3Ç26 Finansal Sonuçları

5 Kasım 2026

RÖNESANS GAYRİMENKUL

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyatımızı 414 TL'ye yükseltiyor, Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS; EÜG; 12A HF: 414 TL) 3Ç26'da yıllık %54 düşüşle 5,29 milyar TL net kâr açıkladı. Düşüşün nedeni, 3Ç25'teki 9,36 milyar TL'lik Optimum İzmir kademeli satın alım kazancının yarattığı yüksek baz. 3Ç26'da da Feriköy'deki (Optimum İstanbul) kalan %50 payın alımından 3,60 milyar TL kazanç oluştu. Hasılat, Optimum İzmir, Optimum Ankara ve 9 Eylül'den itibaren Optimum İstanbul'un tam konsolidasyonuyla yıllık %19 artışla 4,79 milyar TL oldu. FAVÖK yıllık %30 artışla 3,31 milyar TL'ye ulaştı; satışların maliyeti yatay kalınca FAVÖK marjı 5,8 yp artışla %69,1'e çıktı. Net borç, Optimum İstanbul için ödenen 3,93 milyar TL ile 26,16 milyar TL'ye yükselirken (2Ç26: 23,65 milyar TL), Net Borç/Son 12A FAVÖK 2,0x'te kaldı.

Tahminlerle karşılaştırma: Net kâr piyasa beklentisini %9, tahminimizi %6 aştı. Güçlü operasyonel sonuç, yüksek parasal kazanç ve 168 milyon TL'lik menkul kıymet kazancı, beklenenden yüksek ertelenmiş vergi giderini fazlasıyla karşıladı. Hasılat piyasa beklentisine paralel, tahminimizin hafif altında geldi. FAVÖK, daha düşük satışların maliyetiyle piyasa beklentisinin %7, tahminimizin hafif üzerinde gerçekleşti.

Operasyonel gelişmeler: Son 12 aylık kiracı cirosu yıllık %31,9 artışla TÜFE'yi (%31,5) ve sektör ortalamasını (%29,5) geride bıraktı. Kira/ciro oranı 9A26'da %9,4'e yükseldi (2025: %9,2), doluluk %98,9 oldu (2025: %99,2). Yönetim 9A26'da 23,3 bin m² alanı yeniden kiraladı, 127 mağaza açtı ve 166 mağaza ile 40 kiosk için TÜFE'nin üzerinde kira artışında anlaştı.

Dönem sonrasında, Şirket 9 Ekim'de 2,59 milyar TL brüt temettü (hisse başına 7,8202 TL) ödedi ve 21 Ekim'de Feriköy'ün Şirket'le birleşmesi için SPK'ya başvurdu. Yönetim 16-17 Kasım'da New York'ta yatırımcılarla görüşecek (non-deal roadshow).

Yorum: 9A26 NOI, TMS 29 hariç yıllık %27 artışla 175 milyon EUR'ya ulaşarak Şirket'in 9 aylık bütçesini yaklaşık 15 milyon EUR (yaklaşık %9) aştı. Bu rakam 218 milyon EUR'luk yıllık hedefin %80'i; Optimum İstanbul'un tam konsolidasyonuyla hedef muhafazakâr görünüyor. 2026 için yaklaşık 245 milyon EUR NOI ve 230 milyon EUR FAVÖK (TMS 29 hariç) tahmin ediyoruz. Hesaplamalarımıza göre benzer varlık bazında NOI 9A26'da yıllık reel %7 arttı. RGYAS yılbaşından bu yana BİST-100'ün %27,8 üzerinde performans gösterdi ve 0,32x PD/DD, 0,26x PD/EPRA NAD ile işlem görüyor.

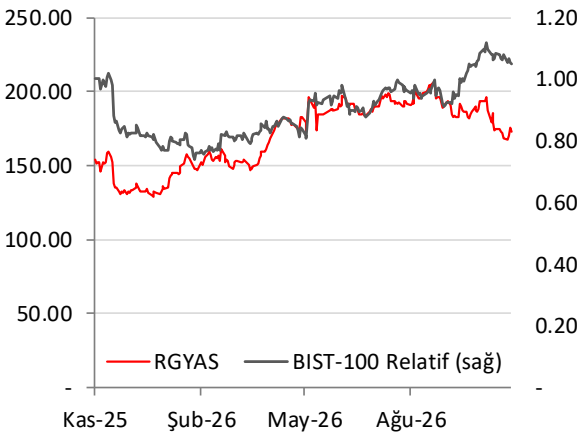
Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyor, daha yüksek FAVÖK tahminlerimizle 12 aylık hedef fiyatımızı 409 TL'den 414 TL'ye çıkarıyoruz. 2027T-28T net kâr tahminlerimizdeki indirim FAVÖK altındaki nakit dışı kalemlerden kaynaklanıyor ve değerlememizi etkilemiyor. Hedef fiyatımız %140 yükseliş potansiyeli sunuyor; hisse NAD tahminimizin 0,38x'i, EPRA NAD'ın 0,26x'i ile işlem görüyor.

Çeyreklik Özet

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	AK Fark
Net Satışlar	4,789	4,036	+19%	4,865	-2%	4,729	4,893	+1%	-2%
FAVÖK	3,310	2,554	+30%	3,110	+6%	3,094	3,215	+7%	+3%
FAVÖK Marjı	*69.1%*	*63.3%*	*+5.8y.p.*	*63.9%*	*+5.2y.p.*	*65.4%*	*65.7%*	*+3.7y.p.*	*+3.4y.p.*
Net Kar	5,288	11,593	-54%	4,569	+16%	4,872	4,965	+9%	+6%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu				RGYAS TI
Tavsiye				Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL				414.00 (önceki 409.00)
Güncel Fiyat, TL				172.60
Getiri Potansiyeli				140%
Piyasa Değeri, mn TL				57,131
Firma Değeri, mn TL				82,004
Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	12,640	20,661	28,098	36,337
FAVÖK, mn TL	8,213	13,957	19,006	24,585
Net Kâr, mn TL	16,306	17,482	16,564	25,846
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	24,584	27,402	24,320	18,726
Net Borç/FAVÖK	3.0	2.0	1.3	0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	65.0%	67.6%	67.6%	67.7%
Net Marj	129.0%	84.6%	59.0%	71.1%
Temettü Verimi	1.2%	4.5%	8.0%	11.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	53.7%	63.5%	36.0%	29.3%
FAVÖK, y/y	53.5%	69.9%	36.2%	29.4%
Net Kâr, y/y	248.0%	7.2%	-5.3%	56.0%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	2.7	3.3	3.4	2.2
FD/FAVÖK	8.1	6.0	4.2	3.0
FD/Ciro	5.3	4.0	2.9	2.1
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-9.0%	-10.7%	17.3%	30.5%
BİST-100 Relatif	-0.2%	7.6%	11.7%	27.8%
AOİH, mn TL	196	368	342	367



Piyasa verileri 5 Kasım 2026 tarihlidir.

Proje geliştirme portföyü: Maltepe Park konut projesinde satışlar Ekim 2026 itibarıyla 229 bağımsız bölümün 85'ine (%37) ulaştı (Haziran: 62). Ortalama satış fiyatı KDV dâhil yaklaşık 3 bin USD/m², inşaatın tamamlanma oranı %70. Şirket projenin kalan net nakit potansiyelini 70 milyon USD olarak öngörüyor. Bu tutar, 74 milyon USD satılmamış stok, 8 milyon USD alacak ve ticari alandan beklenen 18 milyon USD'den 30 milyon USD kalan inşaat maliyetinin düşülmesiyle bulunuyor. Şirket ticari alanı satmak yerine kiralamayı da değerlendiriyor. Bunlardan ayrı olarak, üç Optimum varlığındaki kalan %50 paylar toplam 147 milyon EUR'ya alındı; bu alımlar yıllık NOI'ye 32 milyon EUR, brüt varlık değerine (GAV) 602 milyon EUR ekledi.

Tahmin revizyonları: 3Ç26 sonuçlarını, Optimum İstanbul'un 9 Eylül'den itibaren tam konsolidasyonunu ve güncel makro tahminlerimizi modele yansıttık. 2026 için artık 230 milyon EUR FAVÖK ve yaklaşık 245 milyon EUR NOI (TMS 29 hariç) tahmin ediyoruz. Mevcut portföyde 2027T'de %1, 2028T'de %3 reel kira artışı varsayıyor, kiralama faaliyetinin brüt marjını 2026T seviyesinde tutuyoruz. Maltepe Park konut satışlarını modellemiyor, projeyi NAD hesabımızda değerliyoruz. Optimum İstanbul'un yıllık yaklaşık 1,3 milyar TL (Eylül 2026 satın alma gücüyle) hasılat eklediğini tahmin ediyoruz. Bu katkı, önceki tahminlerimize göre daha düşük kalan mevcut portföy kirasını fazlasıyla telafi ediyor; 2027T ve 2028T hasılat tahminlerimiz sırasıyla %2 ve %3, FAVÖK tahminlerimiz ise her iki yılda %2 artıyor. 3,60 milyar TL'lik kademeli satın alım kazancı 2026T net kâr tahminimizi %8 yükseltiyor. Buna karşın FAVÖK altındaki üç nakit dışı kalem nedeniyle 2027T ve 2028T net kâr tahminlerimizi sırasıyla %29 ve %28 düşürüyoruz. İlki finansman kalemi; EUR borçlanmalardaki kur zararını artık parasal kazançla birlikte açıkça modelliyoruz. Bu nedenle net finansman gideri ve parasal kazanç toplamı, önceki tahminlerimizdeki 3,6 milyar TL ve 4,5 milyar TL kazançtan 2027T'de başabaşa, 2028T'de 1,5 milyar TL zarara dönüyor. Ayrıca reel değerleme kazancı varsayımımızı açılış portföyünün %4 ve %5'inden %2 ve %3'üne indiriyoruz. Son olarak efektif vergi oranımız 2027T'de önceki tahminimizdeki %25'ten %35'e çıkıyor. Bunun nedeni, yatırım amaçlı gayrimenkullerin vergi matrahının enflasyona göre endekslenmemesi ve geçmiş yıl zararları kullanıldıkça bunlar için ayrılan ertelenmiş vergi varlığının çözülmesi.

Tahmin Güncellemeleri

	Yeni			Eski		
	2026T	**2027T**	**2028T**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet Tahminler						
Net satışlar	20,661	28,098	36,337	21,074	27,518	35,323
y/y	*+63%*	*+36%*	*+29%*	*+67%*	*+31%*	*+28%*
FAVÖK	13,957	19,006	24,585	14,098	18,554	24,027
FAVÖK marjı	*67.6%*	*67.6%*	*67.7%*	*66.9%*	*67.4%*	*68.0%*
Net kâr	17,482	16,564	25,846	16,131	23,294	35,749
y/y	*+7%*	*-5%*	*+56%*	*-1%*	*+44%*	*+53%*
Tahminlerde Değişimler						
Net satışlar	-2%	+2%	+3%			
FAVÖK	-1%	+2%	+2%			
FAVÖK marjı	+0.7pp	+0.2pp	-0.4pp			
Net kâr	+8%	-29%	-28%			
Hedef Fiyat & Öneri						
12A HF		414			409	
Değişim		*+1%*				
Öneri		Endeksin Üzerinde Getiri			Endeksin Üzerinde Getiri	
Değişim		↔				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	**3,347**	**3,823**	**4,469**	**4,398**	**4,609**
Brüt Kar	**2,308**	**2,658**	**3,182**	**3,208**	**3,179**
Operasyonel Giderler	212	242	184	158	231
Faaliyet Karı	**2,096**	**2,416**	**2,998**	**3,050**	**2,948**
FAVÖK	**2,102**	**2,419**	**3,017**	**3,072**	**2,946**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	2,452	9,520	3,885	2,537	2,988
Vergi Öncesi Kar	**4,549**	**11,936**	**6,883**	**5,587**	**5,936**
Vergi Geliri / (Gideri)	(880)	(955)	(2,974)	(2,592)	(1,608)
Vergi Sonrası Net Kar	**3,668**	**10,981**	**3,909**	**2,996**	**4,328**
Azınlık Payları	–	–	–	–	–
Net Kar	**3,668**	**10,981**	**3,909**	**2,996**	**4,328**

Büyüme (Yıllık)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	6.8%	23.3%	26.1%	35.5%	37.7%
Operasyonel Giderler	-32.0%	74.1%	557.1%	15.7%	9.2%
Faaliyet Karı	-0.0%	18.6%	41.0%	43.4%	40.6%
FAVÖK	0.0%	18.4%	41.1%	44.1%	40.1%
Net Kar	16.6%	109.3%	-149.0%	365.7%	18.0%

Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Brüt Kar Marjı	69.0%	69.5%	71.2%	72.9%	69.0%
Operasyonel Gider Marjı	6.3%	6.3%	4.1%	3.6%	5.0%
Faaliyet Kar Marjı	62.6%	63.2%	67.1%	69.3%	64.0%
FAVÖK Marjı	62.8%	63.3%	67.5%	69.9%	63.9%
Efektif Vergi Oranı	19.4%	8.0%	43.2%	46.4%	27.1%
Net Kar Marjı	109.6%	287.2%	87.5%	68.1%	93.9%
Parasal Kazanç (Kayıp)	34.5%	46.5%	32.8%	68.7%	38.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	40.2%	80.7%	17.7%	48.9%	31.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	46.5%	-0.4%	-65.7%	105.1%	-10.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	64.0%	127.5%	26.2%	70.1%	49.1%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.8%	0.0%	0.4%	0.8%	-0.3%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-61.3%	-45.4%	-16.0%	-29.3%	-31.1%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	**1,345**	**3,085**	**789**	**2,153**	**1,445**
Düzeltme Öncesi Kar	3,668	10,981	3,909	2,996	4,328
Amortisman ve İtfa Payları	6	4	19	22	(2)
İşletme Sermayesindeki Değişim	(2,051)	(1,735)	(714)	(1,290)	(1,435)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(278)	(6,165)	(2,425)	425	(1,446)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	**213**	**(3,101)**	**(3,727)**	**2,471**	**(1,943)**
Sabit Sermaye Yatırımları	(28)	(2)	(16)	(34)	13
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	241	(3,099)	(3,711)	2,505	(1,956)
Serbest Nakit Akımı	**1,558**	**(15)**	**(2,938)**	**4,623**	**(497)**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	**160**	**3,828**	**328**	**(2,158)**	**(1,672)**
Finansal Borçlardaki Değişim	154	4,086	3,266	(789)	(1,362)
Temettü	–	–	(639)	–	–
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	7	(259)	(2,299)	(1,368)	(310)
Çevrim Farkları	(210)	825	184	742	484
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**1,509**	**4,637**	**(2,426)**	**3,207**	**(1,685)**

Bilanço (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	**8,752**	**13,633**	**12,821**	**13,707**	**20,078**
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,918	10,556	8,130	11,337	9,653
Finansal Yatırımlar	67	47	2,700	197	1,678
Ticari Alacaklar	913	1,039	1,136	1,089	1,206
Stoklar	8	7	7	6	5,799
Diğer Dönen Varlıklar	1,913	2,031	3,548	1,274	3,420
Duran Varlıklar	**188,474**	**209,411**	**221,192**	**221,321**	**218,902**
Finansal Yatırımlar	–	–	–	–	–
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	24,274	11,844	8,484	8,530	8,602
Maddi Duran Varlıklar	227	228	226	227	251
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	7	7	7
Şerefiye	–	–	–	–	–
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	157,224	190,864	205,352	205,514	208,064
Diğer Duran Varlıklar	6,747	6,471	7,123	7,042	1,978
Toplam Varlıklar	**197,225**	**223,044**	**234,014**	**235,028**	**238,980**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**8,227**	**7,656**	**7,414**	**7,273**	**7,178**
Finansal Borçlar	4,371	4,605	4,718	4,597	4,428
Ticari Borçlar	1,497	1,695	1,115	836	763
Ertelenmiş Gelirler	221	280	527	565	721
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,138	1,076	1,055	1,275	1,266
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**46,637**	**62,040**	**69,994**	**68,156**	**67,873**
Finansal Borçlar	23,545	32,326	35,062	31,246	29,303
Ertelenmiş Gelirler	1	45	43	47	41
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	18,958	25,497	31,170	33,271	34,925
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,134	4,173	3,719	3,592	3,604
Özkaynaklar	**142,361**	**153,347**	**156,606**	**159,599**	**163,930**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	142,361	153,347	156,606	159,599	163,930
Azınlık Payları	–	–	–	–	–
Toplam Kaynaklar	**197,225**	**223,044**	**234,014**	**235,028**	**238,980**
Yatırım Sermayesi	187,451	209,437	223,187	221,015	226,578
Toplam Borç	27,916	36,931	39,780	35,844	33,731
Net İşletme Sermayesi (NİS)	(577)	(649)	29	260	6,243
NİS / S12A Satışlar	-4.4%	-4.6%	0.2%	1.6%	36.1%
Net Borç (NB)	21,931	26,328	28,950	24,310	22,400
NB / S12A FAVÖK	2.6	3.0	3.0	2.3	2.0
NB / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	(1,614)	(5,998)	(6,112)	(6,937)	(6,903)
KV ND / S12A FAVÖK	-0.2	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6
YPP (Türev Korunma Dahil)	(24,437)	(28,425)	(34,276)	(28,862)	(26,012)

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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026