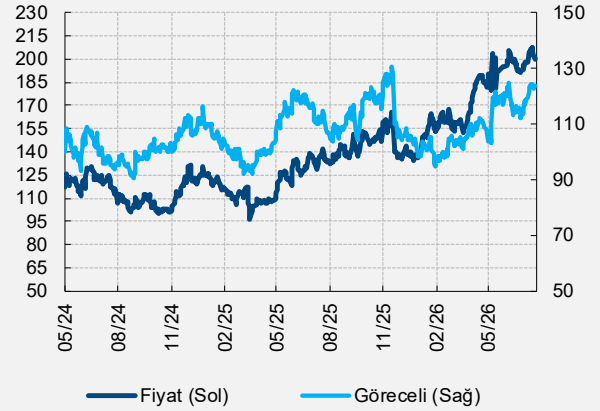
Fiyat Bilgileri

Kodu	RGYAS.TI / RGYAS.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL199.90
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	66,167 / 1,399
Hisse Sayısı (mn)	331
Saklama Oranı	27%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	596.60 / 13.05

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	207.60 / 191.50
1 Yıllık	207.60 / 132.86
Sene başından itibaren	207.60 / 135.80

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	4%	9%
3 Aylık	7%	11%
1 Yıllık	44%	9%
Sene başından itibaren	45%	18%



28 Temmuz 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Tablo 1: Özet Finansallar – TMS-29 Dahil

Kar & Zarar Tablosu (milyo)	2024	2025	1Ç26	2Ç26T	2026T
Net Gelirler	10,763	12,640	4,110	4,600	18,900
yıllık gelişim	49%	17%	36%	35%	50%
Satışların Maliyeti	-3,285	-3,800	-1,112		
yıllık gelişim	24%	16%	21%		
Faaliyet Giderleri	-500	-657	-147		
yıllık gelişim	72%	31%	16%		
VAFÖK	7,003	8,213	2,871	3,200	12,900
yıllık gelişim	63%	17%	44%	44%	57%
VAFÖK marjı	65%	65%	70%	70%	68%
Diğer Gelir/Gider	1,395	16,004	402		
Net Finansal Gelir/Gider	-7,114	-8,671	-855		
Parasal Kayıp/Kazanç	11,406	6,206	2,824		
Vergi Öncesi Kar	12,666	21,723	5,221		
Net Kar (Zarar)	6,134	16,306	2,799	4,500	23,000
yıllık gelişim	-77%	166%	366%	11%	41%
Net marj	57%	129%	68%	98%	122%

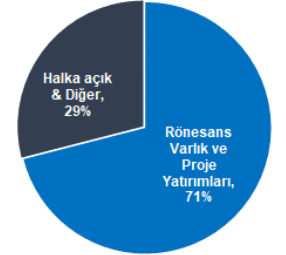
Bilanço (milyon TL)	2024	2025	1Ç26
Toplam Aktifler	160,957	218,672	219,624
Nakit ve benzerleri & Finans	4,754	10,120	10,778
Gayrimenkul Yatırımları	128,691	191,890	192,044
Stoklar	3,683	4,725	4,826
Toplam Yükümlülükler	43,724	72,333	70,485
Toplam Finansal Borç	23,970	37,172	33,494
Özkaynak	117,233	146,339	149,139
Net Borç (nakit)	19,216	27,052	22,716

Göstergeler	2024	2025	1Ç26	2026T
Özkaynak Karlılığı	6.2%	12.4%	14.4%	14.7%
Aktif Karlılığı	4.4%	8.6%	10.0%	
FD/VAFÖK	8.2	8.6	9.0	6.3
F/K	6.3	2.7	3.3	2.9
PD/DD	0.3	0.3	0.4	0.4
Temettü Verimliliği	0%	1%		4%

Kaynak: YKY Araştırma, Bloomberg, Research Turkey

2Ç26 tahminleri
Research Turkey
piyasa beklenti
anketinin
ortalamasına,
2026 tahminleri
ise Bloomberg'de
yer alan
tahminlerin
ortalamasına
dayanmaktadır

Ortaklık Yapısı



Hisse Performansı (XU100'a Görece)	YBB	Son 1 yıl
EKGYO	-25%	-26%
AKFGY	-11%	-28%
AKSGY	7%	10%
ALGYO	-32%	-10%
ISGYO	-1%	9%
OZKGY	-25%	-23%
RGYAS	19%	11%
TRGYO	12%	6%
SNGYO	-42%	-46%
HLGYO	14%	4%
AVPGY	-12%	-33%
XGMYO	-8%	2%

YBB: Yıl başından bugüne

Tablo 2: GYO Karşılaştırma Tablosu (*)

	Emlak Konut	Akfen	Akış	Alarko	İş	Özak	Rönesans	Torunlar	Sinpaş	Halk	Avrupakent
Temel Göstergeler	EKGYO	AKFGY	AKSGY	ALGYO	ISGYO	OZKGY	RGYAS	TRGYO	SNGYO	HLGYO	AVPGY
Piyasa Değeri (mn TL)	69,160	10,881	22,508	7,060	24,065	18,622	66,167	95,300	12,760	18,163	20,620
Net Aktif Değer İskontosu	-65%	-69%	-54%	-60%	-56%	-74%	-56%	-35%	-76%	-67%	-54%
Özkaynak Karlılığı (son 12 ay)	2%	6%	7%	-12%	-1%	-1%	14%	6%	1%	27%	4%
PD / DD (x)	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.7	0.2	0.3	0.5
F / K (x)	21.3	5.4	6.4				3.3	11.1	32.9	1.2	12.6
Net Borç (Nakit)	49,748	4,625	-828	4,456	838	-5,523	22,716	-18,800	5,317	5,240	-1,596
Net Nakit / Piyasa Değeri			-4%			-30%		-20%			-8%
Net Borç / VAFÖK (x)	2.4	2.8		19.6	0.7		2.3		2.2	4.1	
VAFÖK (son 12 ay)	20,589	1,667	3,390	227	1,276	1,409	9,916	11,711	2,431	1,275	3,031
Firma Değeri / VAFÖK (x)	5.8	9.3	6.4	50.8	19.5	9.3	9.0	6.5	7.4	18.4	6.3

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

(*) manşet çarpanlar (PD/DD, NAD iskontosu) şirketler arası portföy tipi, net aktif değer dayandığı muhasebe bazı, kaldıraç, halka açıklık ve muhasebesel farklar nedeniyle birebir karşılaştırılabilir olmayabilir

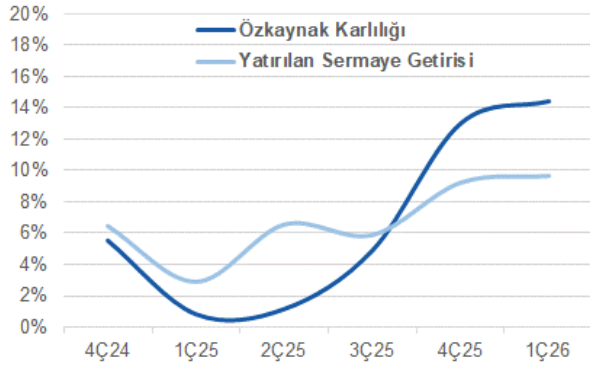
Tablo 3: Rönesans Gayrimenkul Portföy Bilgileri

Gayrimenkul	Konum	Nitelik	Ekspertiz Değeri (milyar TL)	Toplam İçinde Payı
Karşıyaka Hilltown	İzmir	AVM	29.7	16%
Optimum İzmir	İzmir	AVM	29.1	15%
Maltepe Piazza	İstanbul	AVM / Ofis / Konut	20.8	11%
Küçükyalı Hilltown	İstanbul	AVM / Ofis	16.9	9%
Samsun Piazza	Samsun	AVM / Otel	16.2	9%
Optimum Adana	Adana	AVM	14.9	8%
Optimum İstanbul	Şanlıurfa	AVM	13.6	7%
Optimum Ankara	Ankara	AVM	11.2	6%
Maltepe Park	Şanlıurfa	AVM / Ofis	10.4	5%
Kahramanmaraş Piazza	Kahramanmaraş	AVM	8.9	5%
Şanlıurfa Piazza	Şanlıurfa	AVM	6.6	3%
Rönesans Biz Küçükyalı	Şanlıurfa	Ofis / Okul	5.9	3%
Kozzy	Şanlıurfa	AVM	1.1	1%
Beachtown Projesi	Antalya	Arsa	1.3	1%
Ümraniye Arsası	İstanbul	Arsa	3.0	2%
Ataşehir Arsası	İstanbul	Arsa	0.0	0%
Toplam			190	100%

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

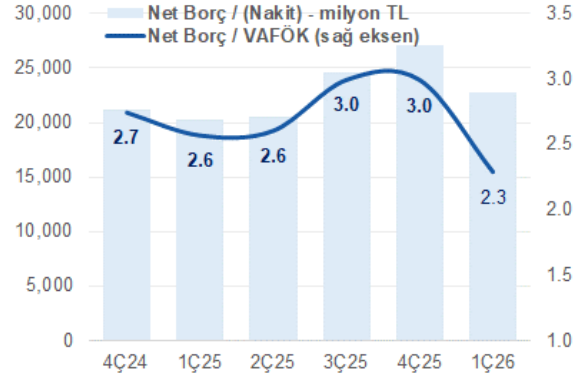
Temel Göstergeler

Grafik 1: Özkaynak Karlılığı & Yatırılan Sermaye Getirisi (son 12 ay)



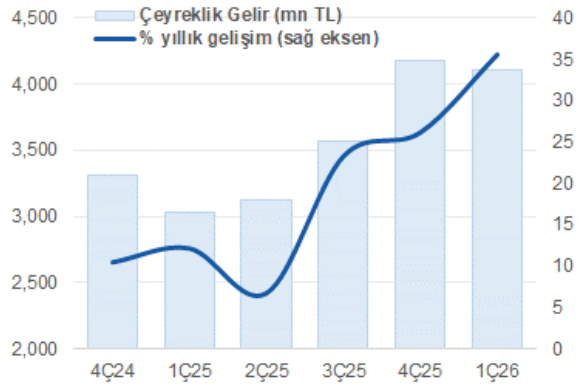
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 2: Net Borç



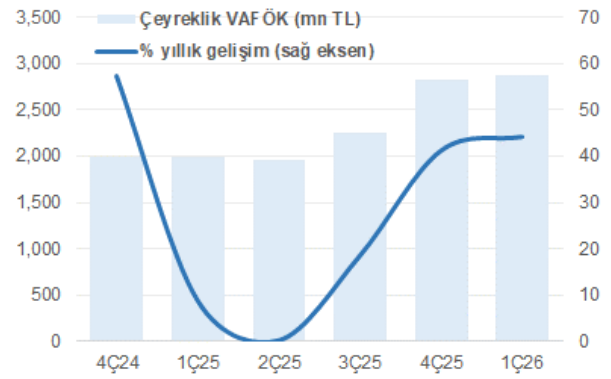
Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 3: Gelirler



Kaynak: YKY Araştırma

Grafik 4: VAFÖK



Kaynak: YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.