

Rönesans Gayrimenkul Yatırım

2026 yılı tam yıl konsolidasyonların desteğiyle güçlü operasyonel büyümeye işaret ediyor.

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS; EÜG; 12A HF: 315 TL) 4Ç25'te 3,32 milyar TL net kar açıkladı (4Ç24: 6,78 milyar TL net zarar). Net kar, piyasa tahmininin %17 altında kalırken bizim tahminimizin %64 üzerinde gerçekleşti. Tahminimizden sapma ağırlıklı olarak beklentimizin oldukça altında gerçekleşen finansman giderlerinden kaynaklandı. Net satışlar yıllık %26 artışla 3,79 milyar TL'ye ulaşarak hem piyasa tahminini hem de bizim tahminimizi %14 aştı. FAVÖK 2,56 milyar TL ile piyasa tahmininin %8 üzerinde, bizim tahminimizle ise büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti. Raporlanan Net Borç/FAVÖK oranı çeyreklik bazda yatay kalarak 3,0x seviyesinde gerçekleşti. Likidite güçlü görünümünü korudu: nakit ve kısa vadeli finansal yatırımlar kısa vadeli finansal borcun 2 katından büyük gerçekleşti. Şirketin net döviz açık pozisyonu piyasa değerinin yaklaşık %54'üne karşılık gelmektedir.

Öne çıkan gelişmeler: (i) Şirket, Optimum Ankara alışveriş merkezinin satın alımından kaynaklı 2,29 milyar TL tutarında pazarlıklı alım kazancı kaydetti; bu tutar %25 efektif vergi oranı varsayımıyla yaklaşık 1,72 milyar TL vergi sonrası etkiye işaret etmektedir. Bu tek seferlik kazanç hariç tutulduğunda, düzeltilmiş net karı yaklaşık 1,60 milyar TL hesaplıyoruz. (ii) Maltepe Park Projesi kapsamında 41 adet konutun ön satışı gerçekleştirilmiştir (4Ç25: 14 adet) ve bu rakam toplam satılabilir ünite sayısının yaklaşık %18'ine karşılık gelmektedir. Tahsilatlar teslimata kadar TFRS 15 kapsamında ertelenmiş gelirler altında izlenecek olup, sözleşmeye bağlı alacaklar bilanço dışında takip edilecektir. (iii) Ticari olmayan borçlar altında sınıflandırılan ilişkili taraflardan sağlanan 2,92 milyar TL tutarındaki finansman, raporlanan net borç hesabına dahil edilmemektedir. Bu kalemi borç benzeri olarak değerlendirerek düzeltilmiş net borç hesaplamamıza ekliyoruz; buna göre düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK oranı yaklaşık 3,3x seviyesine ulaşmaktadır (3Ç25: ~3,4x).

Yönetimin 2026 beklentisi: Yönetim, 2026 yılı için toplam 218 milyon Avro kombine brüt kar öngörmektedir. Optimum İstanbul'daki %50 paya ilişkin katkı (yaklaşık 7,5 milyon Avro) hariç tutulduğunda, brüt kar beklentisi yaklaşık 210 milyon Avro seviyesine işaret etmektedir.

2026 beklentimiz: Kira düzenlemeleri ve ziyaretçi başına ciroların büyümesiyle 2026 yılında 219 milyon Avro brüt kar (TMS-29 etkileri hariç) gerçekleşmesini bekliyoruz.

Yorum: Satın alınan varlıkların konsolidasyonu 4Ç25 itibarıyla operasyonel sonuçlara katkı sağlamaya başlamış olup, 2026 yılında tam yıl konsolidasyon etkisi kısa vadede belirgin bir inorganik büyüme patikasına işaret etmektedir. Modelimizi Optimum İzmir ve Optimum Ankara'nın tam yıl konsolidasyonunu ve güncel makro varsayımlarımızı yansıtabilecek şekilde güncelledik. Buna bağlı olarak 12 aylık hedef fiyatımızı 280 TL'den 315 TL'ye yükseltiyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, düşük likidite ve olası ortak satışı (GIC) kaynaklı kısa vadeli fiyat baskısı risklerini dikkate alarak, hisse başına 573 TL olan 12 aylık hedef NAD hesaplamamıza uyguladığımız %45 hedef iskontoğu yansıtmaktadır.

Finansal Özet	TMS-29					AK		Piyasa	
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	3,795	3,009	26%	3,247	17%	3,328	14%	3,322	14%
FAVÖK	2,562	1,816	41%	2,054	25%	2,603	-2%	2,363	8%
FAVÖK Marjı	67.5%	60.4%	7.2 ppt	63.3%	4.2 ppt	78.2%	-10.7 ppt	71.1%	-3.6 ppt
Net Kar	3,320	-6,776	-149%	9,325	-64%	2,023	64%	3,980	-17%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu

RGYAS T1

Tavsiye

Endeks Üz. Getiri

Hedef Fiyat, TL

315.00 (önceki 280.00)

Güncel Fiyat, TL

159.00

Getiri Potansiyeli

98%

Halka Açıklık Oranı

16%

Piyasa Değeri, mn TL

52,629

Firma Değeri, mn TL

72,418

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	12,640	18,992	23,879	29,494
FAVÖK, mn TL	8,213	13,276	16,772	20,886
Net Kâr, mn TL	16,306	20,826	26,532	32,928

Borçluluk

Net Borç, mn TL	24,584	22,237	17,368	12,197
Net Borç/FAVÖK	3.0	1.7	1.0	0.6

Kârlılık

FAVÖK Marjı	65.0%	69.9%	70.2%	70.8%
Net Marj	129.0%	109.7%	111.1%	111.6%
Temettü Verimi	1.2%	1.7%	3.0%	5.3%

Büyüme

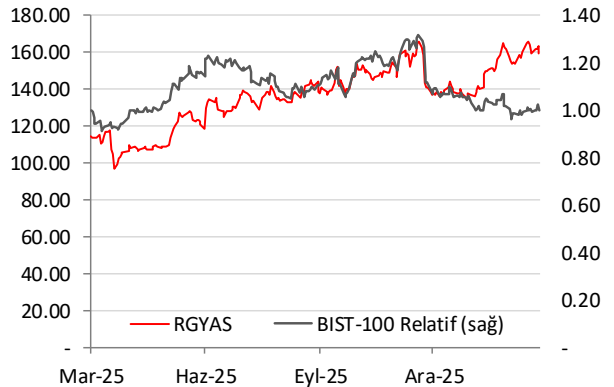
Ciro, y/y	53.7%	50.2%	25.7%	23.5%
FAVÖK, y/y	53.5%	61.6%	26.3%	24.5%
Net Kâr, y/y	248.0%	27.7%	27.4%	24.1%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

F/K	2.7	2.5	2.0	1.6
FD/FAVÖK	7.7	5.3	3.9	2.9
FD/Ciro	5.0	3.7	2.7	2.0

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	0.6%	10.9%	49.5%	15.4%
BİST-100 Relatif	-4.5%	-12.8%	3.1%	-6.4%
AOİH, mn TL	189	214	130	191



Piyasa verileri 26 Şubat 2026 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	3,009	2,756	2,842	3,247	3,795
Brüt Kar	1,829	1,922	1,960	2,257	2,702
Operasyonel Giderler	24	116	180	205	156
Faaliyet Karı	1,806	1,806	1,780	2,051	2,546
FAVÖK	1,816	1,811	1,785	2,054	2,562
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(4,338)	73	2,082	8,085	3,299
Vergi Öncesi Kar	(2,533)	1,879	3,863	10,136	5,845
Vergi Geliri / (Gideri)	(4,243)	(1,333)	(747)	(811)	(2,525)
Vergi Sonrası Net Kar	(6,776)	546	3,115	9,325	3,320
Azınlık Payları	—	—	—	—	—
Net Kar	(6,776)	546	3,115	9,325	3,320

Büyüme (Yıllık)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	10.5%	12.1%	6.8%	23.3%	26.1%
Operasyonel Giderler	-87.9%	23.5%	-32.0%	74.1%	557.1%
Faaliyet Karı	56.7%	8.6%	-0.0%	18.6%	41.0%
FAVÖK	57.2%	8.7%	0.0%	18.4%	41.1%
Net Kar	-132.1%	-90.6%	16.6%	109.3%	-149.0%

Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	60.8%	69.7%	69.0%	69.5%	71.2%
Operasyonel Gider Marjı	0.8%	4.2%	6.3%	6.3%	4.1%
Faaliyet Kar Marjı	60.0%	65.5%	62.6%	63.2%	67.1%
FAVÖK Marjı	60.4%	65.7%	62.8%	63.3%	67.5%
Efektif Vergi Oranı	-167.5%	70.9%	19.4%	8.0%	43.2%
Net Kar Marjı	-225.2%	19.8%	109.6%	287.2%	87.5%
Parasal Kazanç (Kayıp)	51.7%	89.7%	34.5%	46.5%	32.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	19.2%	139.6%	-57.5%	80.7%	17.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	55.4%	147.2%	-39.9%	-10.3%	-65.7%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	31.8%	212.5%	-91.5%	127.5%	26.2%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.6%	0.1%	0.8%	0.0%	0.4%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-10.1%	-36.2%	-26.9%	-45.4%	-16.0%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	577	3,849	(1,634)	2,620	670
Düzeltilme Öncesi Kar	(6,776)	546	3,115	9,325	3,320
Amortisman ve İtfa Payları	11	5	5	3	16
İşletme Sermayesindeki Değişim	(304)	(997)	(765)	(1,473)	(606)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	7,646	4,294	(3,989)	(5,235)	(2,060)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1,090	208	501	(2,953)	(3,165)
Sabit Sermaye Yatırımları	(49)	(4)	(24)	(2)	(14)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1,139	212	525	(2,952)	(3,151)
Serbest Nakit Akımı	1,668	4,057	(1,133)	(333)	(2,495)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(3,721)	(2,660)	(184)	3,571	278
Finansal Borçlardaki Değişim	(2,317)	(2,227)	131	3,470	2,773
Temettü	—	—	—	—	(543)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(1,404)	(432)	(315)	101	(1,952)
Çevrim Farkları	131	(2,641)	2,892	701	156
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	(1,922)	(1,244)	1,575	3,938	(2,060)

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	6,504	5,537	7,432	11,577	10,888
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,695	3,451	5,026	8,964	6,904
Finansal Yatırımlar	59	53	57	40	2,293
Ticari Alacaklar	864	754	775	882	965
Stoklar	2	9	6	6	6
Diğer Dönen Varlıklar	943	1,323	1,625	1,725	3,013
Duran Varlıklar	154,453	155,496	160,051	177,831	187,833
Finansal Yatırımlar	—	—	—	—	—
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	21,248	21,298	20,613	10,058	7,205
Maddi Duran Varlıklar	189	290	193	194	192
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	2	2	6
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	128,691	128,868	133,514	162,081	174,382
Diğer Duran Varlıklar	4,323	5,037	5,730	5,496	6,049
Toplam Varlıklar	160,957	161,033	167,483	189,408	198,721
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,833	6,376	6,987	6,501	6,296
Finansal Borçlar	4,649	3,089	3,712	3,911	4,006
Ticari Borçlar	1,344	1,118	1,271	1,439	946
Ertelenmiş Gelirler	74	87	188	238	447
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,767	2,082	1,816	914	896
Uzun Vadeli Yükümlülükler	35,891	36,878	39,604	52,684	59,438
Finansal Borçlar	19,322	18,777	19,994	27,451	29,774
Ertelenmiş Gelirler	1	2	1	38	37
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	13,524	14,966	16,099	21,652	26,469
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,044	3,132	3,510	3,544	3,158
Özkaynaklar	117,233	117,778	120,892	130,222	132,987
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	117,233	117,778	120,892	130,222	132,987
Azınlık Payları	—	—	—	—	—
Toplam Kaynaklar	160,957	161,033	167,483	189,408	198,721
Yatırım Sermayesi	153,078	154,294	159,183	177,853	189,527
Toplam Borç	23,970	21,866	23,706	31,362	33,780
Net İşletme Sermayesi (NİS)	(478)	(356)	(490)	(551)	24
NİS / S12A Satışlar	-4.4%	-3.2%	-4.4%	-4.6%	0.2%
Net Borç (NB)	19,216	18,362	18,623	22,358	24,584
NB / S12A FAVÖK	2.7	2.6	2.6	3.0	3.0
NB / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(105)	(415)	(1,371)	(5,093)	(5,190)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.0	-0.1	-0.2	-0.7	-0.6
YPP (Türev Korunma Dahil)	(21,660)	(21,123)	(20,752)	(24,138)	(29,107)

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.