

Rönesans Gayrimenkul Yatırım

Net kâr yeniden değerlendirme etkisiyle beklenti üstü; ciro ve FAVÖK'te beklenti altı sonuçlar; kârlılıkta kur baskısı

Rönesans Gayrimenkul Yatırım (RGYAS; EÜG; 12A HF: 230 TL), 2Ç25'te **2,78 milyar TL net kâr** açıkladı (y/y: +15%) ve bu sonuç, yeniden değerlendirme kazançlarının etkisiyle tahminimizin **%34 üzerinde** gerçekleşti. Yeniden değerlendirme kazançları hariç tutulduğunda, şirket **1,29 milyar TL normalize net zarar** açıkladı. Geçen yıl aynı dönemde **2,38 milyar TL normalize net kâr** açıklamıştı. Bu bozulmanın temel nedeni, **Avro/TL paritesinden kaynaklanan 1,97 milyar TL'lik net finansman gideri** artışı oldu. Şirketin **net döviz kısa pozisyonunun** piyasa değerinin **%40'ına** denk geldiğini not etmek isteriz. **Net satışlar 2,53 milyar TL (y/y: +7%)** ile tahminimizin **%7 altında** kaldı. Bu sapma, beklentimizin biraz altında gerçekleşen ciro ve kira/ciro rasyosu performansından kaynaklandı. **FAVÖK**, yıllık bazda yatay kalarak **1,59 milyar TL** seviyesinde gerçekleşti ve tahminimizin **%11 altında** kaldı. Bu farkın (i) yaklaşık **%60'ı** daha düşük net satışlardan, (ii) kalan **%40'ı** ise yüksek danışmanlık giderleri, vergi & harçlar ve personel giderleri nedeniyle beklenenden zayıf kârlılıktan kaynaklandı. Ertelenmiş gelirler düşülerek hesaplanan **düzeltilmiş net borç, çeyreklik bazda 1,25 milyar TL** artarak **16,60 milyar TL'ye** yükseldi. Buna karşın **Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK** oranı çeyreklik bazda yatay kalarak **2,6x** seviyesinde kaldı.

Yönetim 2025 yılı kombine FAVÖK beklentisini yukarı revize etti: Şirket, Optimum İzmir ve Optimum Ankara'nın satın alımlarını takiben 3Ç25'te geriye dönük tam konsolidasyonlarının etkisiyle **kombine FAVÖK** hedefinin **200 milyon Avro (önceki: 180 milyon Avro)** seviyesine yükseleceğini paylaştı.

Maltepe Park'ta konut satışlarının yıl sonuna kadar başlaması hedefleniyor: Konut, ofis, ticari alan ve AVM'yi entegre edecek şekilde tasarlanan proje, dört blokta toplam **193 konut** ve **15 ticari birimden** oluşuyor. Ofis piyasasında fiyat ve kira artışlarının güçlü seyretmesi nedeniyle bloklardan ikisinin ofise dönüştürülmesi planlanıyor. **İnşaat ilerleme oranı %49** seviyesinde olup, konut satışlarının yıl sonuna kadar başlaması hedefleniyor.

Değerlendirme: "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı **230 TL (önceki: 209 TL)** seviyesine yükseltiyoruz. Hisse, hesaplamalarımıza göre şu anda **0,56x PD/NAD** çarpanı ile işlem görüyor.

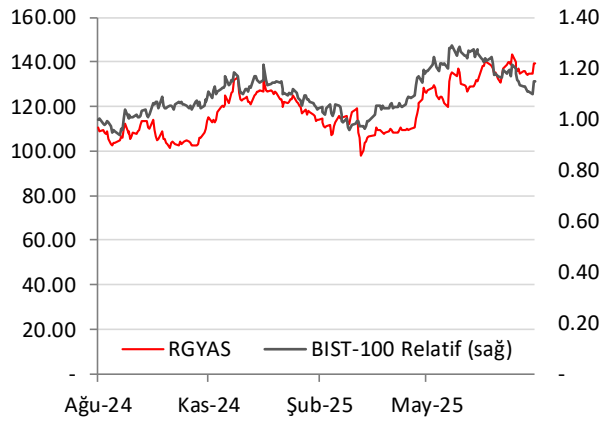
Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre			AK
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Tahmin	
Net Satışlar	2,533	2,373	7%	2,457	3%	2,718	-7%
FAVÖK	1,591	1,591	0%	1,614	-1%	1,794	-11%
FAVÖK Marjı	62.8%	67.0%	-422 bps	65.7%	-290 bps	66.0%	-319 bps
Net Kâr	2,777	2,381	17%	487	470%	2,069	34%

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	RGYAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	230.00 (önceki 206.00)			
Güncel Fiyat, TL	139.30			
Getiri Potansiyeli	65%			
Halka Açıklık Oranı	10%			
Piyasa Değeri, mn TL	46,108			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	8,223	11,233	14,181	17,060
FAVÖK, mn TL	5,351	7,381	9,314	11,246
Net Kâr, mn TL	4,686	7,564	13,370	21,768
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	17,643	18,034	15,975	11,321
Net Borç/FAVÖK	3.3	2.4	1.7	1.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	65.1%	65.7%	65.7%	65.9%
Net Marj	57.0%	67.3%	94.3%	127.6%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	64.1%	36.6%	26.2%	20.3%
FAVÖK, y/y	79.6%	38.0%	26.2%	20.7%
Net Kâr, y/y	-74.4%	61.4%	76.8%	62.8%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.2	6.1	3.4	2.1
FD/FAVÖK	7.5	6.6	5.0	3.7
FD/Ciro	4.9	4.3	3.3	2.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.0%	8.7%	23.4%	5.5%
BİST-100 Relatif	-2.5%	-3.7%	11.8%	-5.3%
AOİH, mn TL	82	83	73	73



Piyasa verileri 13 Ağustos 2025 tarihlidir.

Income Statement (TRY mn)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	6M24	6M25	6M24 TTM	6M25 TTM
Revenues	2,373	2,348	2,682	2,457	2,533	4,564	4,990	9,170	10,021
Gross Profit	1,823	1,646	1,631	1,713	1,747	3,389	3,460	6,055	6,737
Operating Expenses	236	105	21	103	160	319	263	550	390
EBIT	1,587	1,541	1,610	1,610	1,587	3,070	3,197	5,505	6,347
EBITDA	1,591	1,547	1,619	1,614	1,591	3,077	3,206	5,523	6,372
Non-Operating Income / (Expense)	1,976	659	-3,867	65	1,856	8,279	1,922	15,177	-1,287
Profit Before Tax	3,563	2,200	-2,258	1,675	3,443	11,348	5,118	20,682	5,061
Tax Income / (Expense)	-1,182	2,185	-3,782	-1,188	-666	-4,225	-1,855	5,181	-3,452
Net Profit After Tax	2,381	4,385	-6,040	487	2,777	7,123	3,264	25,862	1,609
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	2,381	4,385	-6,040	487	2,777	7,123	3,264	25,862	1,609
Growth (y/y)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	6M24	6M25	6M24 TTM	6M25 TTM
Revenue	13.3%	7.8%	10.5%	12.1%	6.8%	19.0%	9.3%		9.3%
Opex	338.2%	87.4%	-87.9%	23.5%	-32.0%	194.3%	-17.5%		-29.1%
EBIT	1.7%	9.4%	56.7%	8.6%	0.0%	19.8%	4.1%		15.3%
EBITDA	1.6%	9.2%	57.2%	8.7%	0.0%	19.6%	4.2%		15.4%
Net Profit	-67.3%	-6409.7%	-132.1%	-89.7%	16.6%	-40.9%	-54.2%		-93.8%
Profitability & Ratio Analysis	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	6M24	6M25	6M24 TTM	6M25 TTM
Gross Profit Margin	76.8%	70.1%	60.8%	69.7%	69.0%	74.3%	69.3%	66.0%	67.2%
Opex Margin	9.9%	4.5%	0.8%	4.2%	6.3%	7.0%	5.3%	6.0%	3.9%
EBIT Margin	66.9%	65.6%	60.0%	65.5%	62.6%	67.3%	64.1%	60.0%	63.3%
EBITDA Margin	67.0%	65.9%	60.4%	65.7%	62.8%	67.41%	64.24%	60.23%	63.59%
Effective Tax Rate	33.2%	-99.3%	-167.5%	70.9%	19.4%	37.2%	36.2%	-25.0%	68.2%
Net Profit Margin	100.4%	186.7%	-225.2%	19.8%	109.6%	156.1%	65.4%	282.0%	16.1%
Net Monetary Gain/Loss as of Sales	89.5%	83.3%	51.7%	89.7%	34.5%	149.5%	61.6%	210.9%	64.1%
Operating Cash Flow Margin	-182.1%	441.5%	68.1%	139.6%	-57.5%	32.0%	39.5%	202.4%	141.4%
Free Cash Flow Margin	-176.0%	439.6%	75.9%	147.2%	-39.9%	42.6%	52.2%	217.9%	149.3%
Operational Cash Flow / EBITDA	-272%	670%	113%	212%	-92%	48%	62%	336%	222%
Capex / Revenues	0.1%	0.0%	1.0%	0.1%	0.8%	0.1%	0.5%	-0.1%	0.5%
Inflow / (Outflow) for WCR / Revenues	-131.2%	71.0%	-26.3%	-36.2%	-26.9%	-94.7%	-31.5%	-46.0%	-6.1%
Cash Flow Statement (TRY mn)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	6M24	6M25	6M24 TTM	6M25 TTM
Net Operating Cash Flow	-4,321	10,367	1,825	3,430	-1,457	1,462	1,974	18,559	14,166
Earnings Before Adjustments	2,382	4,385	-6,040	487	2,777	7,123	3,264	26,419	1,608
Depreciation & Amortisation	4	6	9	5	5	7	9	18	25
Change in Working Capital	-3,113	1,667	-706	-889	-682	-4,321	-1,571	-4,222	-610
Other Operating Cash Flow	-3,593	4,309	8,562	3,828	-3,556	-1,346	272	-3,656	13,143
Net Investment Cash Flow	145	-46	210	185	447	483	632	1,417	796
Capital Expenditures	-1	-1	-27	-4	-21	-2	-25	6	-52
Other Investment Cash Flow	146	-45	236	189	468	486	657	1,411	848
Free Cash Flow	-4,176	10,322	2,035	3,616	-1,010	1,945	2,606	19,976	14,962
Cash from Financial Operations	1,180	946	-2,818	-2,371	-164	-1,418	-2,535	3,473	-4,406
Change in Financial Debt	-2,982	1,537	-2,065	-1,985	116	-4,334	-1,869	-646	-2,398
Dividends Paid	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Financial Cash Flow	4,162	-590	-753	-385	-281	2,916	-666	4,119	-2,009
Translation Differences	3,271	-9,308	-931	-2,354	2,578	721	224	-21,816	-10,015
Net Increase / (Decrease) in Cash	274	1,960	-1,714	-1,109	1,403	1,248	295	1,634	541

Balance Sheet (TRY mn)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Current Assets	5,144	7,597	5,797	4,935	6,625
Cash and Cash Equivalents	3,939	5,899	4,185	3,076	4,480
Short-Term Financial Assets	0	51	52	47	51
Short-Term Trade Receivables	796	784	770	672	691
Inventories	5	1	2	8	6
Other Current Assets	405	913	840	1,179	1,448
Long Term Assets	141,832	143,210	137,673	138,605	142,665
Long-Term Financial Assets	0	0	0	0	0
Investments with Equity Method	19,608	20,435	18,940	18,984	18,374
Tangible Fixed Assets	128	124	168	259	172
Intangible Fixed Assets	2	2	2	2	2
Investment Properties	118,188	118,695	114,710	114,870	119,011
Other Long-Term Assets	3,906	3,953	3,853	4,490	5,107
Total Assets	146,976	150,807	143,471	143,540	149,290
Short Term Liabilities	9,418	14,980	6,982	5,684	6,228
Short-Term Financial Loans	5,805	10,674	4,144	2,753	3,309
Short-Term Trade Payables	558	1,009	1,198	997	1,133
Deferred Revenue	0	101	66	78	167
Other Short-Term Liabilities	3,055	3,196	1,575	1,856	1,618
Long Term Liabilities	31,399	25,279	31,992	32,872	35,302
Long-Term Financial Loans	18,281	14,736	17,222	16,737	17,822
Deferred Revenue	4	3	1	2	1
Deferred Tax Liabilities	11,652	9,132	12,055	13,341	14,350
Other Long-Term Liabilities	1,461	1,408	2,713	2,792	3,129
Equity	106,159	110,548	104,497	104,984	107,760
Parent Share	106,159	110,548	104,497	104,984	107,760
Minority	0	0	0	0	0
Total Liabilities and Shareholders Capital	146,976	150,807	143,471	143,540	149,290
Invested Capital	139,424	140,602	136,447	137,533	141,891
Total Debt	24,087	25,410	21,366	19,491	21,131
Net Debt / (Cash)	20,148	19,460	17,129	16,367	16,600
Net Debt / TTM EBITDA	3.6	3.4	2.7	2.6	2.6
Net Debt / Equity	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
FX Position (Including Hedge)	-22,652	-21,811	-19,307	-18,829	-18,498

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.