

RÖNESANS GAYRİMENKUL YATIRIM

Cazip Değerleme, İyileşen Borçluluk Görünümü

Rönesans Gayrimenkul Yatırım'ı (RGYAS) "Endeks Üzerinde Getiri" önerisi ve 206 TL 12A hedef fiyat ile takip listemize ekliyoruz. Hedef fiyatımız, mevcut seviyeye göre %67 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse, yüksek kaliteli ve enflasyona karşı korunaklı varlık tabanına, görünür borç azaltımı patikasına rağmen, ekspertiz değerleri baz alındığında 0,39x PD/NAD çarpanıyla işlem görüyor (AK: 0,54x). Değerlememiz, kira getirili varlıklar için indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemiyle hesapladığımız değerlerini, arsa portföyü ve satılmak üzere geliştirilen projeler için ise ekspertiz değerlerini içeren parçaların toplamı yöntemine dayanıyor.

Yüksek kalite portföy, düzenli nakit akışı sağlıyor: RGYAS, ağırlıklı olarak alışveriş merkezlerinden oluşan 145 milyar TL'lik bir portföyü yönetmektedir (GIC ve Doğan Holding'in toplam 22 milyar TL payı dahil). Portföyün %88,6'sı alışveriş merkezi, %6'sı ofis varlıklarından oluşmakta olup, İstanbul ve İzmir gibi güçlü ekonomik merkezlerde konumlanmış olmaları, tekrarlayan nakit akışlarında yüksek görünürlük sağlamaktadır. 2024 yılında AVM kiracı ciroları reel olarak %12,9 büyüyerek sektör ortalamasının 866bp üzerinde performans gösterdi. Bu büyüme, %9,7 y/y ziyaretçi (footfall) artışı ve ziyaretçi başına ortalama gelirdeki (ARPV) %2,9 reel artıştan kaynaklandı. FAVÖK marjı %65,1 olarak gerçekleşti.

Düzenli nakit akışı borç azaltımını destekliyor: Şirket, 2024 yılını 14,7 milyar TL net borç ve 2,7x Net Borç/FAVÖK oranı ile kapatmıştır. İlişkili taraf borçları ve ertelenmiş gelirler dahil edildiğinde net borç 17,6 milyar TL'ye, düzeltilmiş kaldıraç oranı ise 3,3x seviyesine çıkmaktadır. 2025–2027 döneminde toplam 19,5 milyar TL serbest nakit akımı yaratmasını; bu sayede düzeltilmiş net borcun düşük üç haneli seviyelere, düzeltilmiş toplam borcun ise toplam varlıkların %2,8'ine kadar gerilemesini bekliyoruz.

Yeniden değerlendirme kaynaklı dalgalanmanın ardından kazanç görünümü normalleşiyor: 2024 yılı net kârı, yeniden değerlendirme kazançlarının sınırlı kalması nedeniyle yıllık bazda %74 düşerken, esas faaliyet kârı %80 artarak 5,3 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 2025'te, yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki değer artışlarının katkısının artmasıyla birlikte pay başına kazanç tutarının %125 büyümesini, 2024–2027 döneminde ise FAVÖK'ün yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %25,6 olmasını bekliyoruz. Enflasyondan arındırılmış yeniden değerlendirme artışının 2025'te düşük tek haneli seviyelerden 2027'de orta tek haneli seviyelere çıkmasını bekliyoruz.

Temel riskler: (i) Beklentimizden zayıf perakende aktivitesi, (ii) beklentimizden yüksek maliyet baskısı ve (iii) döviz kurlarındaki oynaklık (toplam borcun yaklaşık %97'si Avro cinsindendir). Bununla birlikte, kira/ciro oranı (OCR) iyileşmesi (3A25: %9,3; hedef: %13) ve kontrat yenilemeleri, kira gelirlerini desteklemeye devam edecektir.

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	RGYAS T1
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	206.00
Güncel Fiyat, TL	123.30
Getiri Potansiyeli	67%
Halka Açıklık Oranı	10%
Piyasa Değeri, mn TL	40,812

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	8,223	11,270	14,234	17,122
FAVÖK, mn TL	5,351	7,235	8,903	10,603
Net Kâr, mn TL	4,686	10,933	16,121	23,946

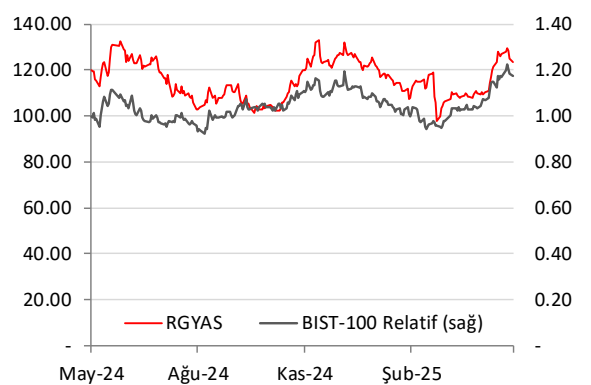
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	17,643	13,600	8,263	268
Net Borç/FAVÖK	3.3	1.9	0.9	0.0

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	65.1%	64.2%	62.5%	61.9%
Net Marj	57.0%	97.0%	113.3%	139.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme				
Ciro, y/y	64.1%	37.1%	26.3%	20.3%
FAVÖK, y/y	79.6%	35.2%	23.1%	19.1%
Net Kâr, y/y	-74.4%	133.3%	47.5%	48.5%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	8.2	3.7	2.5	1.7
FD/FAVÖK	7.5	4.5	2.3	0.5
FD/Ciro	4.9	2.9	1.5	0.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	12.4%	14.6%	-0.6%	-6.6%
BİST-100 Relatif	13.4%	17.4%	13.6%	-1.7%
AOİH, mn TL	74	72	82	67



Piyasa verileri 26 Mayıs 2025 tarihli.

Rönesans Gayrimenkul Yatırım, defansif nakit akışı, yüksek varlık kalitesi ve yüksek görünürlüğe sahip borç azaltımı kombinasyonu sunarken, derin bir NAD iskontosuyla işlem görmektedir. Enflasyona karşı korunaklı gelir yapısı, operasyonel öngörülebilirliği ve bilanço esnekliği göz önünde bulundurulduğunda, yatırımcı odağının normalize karlılığa ve ucuz PD/NAD çarpanına yönelmesiyle birlikte hissede yukarı yönlü değerlendirme potansiyelinin belirginleşeceğini düşünüyoruz.

2024 yılında güçlü operasyonel performans sergilemiş olmasına rağmen, hisse değerlendirme bazında halen ciddi bir iskontoyla işlem görmektedir. Ekspertiz değerleri baz alındığında PD/NAD oranı 0,39x (AK: 0,54x) ile zirvesinin %35,3 altında, halka arz sonrası oluşan medyan çarpanının ise %1,1 altındadır. Makro görünümdeki iyileşme ve borç azaltımının devamıyla birlikte bu iskontonun daralması yönünde güçlü potansiyel söz konusudur.

Şirket, toplam büyüklüğü 145 milyar TL olan bir gayrimenkul portföyünü yönetmektedir. Bu portföyün 22 milyar TL'lik kısmı GIC ve Doğan Holding'e aittir. Portföyün %88,6'sı alışveriş merkezlerinden oluşmakta olup, bunlar İstanbul (%41) ve İzmir (%27,1) gibi yüksek gelirli şehir merkezlerinde konumlanmıştır. Genel fiyat artış hızının yüksek seyrettiği dönemlerde bu varlıklar hem fiyatlama gücünü hem de dayanıklılığını korurken, 2024 yılında kiracı cirolarında reel bazda %12,9 büyüme kaydedilmiş ve sektör ortalaması olan %4,3'ün belirgin şekilde üzerinde performans gösterilmiştir. Bu performans, sektöre kıyasla daha yüksek olan %9,7'lik ziyaretçi artışı (sektör: %1,3) ve reel bazda %2,9'luk ziyaretçi başına gelir (ARPV) büyümesi ile desteklenmiştir. Söz konusu operasyonel dinamikler, %65,1 FAVÖK marjıyla 5,4 milyar TL FAVÖK yaratılmasına olanak sağlamıştır. 2025 yılına ilişkin olarak, hem ziyaretçi trafiğinde hem de ARPV tarafında %1'lik reel büyüme öngörmekteyiz. Bunlara ek olarak, kira/ciro oranı (OCR) tarafında da kademeli bir iyileşme bekliyoruz. Civar semtlerde artan nüfus yoğunluğu, turist ziyaretinde büyüme veya ziyaret sıklığında yükseliş gibi faktörler, tahminlerimize ilişkin yukarı yönlü potansiyeller olarak öne çıkmaktadır.

Şirket, 2024 yılını 14,7 milyar TL net borç ve 2,7x Net Borç/FAVÖK oranı ile kapatmıştır. İlişkili taraf borçları (2,9 milyar TL) ve ertelenmiş gelirler (57 milyon TL) dikkate alındığında düzeltilmiş net borç 17,6 milyar TL'ye, düzeltilmiş kaldıraç oranı ise 3,3x seviyesine ulaşmaktadır. Buna karşın, şirketin düşük kredi kullanım oranına sahip (Toplam Borç/Toplam Varlık (LTV) Oranı: %15, düzeltilmiş LTV: %17,3), kaliteli gayrimenkul portföyü bilanço yapısını desteklemektedir. 2024 yılında %22,7 serbest nakit akımı (SNA) marjıyla 1,9 milyar TL serbest nakit akımı yaratılmıştır. Bu rakamın 2027'de 8,4 milyar TL'ye ulaşarak marjın %49 seviyesine çıkmasını bekliyoruz. Bu iyileşme ile, düzeltilmiş net borcun düşük üç haneli seviyelere, düzeltilmiş toplam borcun ise toplam aktiflerin %2,8'ine kadar gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Yönetimin kontrat yenileme, borç kompozisyonu yönetimi ve disiplinli yatırım harcamaları konusundaki proaktif yaklaşımı, borç azaltım süreciyle ilgili inancımızı güçlendirmektedir. Buna ek olarak, temel senaryomuza henüz dahil etmediğimiz Maltepe Park Karma Kullanım Projesi gibi gayrimenkul geliştirmeleri de yukarı yönlü değerlendirme opsiyonu sunmaktadır.

1Ç25 Finansal Sonuçları

RGYAS, 1Ç25'te yıllık bazda %90 düşüşle 459 milyon TL net kâr açıkladı. Bu gerilemenin arkasında, (i) geçen yılın aynı döneminde kaydedilen yatırım amaçlı gayrimenkul yeniden değerlendirme gelirlerinin (1Ç24: vergi öncesi 3,2 milyar TL) bu çeyrekte bulunmaması, (ii) çeyreklik enflasyondaki yaklaşık 500 baz puanlık düşüş ve kaldıraç seviyesindeki azalmaya bağlı olarak parasal kazançların %53 y/y gerilemesi (Düzeltilmiş Net Borç*/S12A FAVÖK oranı 1Ç24'teki 4,8x seviyesinden 3,1x'e geriledi), ve (iii) benzer nedenlerle olduğunu düşündüğümüz iştirak kazançlarının %92 y/y düşmesi yer aldı.

Hasılat yıllık bazda %12 artarken, bu büyümenin yaklaşık %52'si Hilltown Küçükalyalı (AVM & Ofis), Samsun Piazza (AVM & Otel), MaltepePark (AVM & Ofis), Maltepe Piazza (AVM & Ofis) ve RönesansBiz Küçükalyalı (Ofis & Okul) projelerinden kaynaklandı.

FAVÖK yıllık bazda %9 artış gösterdi, ancak marj 211 baz puan daraldı. Bu daralma, artan personel giderleri (satışların ve faaliyet giderlerinin toplam artışının yaklaşık %44'ünü oluşturdu) ve danışmanlık giderleri (yaklaşık %24'lük pay) nedeniyle baskılandı.

Kaldıraç seviyesi 4Ç24'e kıyasla sınırlı şekilde iyileşirken, Düzeltilmiş Net Borç*/S12A FAVÖK oranı 3,3x'ten 3,1x'e geriledi. Toplam borcun yaklaşık %86'sı uzun vadeli olup, büyük oranda Avro cinsi borçlardan oluşmaktadır.

Şirketin 17,8 milyar TL açık döviz pozisyonu bulunmaktadır. Döviz sepetindeki 1 puanlık artış, diğer tüm değişkenler sabit kalmak kaydıyla yaklaşık 178 milyon TL kur farkı zararına yol açabilecektir.

Özet Göstergeler – 1Ç25 Sonuçları (milyon TL)					
Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre	
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç
Net Satışlar	2,318	2,067	12%	2,530	-8%
FAVÖK	1,523	1,402	9%	1,527	0%
FAVÖK Marjı	65.7%	67.8%	-211 bps	60.4%	536 bps
Net Kar	459	4,472	-90%	-5,698	-108%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Rasyonet, Şirket

* İlişkili taraf borçları ve ertelenmiş gelirler dahil net borç

Gelir Tablosu (milyon TL) - TMS29	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	8,223	11,270	14,234	17,122
Brüt Kar	5,713	7,693	9,507	11,341
Operasyonel Giderler	-382	-482	-634	-772
Faaliyet Karı	5,331	7,211	8,874	10,569
Amortisman	19	24	29	34
FAVÖK	5,351	7,235	8,903	10,603
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	1,590	3,218	4,064	4,888
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değer Artışları / (Azalışları)	192	2,556	6,334	11,457
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	133	719	1,781	3,221
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	4	22	54	98
Finansal Gelir / (Gider)	-6,288	-5,262	-4,168	-2,483
Parasal Kazanç / (Kayıp)	8,715	8,646	6,407	4,515
Vergi Öncesi Kar	9,677	17,110	23,345	32,266
Vergi Geliri / (Gideri)	-4,991	-6,177	-7,224	-8,320
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	4,686	10,933	16,121	23,946
Ortalama Pay Adedi	320	331	331	331
Pay Başına Kazanç	14.7	33.0	48.7	72.3

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - TMS29	2024	2025T	2026T	2027T
Faaliyet Karı	5,331	7,211	8,874	10,569
Amortisman ve İtfa Payları	19	24	29	34
İşletme Sermayesindeki Değişim	-2,880	-1,951	-1,443	-1,152
Ödenen Vergi	-245	-226	-279	-332
Duran Varlık Harcamaları	-26	-32	-38	-45
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Harcamaları	-336	-458	-580	-698
Serbest Nakit Akımı	1,864	4,567	6,563	8,376
Serbest Nakit Akım Marjı	22.7%	40.5%	46.1%	48.9%
Ödenen Temettü	0	0	0	0
Diğer Nakit Akışı	999	-1,517	-1,860	-787
Net Nakitteki Artış / (Azalış)	2,863	3,050	4,703	7,590
(-) İlişkili Tarafalara Diğer Borçlardaki Değişim	-34	1,017	661	430
(-) Ertelemiş Gelirlerdeki Değişim	167	-24	-26	-24
(-) Diğer Düzeltmeler	0	0	0	0
Düzeltilmiş Net Nakitteki Artış / (Azalış)	2,995	4,043	5,338	7,995

Reel Büyüme	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	13.7%	5.4%	4.0%	3.7%
Brüt Kar	24.9%	3.6%	1.8%	2.9%
Faaliyet Karı	24.4%	4.0%	1.3%	2.7%
FAVÖK	24.4%	4.0%	1.3%	2.7%
Net Kar	-82.2%	79.5%	21.4%	28.1%
Hisse Başı Net Kar	-83.1%	73.3%	21.4%	28.1%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	69.5%	68.3%	66.8%	66.2%
Operasyonel Gider Marjı	-4.6%	-4.3%	-4.5%	-4.5%
Faaliyet Kar Marjı	64.8%	64.0%	62.3%	61.7%
FAVÖK Marjı	65.1%	64.2%	62.5%	61.9%
Net Kar Marjı	57.0%	97.0%	113.3%	139.9%
Özkaynak Karlılığı (ROE) ⁽²⁾	8.4%	12.2%	12.7%	14.0%
Vergi Öncesi Yatırım Sermayesi Karlılığı (ROIC, pre-tax) ⁽³⁾	7.0%	6.7%	6.3%	5.9%

(1) Toplam Borç + Ertelemiş Gelir + İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar

(2) Net Kar_t / Özkaynaklar_{t-1}

(3) Faaliyet Karı_t / (Düzeltilmiş Net Borç_{t-1} + Özkaynaklar_{t-1})

Kaynak: Ak Yatırım Tahminleri

Bilanço (milyon TL) - TMS29	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,587	4,436	5,602	6,739
Finansal Yatırımlar	45	58	71	82
Diğer Alacaklar	5	6	7	9
Ticari Alacaklar	660	904	1,142	1,374
Stoklar	2,815	3,660	4,445	5,154
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	16,233	21,822	28,285	36,018
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	98,318	130,369	164,675	202,401
Kullanım Hakkı Varlıkları	255	350	442	532
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	146	198	249	300
Diğer Varlıklar	904	1,239	1,565	1,883
Toplam Varlıklar	122,968	163,043	206,485	254,492
Finansal Borçlar	18,313	16,125	12,601	6,159
Diğer Borçlar	3,168	2,059	1,338	870
İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar	2,905	1,888	1,227	798
Ticari Borçlar	1,027	1,464	1,934	2,366
Ertelemiş Gelirler	57	82	108	132
Vergi Yükümlülükleri	10,553	15,538	19,148	22,294
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	10,332	12,056	14,030	16,692
Diğer Yükümlülükler	287	409	541	661
Yabancı Kaynaklar	33,405	35,677	35,670	32,483
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	89,564	127,366	170,815	222,009
Ödenmiş Sermaye	331	331	331	331
Rezerv ve Diğer Kalemler	17,548	22,912	27,899	32,402
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	66,998	93,190	126,464	165,330
Dönem Net Karı / (Zararı)	4,686	10,933	16,121	23,946
Azınlık payları	0	0	0	0
Özkaynaklar	89,564	127,366	170,815	222,009
Toplam Kaynaklar	122,968	163,043	206,485	254,492

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Toplam Borç	18,313	16,125	12,601	6,159
Düzeltilmiş Toplam Borç ⁽¹⁾	21,275	18,094	13,936	7,089
Net Borç (Nakit)	14,681	11,631	6,927	-662
Düzeltilmiş Net Borç / (Nakit)	17,643	13,600	8,263	268
Net Borç / FAVÖK	2.7	1.6	0.8	-0.1
Düzeltilmiş Net Borç / FAVÖK	3.3	1.9	0.9	0.0
Borç/Varlık	14.9%	9.9%	6.1%	2.4%
Düzeltilmiş Toplam Borç / Toplam Varlık	17.3%	11.1%	6.7%	2.8%

Rasyo Analizi	2024	2025T	2026T	2027T
Piyasa Değeri	38,514	40,812	40,812	40,812
(+) Düzeltilmiş Net Borç (Nakit)	17,643	13,600	8,263	268
(+) Azınlık Payları	0	0	0	0
(-) Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-16,233	-21,822	-28,285	-36,018
Firma Değeri	39,924	32,591	20,790	5,062
F / K	8.2	3.7	2.5	1.7
PD / DD	0.4	0.3	0.2	0.2
FD / FAVÖK	7.5	4.5	2.3	0.5
FD / Net Satışlar	4.9	2.9	1.5	0.3
Kazanç Verimi	12.2%	26.8%	39.5%	58.7%
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

DEĞERLEME

Rönesans Gayrimenkul Yatırım (RGYAS)'ı "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyesi ve 206 TL'lik 12A HF ile başlatıyoruz. Hedef fiyatımız, hissenin mevcut seviyesine göre %67 oranında bir getiri potansiyeline işaret ediyor. Değerlememiz, kira getirili varlıklar için indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemiyle hesapladığımız değerlerini, arsa portföyü ve satılmak üzere geliştirilen projeler için ise ekspertiz değerlerini içeren parçaların toplamı yöntemine dayanmaktadır.

İNA analizimizde, %29,5 özsermaye maliyeti ve – şirketin mevcut sermaye yapısıyla uyumlu şekilde – %15 borç/varlık ağırlığıyla %24,4 borçlanma maliyetin dayalı olarak %28,7 AOSM uyguluyoruz. Bu sermaye maliyeti bileşenleri, %24 risksiz getiri oranı, %5,5 hisse senedi risk primi ve 1,0 beta katsayısı varsayımlarından türetilmiştir. Uç değer hesaplamasında 15 yıllık kira çarpanına karşılık gelen %6,7 kapitalizasyon oranı kullanıyoruz. Bu varsayımlar, 97,6 milyar TL'lik bir firma değeri veriyor. Buradan 18,8 milyar TL'lik düzeltilmiş net borç* ve 3,7 milyar TL'lik diğer bilanço düzeltmeleri düşerek, 75 milyar TL'lik net aktif değere (NAD) ulaşıyoruz. Bu NAD üzerinden, perakende odaklı GYO'lara yönelik EPRA'nın hesapladığı 12 aylık ortalama %29,4 NAD iskontosuna paralel olacak şekilde %30 hedef NAD iskontosu uyguluyoruz. Değerlemeyi %29,5 özsermaye maliyetiyle 12 ay ileri taşıyarak 206 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

Değerleme Özeti

# Varlık	Ortak	Konum	Varlık Türü	AK (mn TL) Makul Değer
1 Karşıyaka Hilltown	---	İzmir	AVM	19,285
2 Küçükyalı Hilltown	---	İstanbul	AVM / Ofis	10,710
3 Maltepe Piazza	---	İstanbul	AVM / Ofis	11,341
4 Samsun Piazza	---	Samsun	AVM / Hotel	10,751
5 Şanlıurfa Piazza	---	Şanlıurfa	AVM	3,987
6 Kahramanmaraş Piazza	---	Kahramanmaraş	AVM	5,533
7 Optimum İstanbul	GIC (50%)	İstanbul	AVM	3,845
8 Optimum İzmir	GIC (50%)	İzmir	AVM	8,744
9 Optimum Ankara	GIC (50%)	Ankara	AVM	2,944
10 Optimum Adana	---	Adana	AVM / Arsa	8,086
11 Kozzy	---	İstanbul	AVM	430
12 Maltepe Park	---	İstanbul	AVM / Ofis / Karma Proje	6,941
13 RönesansBiz Küçükyalı	---	İstanbul	Ofis / Okul	2,804
14 Beachtown Project	---	Antalya	AVM Projesi	1,020
15 Ümraniye Land	DOHOL (50%)	İstanbul	Arsa	1,125
16 Ataşehir Land	---	İstanbul	Arsa	22
Gayrimenkul Portföyü⁽¹⁾				97,568
				-7,087
Düzeltilmeler^{(2) (3) (4)}				-22,527
Net Aktif Değeri				75,041
Hedef İskonto				30.0%
Özsermaye Maliyeti				29.5%
Pay Sayısı				331
12A HF				206
Güncel Fiyat				123.30
Getiri Potansiyeli				67%
Pay Başına NAD				227
PD/NAD				0.54x

(1) Satışların maliyetleri ve faaliyet giderleri, şirket raporlamasıyla uyumlu şekilde İNA hesaplamalarına dahil edilmiştir.

(2) Ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülükleri, yatırım amaçlı gayrimenkul değerleme etkisinden arındırılmıştır.

(3) Maddi duran varlıklar, Beachtown Projesi için yapılan kümülatif yatırım harcamaları ile düzeltilmiştir.

(4) Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar, ilişkili gayrimenkullerden arındırılmıştır.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirket

* İlişkili taraf borçları ve ertelenmiş gelirler dahil net borç

Temel Senaryomuzda:

2025 yılı için kira/ciro oranının (OCR) 50 baz puanlık iyileşmeyle %9,2 seviyesine geleceğini öngörüyoruz (1Ç25: %9,3). Bu iyileşmenin, 2026–2033 döneminde yıllık ortalama 30 baz puan artışla oranı %11,6’ya taşınmasını bekliyoruz (2014–2024 medyan: %12,6).

Ziyaretçi başına gelir (ARPV) ve ziyaretçi trafiğinde (footfall) 2025 yılı için reel bazda %1 y/y artış öngörüyoruz. Bu beklenti, RGYAS’ın 1Ç25 sonuçlarıyla uyumlu görünüyor.

2026–2033 döneminde ise ortalama yıllık ziyaretçi trafiği artışını %0,5 olarak varsayıyoruz. Bu oran, aynı dönemde TÜİK’in %0,42 seviyesindeki nüfus artış projeksiyonu ile karşılaştırıldığında, kişi başı ziyaret sıklığında sınırlı bir artış anlamına geliyor. Bu tahmin: (i) beklenenden güçlü ziyaret sıklığı, (ii) RGYAS’a ait AVM’lerin çevresinde artan nüfus yoğunluğu, ve (iii) artan turist ziyareti gibi yukarı yönlü potansiyelleri içermemektedir.

Ziyaretçi başına gelir (ARPV) için 2026 sonrası dönemde, uzun vadeli tüketici harcama eğilimlerine ilişkin nötr bir yaklaşımla reel büyüme varsaymıyoruz.

Uç dönem için 15 yıllık kira çarpanı varsayımı kullanıyoruz; bu da %6,7 uç dönem kapitalizasyon oranına (terminal cap rate) denk gelmektedir.

Aşağıda, yukarıda paylaştığımız temel varsayımlarımız ve tahminlerimiz için hazırladığımız duyarlılık analizlerini sunuyoruz.

Duyarlılık Analizi

2025T AVM Ziyaretçi Sayısı Artışı							2026T–2033T Dönemi Ortalama Kira/Ciro Oranı Artışı						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%			0 bps	15 bps	30 bps	45 bps	60 bps
2025T Ziyaretçi Başına Gelir Artışı (Reel)	0.0%	199	200	202	203	204	2025T Kira/Ciro Oranı Artışı	0 bps	125	154	184	213	242
	0.5%	201	202	204	205	206		30 bps	136	165	195	224	253
	1.0%	203	204	206	207	208		60 bps	147	176	206	235	264
	1.5%	205	206	207	209	210		90 bps	158	187	216	246	275
	2.0%	207	208	209	211	212		120 bps	169	198	227	257	286
2026T–2033T Dönemi Ortalama Kira/Ciro Oranı Artışı							Uç Dönem Kapitalizasyon Oranı						
		0 bps	15 bps	30 bps	45 bps	60 bps			8.7%	7.7%	6.7%	5.7%	4.7%
2026T–2033T Dönemi Ortalama AVM Ziyaretçi Sayısı Artışı	0.00%	146	175	204	233	263	Riskli Getiri Oranı	26%	158	170	186	207	238
	0.25%	146	176	205	234	263		25%	166	179	195	218	250
	0.50%	147	176	206	235	264		24%	175	188	206	229	263
	0.75%	147	177	206	236	265		23%	184	198	216	241	276
	1.00%	148	177	207	236	266		22%	193	208	227	254	291

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

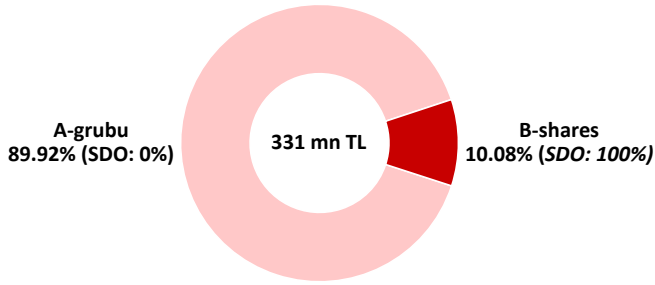
RÖNESANS GAYRİMENKUL YATIRIM

Ortaklık Yapısı

RGYAS'ın 331 milyon TL'lik ödenmiş sermayesi A ve B grubu paylara bölünmüştür. A grubu paylar (i) Yönetim Kurulu'na aday gösterme ve (ii) Yönetim Kurulu Başkanı ile Başkan Vekili'ni belirleme imtiyazına sahiptir.

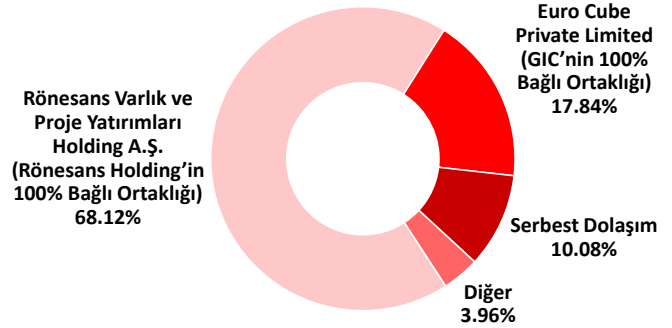
Halka açıklık oranı %10,08 olup, tamamı B grubu paylardan oluşmaktadır. Şirketin halka arz sonrası fiyat istikrarı programı kapsamında, ortalama 125,94 TL fiyattan 1,13 milyar TL bedelle halka açık payların %26,80'ini geri almasının ardından, efektif serbest dolaşım oranını %7,38 olarak hesaplıyoruz.

Pay Türleri Bazında Serbest Dolaşım Oranları



Kaynak: Şirket

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket

RGYAS'ın ana ortağı, Rönesans Holding'in %100 bağlı ortaklığı olan Rönesans Varlık ve Proje Yatırımları Holding A.Ş. olup, şirket sermayesinin %68,12'sine sahiptir. Singapur Hükümeti Yatırım Şirketi (GIC) ise %100 iştiraki Euro Cube Private Limited aracılığıyla RGYAS'ta %17,84 paya sahiptir.

Rönesans Holding; inşaat, gayrimenkul, sağlık, enerji ve petrokimya sektörlerinde faaliyet gösteren çok uluslu bir gruptur. Hollanda'dan Uzak Doğu'ya, Karayipler'den Afrika'ya uzanan geniş bir coğrafyada faaliyet gösteren holdingin ana operasyonları Türkiye ve Avrupa'da yoğunlaşmış olup, 30 ülkede varlık göstermektedir. ENR'nin "En Büyük 250 Uluslararası Müteahhit" listesinde 53. sırada yer alan grup, 2023 yılında 6,3 milyar Avro varlık büyüklüğü ile 2,5 milyar Avro konsolide gelir elde etmiştir.

GIC, Singapur'un resmi varlık fonu olup ülkenin döviz rezervlerini yönetmekle görevlidir. Şirket; gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa hisseleri, tahviller, nakit, gayrimenkul ve özel sermaye dâhil olmak üzere altı ana varlık sınıfına küresel ölçekte yatırım yapmaktadır. Yatırım ve risk yönetimi konularında uzmanlaşan GIC; Singapur, Brezilya, Çin, Hindistan, Japonya, Güney Kore, Birleşik Krallık ve ABD'deki ofisleriyle faaliyet göstermektedir. Şu anda GIC'in yönettiği varlık büyüklüğü 800,8 milyar ABD dolarıdır.

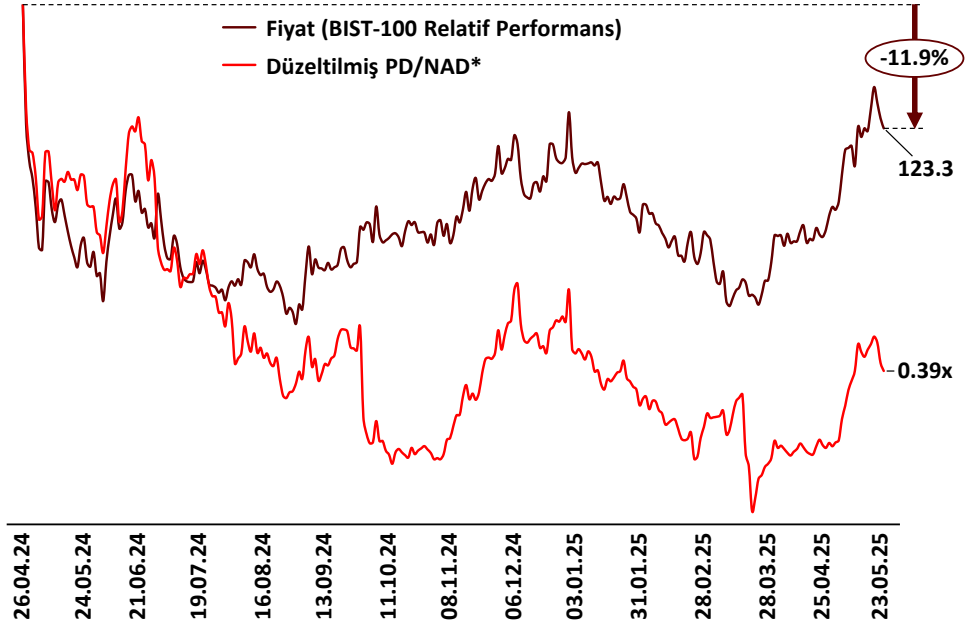
İki ana ortağın da ağırlıklı olarak varlık yöneticisi kimliğiyle hareket etmesi nedeniyle, RGYAS'ın varlık kalitesi ve sermaye verimliliği açısından yakından izlendiğini düşünüyoruz. Şirket, ortakları tarafından kar dağıtım talepleriyle karşılaşabilir veya ortaklar, kâr realizasyonu amacıyla paylarını azaltma yoluna gidebilir.

Hisse Senedi Performansı

26 Nisan 2024'teki ilk işlem gününden bu yana RGYAS hisseleri, BIST-100 endeksinin %11,9 gerisinde kaldı. Ekspertiz değerleri baz alındığında düzeltilmiş PD/NAD çarpanı 0,39x seviyesindedir (AK: 0,54x). Bu seviye, şirketin ilk işlem gününden bu yana işlem gördüğü en düşük çarpanın %26,3 üzerinde, en yüksek çarpanın %35,3 altında ve medyan değer %1,1 altındadır.

Yatırım tezimizin temel dayanakları şunlardır: (i) yüksek kaliteli bir gayrimenkul portföyü, (ii) istikrarlı ve enflasyona karşı korunaklı tekrar eden gelir yapısı, (iii) net bir borçluluk azaltma patikası, (iv) cazip bir NAV iskontosu. Öte yandan, hisse performansı üzerinde baskı oluşturan unsurlar ise şu şekilde özetlenebilir: (i) yüksek borçluluk (1Ç25 Düzeltilmiş Net Borç*/S12A FAVÖK: 3,1x), (ii) faiz indirimi döngülerine daha duyarlı olan konut segmentine doğrudan maruz kalınmaması, (iii) pandemi sonrası güçlü toparlanmanın ardından AVM cirolarında reel bazda sınırlı büyüme beklentisi.

Halka Arzdan İtibaren Hisse Senedi Performansı



* Raporlanan NAD'ler. 26 Nisan – 30 Haziran 2024 dönemi Halka Arz gelirlerine göre düzeltilmiştir.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirket

* İlişkili taraf borçları ve ertelenmiş gelirler dahil net borç

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 bilgiler dayanılarak alınan 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 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 İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.