

Rönesans Gayrimenkul Yatırım

Sonuçlar beklentileri anlamlı ölçüde aştı

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS; EÜG; 12A HF: 275 TL) ~8,94 milyar TL net kar açıklayarak (y/y +%109), tahminlerin %57 üzerinde bir sonuç açıkladı. Temel neden Optimum İzmir'in (%50) kademeli satın alımına ilişkin kaydedilen kazancın beklenenden yüksek gerçekleşmesi olarak öne çıktı. Net satışlar 3,1 milyar TL (y/y +%23) ile, tahminlerin %19 üzerinde gerçekleşti. Net satışlardaki pozitif sürpriz FAVÖK'e de yansdı: FAVÖK 1,97 milyar TL (y/y +%18) gelerek, tahminleri %18 aştı. NB/FAVÖK 3,0x'e yükseldi (Optimum İzmir konsolidasyonu etkisi). Likidite güçlü: nakit + KV finansal yatırımlar KV borçların 2 katından fazla görünüyor. Şirketin net açık döviz pozisyonu piyasa değerinin ~%45'ine denk geliyor.

Önemli detaylar: (i) Satın alımdan 7,22 milyar TL kazanç kaydedildi; %25 efektif vergi varsayımıyla yaklaşık net kazanç etkisi ~5,4 milyar TL'ye denk geliyor. Bu kazanç hariç bırakıldığında net kar ~3,53 milyar TL (y/y -%17) seviyesine geriliyor. Yıllık gerilemedeki temel etkenin şirketin ve iştiraklerinin vergi kalkanındaki gerileme olduğunu söyleyebiliriz. **(ii)** Maltepe Park'ta 27 konut (toplam konutların ~%11'i) satıldı. Tahsilatların TFRS-15 gereği teslimata kadar ertelenmiş gelir altında izleneceğini tahmin ediyoruz. **(iii)** İlişkili taraflara ticari olmayan borçlar altında izlenen ~3,2 milyar TL tutar raporlanan net borca dahil edilmiyor; bunu borç-benzeri kabul edip net borca eklediğimizde NB/FAVÖK'ü ~3,4x hesaplıyoruz.

Yorum & Değerlendirme: 12A HF seviyemizi 230 TL'den 275 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak devam ettiriyoruz. Değerlememize göre hisseler, 301,5 TL/pay NAD (NAVPS)'e (toplam ~99,8 milyar TL NAD) karşılık 0,51x F/NAD çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa (3 Kat.)	
	3Ç25	3Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	3,111	2,524	+23%	2,619	+19%	2,619	+19%
FAVÖK	1,969	1,663	+18%	1,667	+18%	1,667	+18%
FAVÖK Marjı	63.3%	65.9%	-2.6 yp	63.7%	-0.4 yp	63.7%	-0.4 yp
Net Kar	8,936	4,269	+109%	5,700	+57%	5,700	+57%
Normalize Net Kar (AK)	3,525	4,269	-17%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	RGYAS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	275.00 (önceki 230.00)
Güncel Fiyat, TL	155.00
Getiri Potansiyeli	77%
Halka Açıklık Oranı	10%
Piyasa Değeri, mn TL	51,305
Firma Değeri, mn TL	65,500

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	8,223	12,088	15,689	19,363
FAVÖK, mn TL	5,351	7,931	10,331	12,798
Net Kâr, mn TL	4,686	16,460	17,991	29,077

Borçluluk

Net Borç, mn TL	17,643	23,794	24,794	24,316
Net Borç/FAVÖK	3.3	3.0	2.4	1.9

Kârlılık

FAVÖK Marjı	65.1%	65.6%	65.8%	66.1%
Net Marj	57.0%	136.2%	114.7%	150.2%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

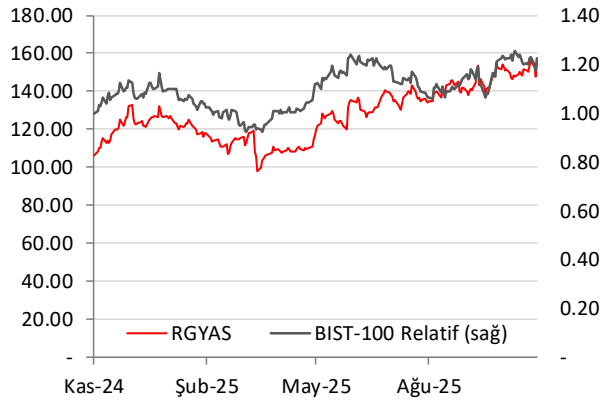
Ciro, y/y	64.1%	47.0%	29.8%	23.4%
FAVÖK, y/y	79.6%	48.2%	30.3%	23.9%
Net Kâr, y/y	-74.4%	251.2%	9.3%	61.6%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.2	3.1	2.9	1.8
FD/FAVÖK	7.5	8.6	6.7	5.3
FD/Ciro	4.9	5.6	4.4	3.5

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.0%	14.1%	51.5%	17.4%
BİST-100 Relatif	0.9%	12.8%	19.0%	5.2%
AOİH, mn TL	100	129	89	90



Piyasa verileri 5 Kasım 2025 tarihli.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	12,088	15,689	19,363	11,233	14,181	17,060
% büyüme	47.0%	29.8%	23.4%	36.6%	26.2%	20.3%
FAVÖK	7,931	10,331	12,798	7,381	9,314	11,246
FAVÖK Marjı	65.6%	65.8%	66.1%	65.7%	65.7%	65.9%
Net Kar	16,460	17,991	29,077	7,564	13,370	21,768
% büyüme	251.2%	9.3%	61.6%	61.4%	76.8%	62.8%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	7.6%	10.6%	13.5%			
FAVÖK	7.4%	10.9%	13.8%			
Net Kar	117.6%	34.6%	33.6%			
Hedef Fiyat	275.00			230.00		
Hedef Fiyat Değişimi	19.6%					

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	2,524	2,884	2,641	2,724	3,111
Brüt Kar	1,770	1,753	1,842	1,878	2,163
Operasyonel Giderler	113	23	111	172	197
Faaliyet Karı	1,657	1,730	1,731	1,706	1,966
FAVÖK	1,663	1,741	1,736	1,711	1,969
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	317	-4,157	70	1,995	7,747
Vergi Öncesi Kar	1,974	-2,427	1,801	3,701	9,713
Vergi Geliri / (Gideri)	2,296	-4,066	-1,278	-716	-777
Vergi Sonrası Net Kar	4,269	-6,493	523	2,985	8,936
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	4,269	-6,493	523	2,985	8,936
Büyüme (Yıllık)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	7.8%	10.5%	12.1%	6.8%	23.3%
Operasyonel Giderler	87.4%	-87.9%	23.5%	-32.0%	74.1%
Faaliyet Karı	9.4%	56.7%	8.6%	0.0%	18.6%
FAVÖK	9.2%	57.2%	8.7%	0.0%	18.4%
Net Kar	-5814.9%	-132.1%	-90.6%	16.6%	109.3%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	70.1%	60.8%	69.7%	69.0%	69.5%
Operasyonel Gider Marjı	4.5%	0.8%	4.2%	6.3%	6.3%
Faaliyet Kar Marjı	65.6%	60.0%	65.5%	62.6%	63.2%
FAVÖK Marjı	65.9%	60.4%	65.7%	62.8%	63.3%
Efektif Vergi Oranı	-116.3%	-167.6%	70.9%	19.4%	8.0%
Net Kar Marjı	169.1%	-225.1%	19.8%	109.6%	287.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	67.8%	51.7%	89.7%	34.5%	46.5%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	45.5%	414.7%	139.6%	-57.5%	80.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	43.6%	422.5%	147.2%	-39.9%	-10.3%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	69%	687%	212%	-92%	128%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.0%	1.0%	0.1%	0.8%	0.0%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-35.4%	66.9%	-36.2%	-26.9%	-45.4%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,149	11,958	3,688	-1,566	2,511
Düzeltilme Öncesi Kar	4,713	-6,493	523	2,985	8,936
Amortisman ve İtfa Payları	6	10	5	5	3
İşletme Sermayesindeki Değişim	-895	1,928	-956	-733	-1,412
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-2,676	16,513	4,115	-3,823	-5,017
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-49	225	199	480	-2,830
Sabit Sermaye Yatırımları	-1	-29	-4	-23	-1
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-48	254	203	503	-2,829
Serbest Nakit Akımı	1,100	12,183	3,887	-1,086	-320
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,017	-3,029	-2,549	-177	3,422
Finansal Borçlardaki Değişim	1,652	-2,220	-2,134	125	3,325
Temettü	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-635	-809	-414	-302	97
Çevrim Farkları	-11	-10,996	-2,531	2,771	671
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,107	-1,842	-1,192	1,509	3,774

Bilanço (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Dönen Varlıklar	8,167	6,233	5,306	7,122	11,094
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,341	4,499	3,307	4,816	8,590
Finansal Yatırımlar	55	56	50	54	39
Ticari Alacaklar	843	828	722	743	845
Stoklar	1	2	8	6	6
Diğer Dönen Varlıklar	981	903	1,268	1,557	1,653
Duran Varlıklar	153,957	148,010	149,006	153,371	170,409
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	21,968	20,362	20,409	19,753	9,638
Maddi Duran Varlıklar	134	181	278	185	186
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	2	2	2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	127,602	123,323	123,490	127,942	155,317
Diğer Duran Varlıklar	4,250	4,143	4,827	5,491	5,266
Toplam Varlıklar	162,124	154,243	154,312	160,493	181,503
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,104	7,506	6,110	6,695	6,230
Finansal Borçlar	11,475	4,455	2,960	3,557	3,748
Ticari Borçlar	1,085	1,288	1,071	1,218	1,379
Ertelenmiş Gelirler	108	70	84	180	228
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,436	1,693	1,995	1,740	876
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,176	34,394	35,339	37,951	50,486
Finansal Borçlar	15,841	18,516	17,994	19,160	26,305
Ertelenmiş Gelirler	3	1	2	1	36
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	9,817	12,960	14,342	15,427	20,748
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,514	2,917	3,002	3,364	3,396
Özkaynaklar	118,844	112,343	112,863	115,847	124,787
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	118,844	112,343	112,863	115,847	124,787
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	162,124	154,243	154,312	160,493	181,503
Yatırım Sermayesi	151,153	146,692	147,854	152,539	170,431
Toplam Borç	27,317	22,970	20,953	22,717	30,053
Net Borç (NB)	20,920	18,415	17,596	17,846	21,424
NB / S12A FAVÖK	3.4	2.7	2.6	2.6	3.0
NB / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	5,079	-101	-398	-1,314	-4,881
KV ND / S12A FAVÖK	0.8	0.0	-0.1	-0.2	-0.7
YPP (Türev Korunma Dahil)	-23,448	-20,757	-20,242	-19,886	-23,131

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.