

Rönesans Gayrimenkul

16.05.2025

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 48%

Perakendeciler İçin Çekim Merkezi: Türkiye'nin En Büyük AVM Operatörü

Rönesans Gayrimenkul için 12 aylık hedef fiyatımızı 186,29 TL olarak belirleyerek "AL" tavsiyesiyle takip listemize ekliyoruz. Farklı şehirlere yayılmış, yüksek kira geliri sağlayan güçlü alışveriş merkezi portföyünün yanı sıra, başarılı net borç azaltma sürecinin ardından sağlıklı finansal görünümün Rönesans GY için cazip bir yatırım teması oluşturduğunu düşünüyoruz.

Güçlü ve Çeşitlendirilmiş Portföy Yapısı: Şirket, ülke genelinde 12 alışveriş merkezinden oluşan, Türkiye'nin en büyük alışveriş merkezi portföylerinden birine sahip olan Şirket, geniş coğrafi yayılım, bölgesel talep risklerini azaltmakta ve şirketin alışveriş merkezi talebinin yüksek, ancak rekabetin düşük olduğu şehirlerin potansiyelinden faydalanmasını sağlamaktadır.

Öngörülebilir ve Güçlü Kira Geliri: AVM'lerden elde edilen kira gelirleri öngörülebilir nakit akışı sağlarken, düşük doluluk maliyeti oranı (OCR) kira artış potansiyelini desteklemektedir. Konut piyasasına düşük maruziyet de makro riskleri azaltmaktadır.

Borç Azaltımıyla Desteklenen Sağlıklı Finansal Görünüm: Şirket, 2021'den bu yana net borcunu 900 milyon Eurodan 500 milyon Euroya düşürerek Net Borç/FAVÖK oranını 2,74x'e düşürmüştür. İstikrarlı gelir ve düşük finansman maliyeti ile şirket, ilerleyen süreçte finansal borç azaltımını değerlendirebilir.

Devam Eden Projelerden Gelir Artışı Potansiyeli: MaltepePark bitişindeki karma Konut/Ofis projesi, Ümraniye'deki potansiyel yatırım ve Antalya'daki Beachtown AVM projesi ile ilave gelir yaratılması beklenmektedir.

Temettü Potansiyeli: Düzenli kira geliri yaratma kabiliyeti, düzenli temettü için uygun zemin sunmaktadır. Şirket, GYO statüsünde olmaması nedeniyle yeni GYO vergi düzenlemelerine tabi değildir.

Stratejik Bir Perakende Sektörü Oyuncusu: Yaklaşık 2.000 mağazayla faaliyet gösteren Rönesans GY, geleneksel gayrimenkul yapısının ötesine geçerek, veri odaklı ve dinamik bir perakende iş ortağı gibi hareket etmektedir. Kira gelirlerinin büyük kısmının ciroya endeksli olması, şirketi tüketim trendleriyle uyumlu hale getirmekte ve harcama artışlarından faydalanmasını sağlamaktadır. Esnek marka karması ve stratejik iş birlikleri, şirketi perakende dönüşümünün önemli bir aktörü konumuna getirmektedir.

Başlıca Riskler: i) Makroekonomik durgunluk nedeniyle ciro bazlı kira gelirlerinde düşüş, ii) Döviz cinsinden finansal yükümlülüklerin kur dalgalanmalarına karşı hassasiyeti, iii) Artan rekabet sonucu pazar payı kaybı.

Fiyat Bilgileri

TL

Kapanış	125.90
12 Aylık Hedef Fiyat*	186.29
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	41,673
Halka Açık PD (mn)	3,971
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	72.8
Hisse sayısı (Adet mn)	331
Takas Saklama Oranı (%)	10
Yabancı Oranı (%)	18

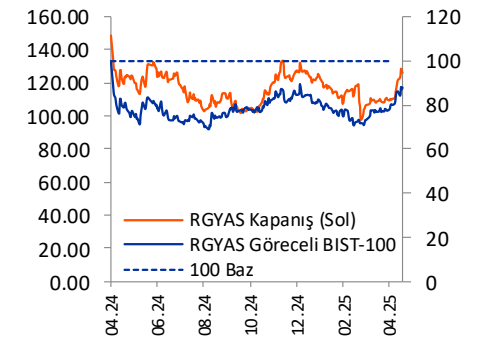
Fiyat Perf. (%)

	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	15.5	-4.6	1.9
ABD \$	13.5	-12.9	-15.0
BIST-100 Relatif	14.1	-1.7	8.5

Çarpanlar (\$)

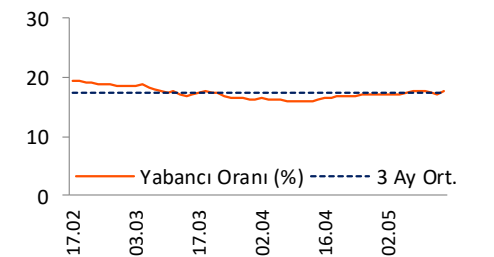
	2024	2025	2026
F/K	7.8	2.8	2.5
PD/DD	0.4	0.4	0.3
FD/FAVÖK	9.4	9.2	9.1

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 125.90 125.90

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 17.57



Buğra Tanes

btanes@isyatirim.com.tr

+90 212 350 27 12

Rönesans Gayrimenkul

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Rönesans Varlık Ve Proje	68.12 Rönesans Gayrimenkul'ün mevcut portföyünde, hâlihazırda faaliyette olan 12 alışveriş
Euro Cube Private Limite	18.38 merkezi, 4 ofis, 1 konut, 1 okul, devam etmekte olan 1 konut projesi ve geliştirmeye müsait
Diğer	13.5 2 arsa olmak üzere toplam 21 gayrimenkul bulunmaktadır. Toplamda 1.500.000 m ² toplam inşaat alanı ve 740.000 m ² brüt kiralalanabilir alanı ile hizmet vermektedir.

Gelir Tablosu (m n ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (m n ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	6,514	10,690	10,970	12,195	14,356	13,579	Dönen Varlıklar	3,349	6,460	7,936	10,865	13,817	17,799
Brüt Kar (Zarar)	4,119	7,427	7,554	8,000	8,720	8,514	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,077	4,663	5,869	8,664	11,426	15,469
Operasyonel Giderler	-262	-496	-506	-856	-956	-973	Ticari Alacaklar	527	858	880	979	1,152	1,090
Esas Faaliyet Karı	3,857	6,931	7,048	7,143	7,764	7,541	Stoklar	2	2	12	12	12	12
Faali. Diğer Gelirler (Giderler)	27,459	12,864	16,379	16,505	9,631	8,931	Diğer Dönen Varlıklar	744	936	1,175	1,211	1,227	1,228
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	2,885	173	1,709	3,067	2,955	2,792	Duran Varlıklar	105,533	153,403	169,320	186,208	195,625	205,059
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-9	5	5	5	5	6	Maddi Duran Varlıklar	88,048	128,004	140,850	154,916	162,652	170,772
Net Finansman Gelir (Gideri)	-15,852	-7,392	-2,120	-1,701	-1,148	-784	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	233	332	319	334	357	381
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	18,340	12,580	23,021	25,019	19,207	18,486	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,756	3,964	4,726	4,906	5,173	5,290
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-5,430	6,488	5,755	6,255	4,802	4,621	Toplam Varlıklar	108,882	159,863	177,256	197,073	209,442	222,858
Net Kar	23,770	6,092	17,266	18,764	14,405	13,864	Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,921	7,780	8,084	8,011	8,144	7,911
Düzeltilmiş Net Kar	23,770	6,092	17,266	18,764	14,405	13,864	Finansal Borçlar	4,083	4,617	4,807	4,611	4,492	4,376
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	9,287	443	1,293	888	2,962	2,920	Ticari Borçlar	590	1,335	1,370	1,523	1,793	1,696
FAVÖK	3,898	6,956	7,081	7,186	7,822	7,602	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,248	1,828	1,907	1,876	1,859	1,838
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	29,554	35,647	35,570	36,751	34,622	34,442
Büyümler							Finansal Borçlar	20,901	19,190	17,323	16,464	13,061	11,500
Net Satışlar	-	64.1%	2.6%	11.2%	17.7%	-5%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,518	3,025	3,354	3,729	3,963	4,217
Faaliyet Karı	-	80%	2%	1%	9%	-3%	Özkaynaklar	72,407	116,436	133,602	152,311	166,676	180,506
FAVÖK	-	78%	2%	1%	9%	-3%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	72,407	116,436	133,602	152,311	166,676	180,506
Net Kar	-	-74%	183%	9%	-23%	-4%	Rezerv ve Diğer Kalemler	48,243	109,914	116,005	133,270	152,034	166,439
Operasyonel Performans							Dönem Net Karı (Zararı)	23,770	6,092	17,266	18,764	14,405	13,864
Brüt Marj	63.2%	69.5%	68.9%	65.6%	60.7%	62.7%	Azinlık Payları	0	0	0	0	0	0
Faaliyet Kar Marjı	59.2%	64.8%	64.3%	58.6%	54.1%	55.5%	Toplam Kaynaklar	108,882	159,863	177,256	197,073	209,442	222,858
FAVÖK Marjı	59.8%	65.1%	64.6%	58.9%	54.5%	56.0%	Nakit Akım (m n ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Efektif Vergi Oranı	38.5%	67.0%	25.0%	20.9%	17.9%	15.3%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	26,285	4,535	19,101	20,821	16,852	16,089
Net Kar Marjı	-	57.0%	-	-	-	-	Düzeltilme Öncesi Kar	23,770	6,092	17,266	18,764	14,405	13,864
Özkaynak Karlılığı	-	6.5%	13.8%	13.1%	9.0%	8.0%	Amortisman & İtfa Payları	40	25	33	43	57	61
Aktif Karlılığı	-	4.5%	10.2%	10.0%	7.1%	6.4%	İşletme Sermayesindeki Değ.	1,484	9	156	184	236	127
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	0.4%	0.9%	0.6%	1.7%	1.6%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	195	1,158	1,069	1,099	1,111	1,111
Operasyonel Nakit Akışı / Satış	-	42.4%	-	-	-	-	Sabit Sermaye Yatırımları	225	470	548	610	718	679
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-	57.7%	-	-	-	-	Serbest Nakit Akım	26,704	6,163	20,718	22,530	18,681	17,879
Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Finansman Faal. Kay. Nakit	-5,990	580	2,990	1,942	-735	807
Düzeltilmiş F / K (x)	1.9	7.5	2.7	2.4	3.2	3.3	Finansal Borçlardaki Değişim	-1,205	-1,177	3,816	2,556	-459	873
FD / FAVÖK (x)	16.3	9.1	9.0	8.8	8.1	8.4	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0
FD / Satışlar (x)	9.8	5.9	5.8	5.2	4.4	4.7	Net Nakit Değişimi	-248	1,665	2,282	3,753	4,021	5,703
PD / Defter Değeri (x)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3							
Hisse Başı Kazanç (₺)	78.26	18.40	52.16	56.69	43.52	41.89							
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m							
Temettü Verimi	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	22,846	21,059	16,199	12,346	6,060	338							
Kaynak: İş Yatırım													

*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

Not: Tahminler ve geçmiş finansal sonuçlar, 2025 yıl sonu itibarıyla Türk Lirası'nın satın alma gücü baz alınarak hazırlanmıştır. Enflasyon muhasebesine tabi şirketler, finansal sonuçlarını ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne endeksli olarak açıklamaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizle dayalı olarak aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonundaki satın alma gücüne endekslenabilir:

2025: 1,30

2026: 1,50

2027: 1,67

2028: 1,84

Yatırım Pozitifleri

Güçlü ve Çeşitlendirilmiş Portföy Yapısı: Toplam 12 alışveriş merkezi ile Rönesans Gayrimenkul, Türkiye'nin en büyük alışveriş merkezi portföylerinden birine sahiptir. Güçlü ve istikrarlı kira geliri elde eden bu portföy, ülke genelinde birçok şehre yayılmış olup coğrafi çeşitliliğe sahiptir. Bu geniş coğrafi yayılım, bölgesel talep risklerini en aza indirirken, şirketin rekabetin düşük ve alışveriş merkezi talebinin yüksek olduğu şehirlerdeki fırsatlardan yararlanmasını sağlamaktadır.

Öngörülebilir ve Güçlü Kira Geliri Yaratma Kapasitesi: Rönesans GY'nin gelir dağılımında en yüksek pay, alışveriş merkezi ve ofis portföyünden elde edilen kira gelirlerinden oluşması gelecekteki nakit akışlarına ilişkin güçlü bir öngörülebilirlik sağlamaktadır. Ayrıca, düşük doluluk maliyeti oranı (OCR), kira artışları için önemli bir potansiyel sunarken, makroekonomik faktörler nedeniyle kiracı gelirlerinde düşüş olması durumunda dengeleyici bir unsur görevi görmektedir. Öte yandan, konut piyasasındaki talep dalgalanmalarına maruz kalma düzeyinin sınırlı olması da istikrarlı gelir yapısını desteklemektedir.

Başarılı Net Borç Azaltma Stratejisiyle Sağlıklı Finansal Görünüm: Şirketin 2021 yılından bu yana başarıyla uyguladığı net borç azaltma stratejisi sonucunda, Euro cinsinden net borcu 2024 yılı sonu itibarıyla 900 milyon Euro'dan yaklaşık 500 milyon Euro'ya gerilemiştir. Güçlü gelir katkılarının desteğiyle, net borç/FAVÖK oranı 2024 yılı sonu itibarıyla 2,74x'e gerileyerek daha sağlıklı bir finansal görünüm kazanmıştır. Şirket, bu borçluluk seviyesini optimal olarak değerlendirmekte ve döviz bazlı kredi yapısı sayesinde düşük finansman maliyetlerinden yararlanmaktadır. Ayrıca, TL faiz oranlarında düşüş olması halinde, şirket döviz cinsinden kredilerin Türk Lirasına çevrilmesini de stratejik bir seçenek olarak değerlendirmektedir.

Devam Eden Konut ve Ticari Gayrimenkul Projeleri: Şirket, MaltepePark Alışveriş Merkezi'nin bitişiğinde, toplam satılabilir alanı 72.246 m² olan 478 konut ve 25 ticari üniteden oluşması planlanan bir proje geliştirmektedir. İnşaatin %19'u tamamlanmış olup, satışların başlamasıyla birlikte önemli nakit girişi beklenmektedir. Ümraniye'de, şirket Doğan Holding ile 23.000 m²'lik bir arsa üzerinde ortak bir proje geliştirmek için çalışmaktadır. Son olarak, Antalya Konyaaltı'nda 64,4 bin m² kiralananabilir alana sahip Beachtown Mall projesinin geliştirilmesi devam etmektedir. Bu proje, Antalya bölgesinde artan alışveriş merkezi talebini karşılamak için güçlü bir potansiyele sahiptir.

Potansiyel Olarak Güçlü Bir Temettü Hissesi: Yüksek tekrarlanabilir ve öngörülebilir gelir yaratma kapasitesi sayesinde Rönesans Gayrimenkul, düzenli temettü ödemeleri için güçlü bir potansiyele sahiptir. Şirketin borsa geçmişi henüz sınırlı olmakla birlikte, mevcut gelir yapısı ve finansal durumu, düzenli temettü dağıtımı için güçlü bir aday olduğunu göstermektedir. Şirket, gayrimenkul yatırım modeli ile faaliyet göstermesine rağmen, GYO olarak sınıflandırılmamaktadır ve bu nedenle yeni GYO vergi düzenlemesine tabi değildir. Bu kapsamda şirket, dağıtılabilir kârının %50'sini temettü olarak dağıtsa bile %25 kurumlar vergisi ödemekle yükümlüdür.

Perakende Sektörünün Önemli Bir Oyuncusu: Rönesans GY, yaklaşık 2.000 mağazadan oluşan portföyüyle şirket, perakende sektörünün birçok alt segmentine yayılan dinamik yapısı ile gayrimenkul yatırımlarına odaklanan bir alışveriş merkezi işletmecisinden ek olarak bir perakende şirketi olarak da değerlendirilebilir. Tüketici talebine göre ürün ve marka karmasını düzenli olarak güncelleyerek ve alışveriş merkezlerinde çok çeşitli küresel marka ve sektör oyuncularına ev sahipliği yaparak, şirket perakende pazarına ilişkin değerli bilgiler edinmekte ve sektör trendlerinin şekillenmesine katkıda bulunmaktadır. Kira gelirlerinin önemli bir kısmı ciro bazlı olduğundan, Rönesans GY sadece sabit kira gelirlerinden değil, perakende performansından da gelir elde eden hibrit bir iş modeline sahiptir.

Bu, şirketin sadece yıllık kira artışlarından değil, aynı zamanda ekonomik faaliyet dönemlerinde artan tüketici harcamalarından da yararlanmasını sağlamak ve geleneksel alışveriş merkezi işletmecilerinden ayrıştırmaktadır.

GIC Ortaklığıyla Güçlenen Stratejik Potansiyel: Singapur'un devlet fonu GIC, şirketin hisselerinin yaklaşık % 20'sine sahiptir. Dünyanın en büyük ve en saygın kurumsal yatırımcılarından biri olarak tanınan GIC, yalnızca uzun vadeli büyüme potansiyeli, sürdürülebilirlik ve stratejik derinliğe sahip şirketlere yatırım yapmasıyla bilinmektedir. Bu ortaklık, şirketin kurumsal yapısına ve uzun vadeli vizyonuna olan uluslararası güvenin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. GIC'nin katılımı, şirketin uzun vadeli büyüme hedeflerine hem finansal hem de itibar açısından önemli destek sağlamaktadır. Ayrıca, şirketin küresel yatırımcılar nezdindeki görünürlüğünü ve erişilebilirliğini artırma potansiyeli de bulunmaktadır.

Güçlü ve Kurumsal Kiracı Profili Kira Gelirlerinin Öngörülebilirliğini Artırmaktadır: Şirketin güçlü alışveriş merkezi portföyü, ağırlıklı olarak köklü, kurumsal ve tanınmış markalardan oluşan bir kiracı portföyüne sahiptir. Bu yapı, kira gelirlerinin sürdürülebilirliği ve öngörülebilirliği açısından önemli bir avantaj sağlamaktadır. Uzun süredir devam eden ticari ilişkiler ve güçlü marka ortaklıkları, şirketin istikrarlı kiracı tabanını korumasına olanak tanımakta ve bu da doluluk oranlarının gelecekte de yüksek kalacağını güçlü bir göstergesi olarak öne çıkarmaktadır. Kurumsal kiracılar üzerine kurulu bu yapı, şirketin nakit akışını desteklemede de kritik bir rol oynamaktadır.

Yatırım Riskleri

Döviz Bazlı Borç Yapısı Nedeniyle Döviz Kurlarındaki Dalgalanmalara Duyarlılık: 2024 yıl sonu itibarıyla, şirketin finansal borcunun yaklaşık %97'si (466 milyon Euro) Euro cinsindendir. Bu durum, döviz kurlarındaki artışın finansman maliyetlerini ve net borç seviyesini artırarak sermaye yapısını olumsuz etkileyebileceğinden, şirketi döviz riskine maruz bırakmaktadır. Şirket, bu riski kısmen hedge etmek için zaman zaman türev finansal araçlar kullanmaktadır. Ayrıca, şirketin 2024 yıl sonu itibarıyla 2,7 olan net borç/FAVÖK oranı sağlıklı bir seviyede seyretmekte olup, bu durum potansiyel döviz risklerinin etkisini en aza indirmektedir. Şirket, TL faiz oranlarında düşüş olması durumunda avro cinsinden finansal borçlarının bir kısmını Türk lirasına çevirmeyi de değerlendirmektedir.

Tüketici Satın Alma Gücünün Zayıflaması, Ciro Bazlı Kira Gelirlerini Azaltabilir: Alışveriş merkezleri, yapısal olarak makroekonomik koşullara duyarlıdır. Ekonomik durgunluk dönemlerinde, tüketimdeki azalma ve ziyaretçi sayısındaki düşüş, performansı olumsuz etkileyebilir. Ciro bazlı kira sözleşmelerinin Rönesans Gayrimenkul'ün kira sözleşmelerinin önemli bir bölümünü oluşturduğu göz önüne alındığında, kiracı gelirlerindeki herhangi bir düşüş, kira gelirlerini önemli ölçüde etkileyebilir. Bununla birlikte, düşük OCR seviyelerinin kira gelirlerindeki önemli düşüşlere karşı bir tampon görevi gördüğü de unutulmamalıdır.

Yoğunlaşan Rekabet Gelirleri Baskılayabilir: Perakende sektöründe artan rekabet, alışveriş merkezlerinin gelirlerini doğrudan etkileyen önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır. Özellikle, yeni alışveriş merkezi projelerinin hayata geçirilmesi, mevcut gayrimenkullerin ziyaretçi trafiğinde ve ciro bazlı kira gelirlerinde düşüş riski oluşturabilir. Bu durum, kiracı dağılımında değişikliklere ihtiyaç duyulmasına ve şirketin kira gelirlerinde kısa vadeli dalgalanmalara yol açabilir.

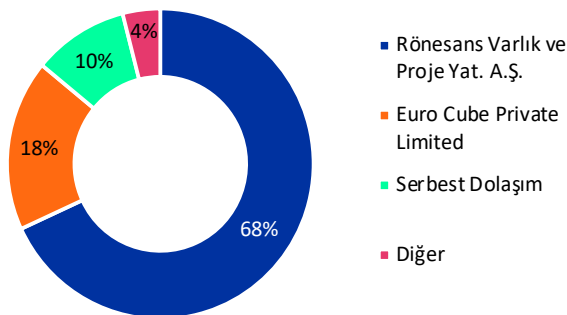
Şirkete Bakış

2006 yılında kurulan Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş., Rönesans Holding'in inşaat ve müteahhitlik alanındaki köklü deneyiminden yararlanarak ticari gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermektedir. Bugün, yaklaşık 763.000 m² brüt kiralanabilir alana ve önemli bir alışveriş merkezi portföyüne sahip olan şirket, Türkiye'nin en büyük ticari gayrimenkul yatırımcıları arasında yer almaktadır. Düzenli nakit akımı sağlayan portföyü, İstanbul, Ankara, İzmir, Adana, Şanlıurfa, Samsun ve Kahramanmaraş dahil olmak üzere yedi büyük şehri kapsamaktadır ve Optimum, Piazza, Hilltown ve Maltepe Park gibi tanınmış perakende markalarını içermektedir. Portföy, 12 alışveriş merkezi ve 4 ofis binası olmak üzere toplam 16 gayrimenkulden oluşmaktadır. Rönesans GE, arsa alımından tasarım, inşaat, kiralama, tesis ve varlık yönetimine kadar proje geliştirmenin tüm aşamalarında aktif rol oynamaktadır. Entegre bir yaklaşımla, şirket konum, erişilebilirlik ve görünürlük gibi kriterlere öncelik verirken, sektör trendlerine uygun sürdürülebilir, modern ve yüksek standartlarda varlıklar geliştirmektedir. Bu yaklaşım, şirketin ticari gayrimenkullerini hem kiracılar hem de ziyaretçiler için cazip hale getirmektedir.

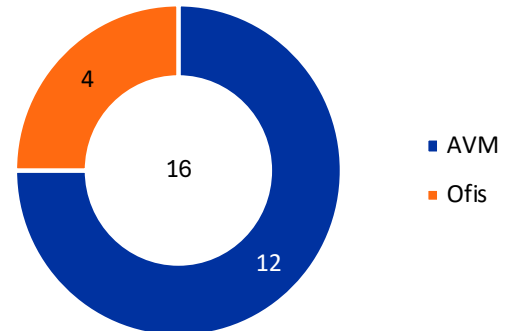
Şirketin gelir modeli üç temel bileşene dayanmaktadır: sabit kira, ciro bazlı kira ve hibrit model. Sabit kiralara istikrarlı nakit akışı sağlarken, ciro bazlı kira, kiracıların satış performansına göre değişmektedir. Bu nedenle, kiracıların performansı yakından takip edilmekte ve düşük performans gösteren mağazalarda proaktif, çözüm odaklı adımlar atılmaktadır. Gerekliğinde, merkezin konseptine uygun, yüksek potansiyele sahip yeni markalarla değiştirilmektedir. Ticari gayrimenkul portföyünün ötesinde, Rönesans Gayrimenkul, arazi geliştirme ve konut/ofis projeleri de gerçekleştirmektedir. Bu bağlamda, İstanbul'un yoğun nüfuslu Maltepe ve Ümraniye semtlerinde konut/ofis projeleri ve Antalya'nın Konyaaltı semtinde "Beachtown" adlı yeni bir alışveriş merkezi projesi devam etmektedir. Şirket, hem yatay hem de dikey büyüme stratejilerini aktif olarak sürdürmektedir. Yatay büyüme, kiracı performansının optimizasyonu, dikey büyüme ise yeni ticari gayrimenkullerin potansiyel satın alımları ile gerçekleştirilmektedir. Cazip fırsatlar ortaya çıktığında, şirket stratejik satın almalar yoluyla da faaliyetlerini genişletmeyi hedeflemektedir.

Şirket, 17-19 Nisan 2024 tarihleri arasında ilk halka arzını başarıyla tamamlamış ve o tarihten itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Şirketin sermayesi toplam 331 milyon hisse senedinden oluşmaktadır. En büyük hissedar %68 hisseye sahip Rönesans Varlık ve Proje Yatırımları A.Ş.'dir. Singapur'un devlet fonu GIC (Euro Cube Private LTD.) %18 hisseyle şirketin uzun vadeli stratejik yatırımcıları arasında yer almaktadır. Halka açık hisseler sermayenin %10'unu oluştururken, kalan %4'lük kısım diğer yatırımcılara aittir.

Şekil 1: Ortaklık Yapısı



Şekil 2: Portföy Yapısı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Rönesans Gayrimenkul

Şekil 3: Portföy Tablosu

Gayrimenkul	Sahiplik Oranı	Lokasyon	Varlık Türü	Brüt kiralanabilir Alan/ Arazi Alanı (bin m2)	Ekspertiz Değeri (2024YS)	Mağaza Sayısı	Diğer Özellikler	
Küçükyalı Hilltown	100%	İstanbul	AVM/Ofis	61/11	11,242	201	perakende mağazalarının yanı sıra yaklaşık 2.000 m ² eğlence alanı, 12 sinema salonu, 40 adet kafe/restoran ve 2.400 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Karşıyaka hilltown	100%	İzmir	AVM	64	22,082	198	4.000 m ² eğlence alanı, 1.300 m ² etkinlik alanı, toplam 7 sinema salonu, 43 adet kafe/restoran ve 2.500 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Maltepe piazza	100%	İstanbul	AVM/Ofis/Konut	53/15	15,882	187	1.900 m ² eğlence alanı, spor salonu, 10 sinema salonu, 37 adet kafe/restoran ve 1.700 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Kahramanmaraş Piazza	100%	Kahramanmaraş	AVM	49	6,275	141	yaklaşık 2.100 m ² eğlence alanı, 24 adet kafe/restoran ve 1.100 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Şanlıurfa Piazza	100%	Şanlıurfa	AVM	42	4,890	127	yaklaşık 2.600 m ² eğlence alanı, 8 sinema salonu, 20 adet kafe/restoran ve 1.100 araçlık açık otopark bulunmaktadır.	
Samsun Piazza	100%	Samsun	AVM/Ofis	63	11,266	158	yaklaşık 1.700 m ² eğlence alanı, spor salonu, 10 sinema salonu, 24 adet kafe/restoran ve 1.200 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Kozzy	100%	İstanbul	AVM	14	801	54	yaklaşık 1.300 m ² eğlence alanı, spor salonu, 13 adet kafe/restoran ve 200 araçlık otopark bulunmaktadır.	
İstanbul Optimum	GIC* (50%)	İstanbul	AVM	42	10,676	138	yaklaşık 700 m ² eğlence alanı, 19 adet kafe/restoran ve 1.200 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Ankara optimum	GIC* (50%)	Ankara	AVM	39	8,751	146	yaklaşık 3.700 m ² eğlence alanı, 5 sinema salonu, 27 adet kafe/restoran ve 1.700 araçlık otopark bulunmaktadır.	
İzmir optimum	GIC* (50%)	İzmir	AVM	84	22,233	245	yaklaşık 5.200 m ² eğlence alanı, spor salonu, 12 sinema salonu, 53 adet kafe/restoran ve 3.000 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Adana optimum	100%	Adana	AVM	64	11,366	159	yaklaşık 3.000 m ² eğlence alanı, spor salonu, 10 sinema salonu, 25 adet kafe/restoran ve 1.400 araçlık otopark bulunmaktadır.	
Maltepe Park	100%	İstanbul	AVM/Ofis	77/15	11,770	164	yaklaşık 1.900 m ² eğlence alanı, spor salonu, 10 sinema salonu, 37 adet kafe/restoran ve 1.700 araçlık otopark bulunmaktadır.	
RönesansBiz Küçükyalı	100%	İstanbul	Ofis/Okul	52	4,103	-	Kampüs ofis anlayışıyla oluşturulan yerleşkenin yanında TED Rönesans Koleji ve Hilltown Küçükyalı Alışveriş Merkezi bulunmaktadır.	
Toplam:	-	-	-	513	141,337	1,918	-	-

Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

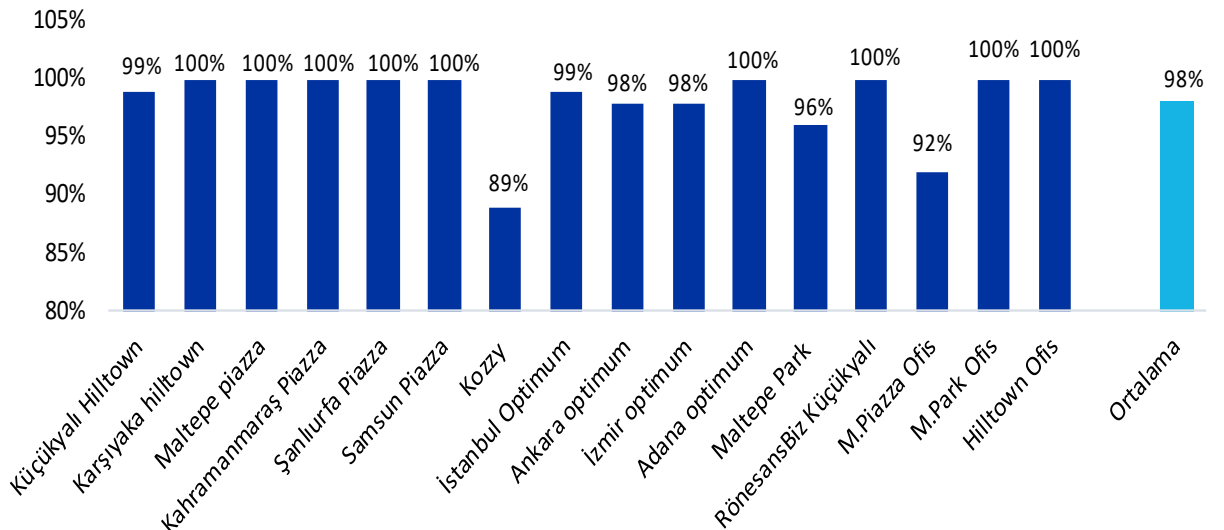
Şekil 4: Gayrimenkul Portföyü Coğrafi Dağılımı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

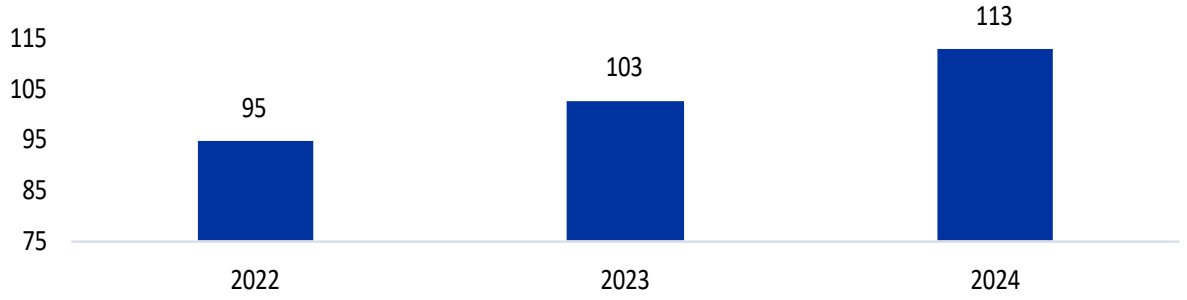
Şirketin aktif ticari gayrimenkul portföyü Türkiye'nin yedi farklı şehrine yayılmış olup, ağırlıklı olarak alışveriş merkezlerinden oluşmaktadır. İstanbul, alışveriş merkezleri, ofisler ve bir okul dahil olmak üzere 11 mülkle en yüksek yoğunluğa sahiptir. Diğer ticari mülkler Ankara, İzmir, Samsun, Şanlıurfa, Adana ve Kahramanmaraş'ta bulunmaktadır. Alışveriş merkezlerinin toplam mağaza sayısı 1.918 olup, ticari gayrimenkul portföyünün toplam brüt kiralanabilir alanı 513.000 m²'dir. Alışveriş merkezleri, dünya çapında tanınan markaları barındırmakta ve güçlü talep sayesinde yüksek doluluk oranlarına sahiptir. 2024 yıl sonu itibarıyla alışveriş merkezi portföyünün ortalama doluluk oranı %98'e ulaşmıştır. En düşük doluluk oranı %89 ile Kozzy AVM'de kaydedilmiştir. Bu durumun başlıca nedeni sinemanın kapanmasıdır. Şirket, yeni kiracılar kazanarak doluluk oranını artırmayı hedeflemektedir. Ayrıca, son iki yılda ziyaretçi sayısında kaydedilen yaklaşık %20'lik artış, şirketin alışveriş merkezlerine olan talebin arttığını göstermektedir. Toplam alışveriş merkezi ziyaretçi sayısı 2022'de kaydedilen 95 milyondan 2024'te 113 milyona yükselerek kiracı hasılatının artmasına ve kira gelirlerinin olumlu etkilenmesine katkıda bulunmuştur.

Şekil 5: Ticari Gayrimenkul Doluluk Oranları



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şekil 6: AVM Ziyaretçi Sayısı

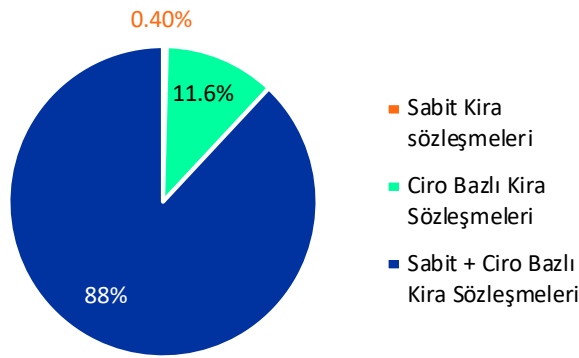


Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şirket temel olarak üç kiralama modeli kullanmaktadır: Sabit kira, ciro bazlı kira ve sabit kira ile ciro bazlı kirayı birleştiren hibrit model. Sabit kira sözleşmelerinde kiracılar sabit bir tutar öderken, ciro bazlı kira sözleşmelerinde kira ödemeleri kiracının aylık gelirin belirli bir yüzdesine bağlıdır. En yaygın sözleşme türü, tüm kira sözleşmelerinin %88'ini oluşturan hibrit modeldir. Bu modelde, kiracılar sabit kira bedelini ve satışları önceden belirlenen eşiği aşarsa ek olarak ciro bazlı kira bedelini öderler.

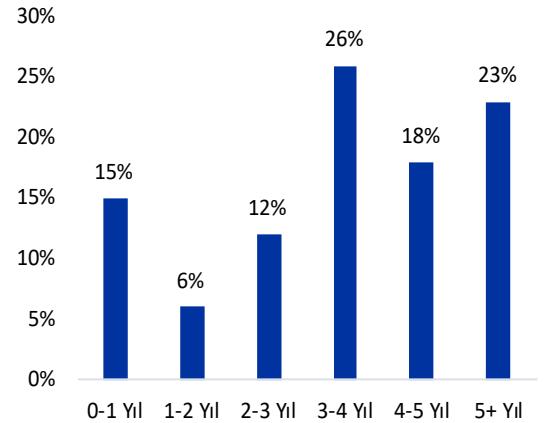
Bu yapı, şirketin yüksek enflasyon dönemlerinde kiracıların artan gelirlerinden yararlanmasını ve sabit kira sabit kira sözleşmelerinin sınırlamalarının ötesinde kira artışları yapmasını sağlamaktadır. Geri kalan sözleşmelerin %11,6'sını ciro bazlı kiralama oluştururken, tamamen sabit kira sözleşmelerinin payı çok sınırlıdır ve yaklaşık %0,4'tür.

Şekil 7: Kira Sözleşmeleri (BKA)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şekil 8: Kalan Ortalama Sözleşme Süreleri



Brüt kiralanabilir alan (GLA) bazında kira sözleşmelerinin vade yapılarına bakıldığında:

%15'i 1 yıl içinde,

%6'sı 1-2 yıl içinde,

%12'si 2-3 yıl içinde,

%26'sı 3-4 yıl içinde,

%18'i 4-5 yıl içinde ve

%23'ü 5 yıldan uzun vadede sona ermektedir.

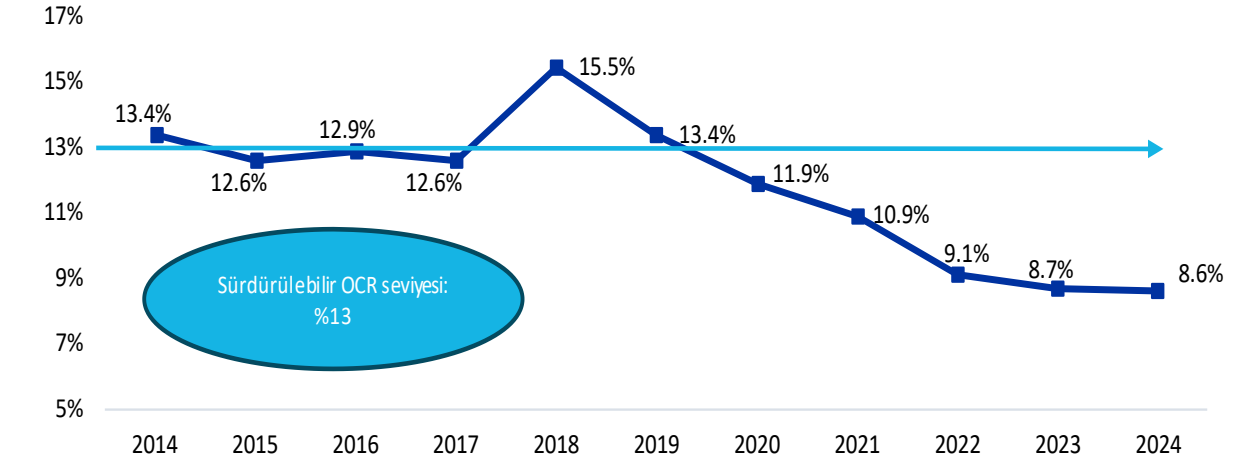
Rönesans Gayrimenkul

Ciroya endeksli kira sözleşmelerinin yüksek payı ve kiracılardaki güçlü performans sayesinde, şirket reel kira gelirlerinde istikrarlı büyümesini devam ettirmektedir. Bu yapı, aynı zamanda şirketin kira artış kapasitesini ve gelir yaratma gücünü de belirgin şekilde artırmaktadır. Kiracıların ödediği kira ile elde ettikleri ciro arasındaki ilişkiyi gösteren Doluluk Maliyet Oranı (Occupancy Cost Ratio – OCR) açısından sektörde farklı şirketler %12–15 bandında faaliyet göstermekte olup, ortalama sürdürülebilir OCR seviyesi yaklaşık %13 olarak kabul edilmektedir.

Düşük enflasyon dönemlerinde uzun vadeli kira sözleşmeleri doluluk istikrarı açısından avantaj sağlarken, enflasyonist ortamlarda kısa vadeli yenileme döngüleri kiralara daha sık güncellenmesine imkân tanıyarak daha avantajlı olabilmektedir. Ancak, Rönesans GY'nin kira sözleşmelerinin büyük kısmı ciro bazlı olduğu için, kiracı gelirlerindeki artış doğrudan kiralara yansımakta ve uzun vadeli sözleşmelerin potansiyel dezavantajları önemli ölçüde azaltılmaktadır. 2014 ile pandeminin başlangıcı arasında Rönesans Gayrimenkul Yatırım, %12–16 aralığında seyreden OCR seviyeleriyle istikrarlı bir kira geliri elde etmiştir. Ancak pandemi sürecinde uygulanan sokağa çıkma kısıtlamaları ve AVM trafiğindeki düşüş nedeniyle, kiracılara destek olmak amacıyla kira artışları sınırlandırılmış, bu durum OCR seviyelerinde düşüşe yol açmıştır.

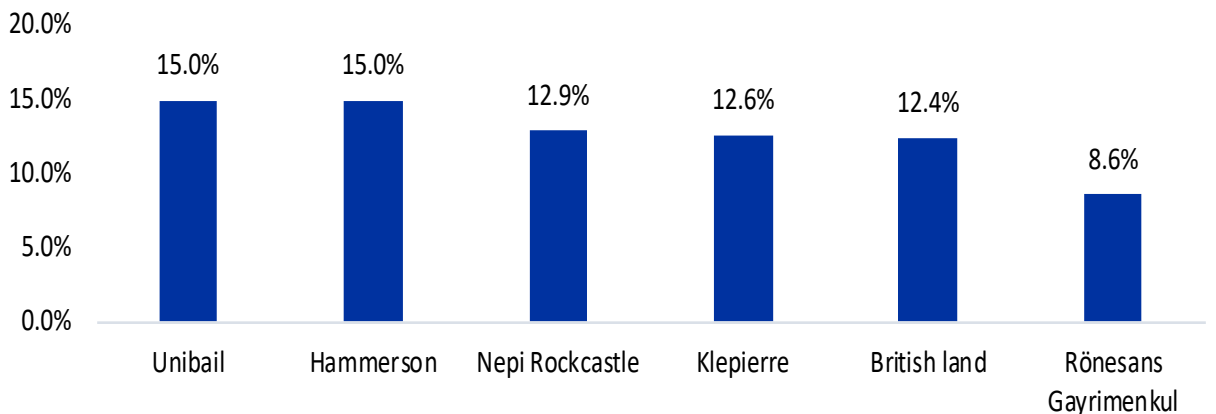
Kiracı performansının yüksek olmasına karşın, Rönesans GY 2024 yıl sonu itibarıyla %8,6 seviyesinde bir OCR kaydetmiştir. Bu görece düşük oran, şirketin ciro bazlı kira gelirlerini önümüzdeki dönemde reel olarak artırma potansiyelinin yüksek olduğuna işaret etmektedir.

Şekil 9: Rönesans GE Portföy OCR



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şekil 10: OCR Emsal Karşılaştırması



Kaynak: Şirket raporları, İş Yatırım.

Arsa / Konut Geliştirme Faaliyetleri

Değerli alışveriş merkezi ve ofis portföyünden elde ettiği yüksek kira gelirine ek olarak, Rönesans GY mevcut arsaları üzerinde yeni konut ve ticari projeler geliştirmeye aktif şekilde devam etmektedir. E-5 otoyolu ve alışveriş merkezlerine yakın merkezi bir lokasyonda inşa edilmekte olan Maltepe Park konut projesinin yanı sıra, şirket Doğan Holding ile %50 ortak olduğu Ümraniye Tepeüstü arsasında da bir konut projesi geliştirmektedir. Öte yandan, Antalya Konyaaltı'ndaki merkezi konumda yer alan arsasında bir alışveriş merkezi projesi için de geliştirme faaliyetleri sürmektedir. Bu projelerin tamamlanmasıyla birlikte, şirketin hem konut satışlarından hem de alışveriş merkezi portföyüne eklenecek yeni varlıklardan önemli gelir elde etmesi beklenmektedir.

Maltepe Konut Ve Ofis Projesi



Proje Türü	Lokasyon	Konut Sayısı	Ticari ünite Sayısı	Satılabilir Alan (m2)	İlerleme Seviyesi
Konut/Ofis	İstanbul/Maltepe	478	25	72,246	19%

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

MaltepePark Konut/Ofis Projesi, İstanbul'un Maltepe ilçesine bağlı Cevizli Mahallesi'nde yer almakta olup, şirketin portföyünde bulunan Maltepe Park Alışveriş Merkezi'ne bitişik konumda geliştirilmektedir. Ulaşım açısından avantajlı bir lokasyonda bulunan proje, E-5 otoyolunun hemen yanında konumlanmakta ve ana ulaşım arterlerine kolay erişim sağlamaktadır. Toplam 72.246 m² satılabilir alanla geliştirilen proje, karma kullanımlı konut ve ofis konseptinde planlanmış olup, 478 konut ve 25 ticari ünitelerden oluşması öngörülmektedir.

Mevcut piyasa koşulları göz önünde bulundurularak, konut ünitelerinin bir kısmının ofise dönüştürülmesi seçeneği de şirket tarafından değerlendirilmektedir. Bu strateji, İstanbul'da modern ofis stokunun sınırlı arz ve yüksek talep nedeniyle azalması ve satış fiyatlarının metrekare başına yaklaşık 3.000 Dolar'a kadar yükselmesiyle şekillenmiştir. Projenin mevcut fiziki gerçekleşme oranı %19 seviyesindedir ve şirket, satışlara başlamak için uygun piyasa koşullarını beklemektedir.

Antalya BeachTown AVM Projesi



Proje	Proje Türü	Lokasyon	Brüt Kiralanabilir Alan (m2)	Toplam İnşaat Alanı (m2)	İlerleme Seviyesi	Ekspertiz Değeri (mn TL)
Beachtown Projesi	AVM	Antalya/Konyaaltı	64.400	117.800	0%	1.018

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Şirket, Antalya Konyaaltı'ndaki denize sıfır arsası üzerinde orta-uzun vadede yeni bir alışveriş merkezi geliştirmeyi planlamaktadır. Antalya'daki mevcut alışveriş merkezi stoğunun yetersizliği ve şehrin özellikle yaz aylarında dünyanın önde gelen turizm destinasyonlarından biri olması, bölgeyi güçlü ticari potansiyele sahip alışveriş merkezi projeleri için son derece cazip kılmaktadır. Projenin toplam inşaat alanı 117.800 m², brüt kiralanabilir alanı ise 64.400 m² olarak planlanmıştır. İnşaata henüz başlanmamış olup, geliştirme çalışmaları devam etmektedir. Arsanın güncel ekspertiz değeri yaklaşık 1 milyar TL seviyesindedir.

Ümraniye Tepeüstü Arsası



Varlık	Proje Türü	Lokasyon	Arsa Alanı (m2)	İlerleme Seviyesi	Ekspertiz Değeri (mn TL)
Ümraniye Arsası	Geliştirme Aşamasında	İstanbul/Ümraniye	23.000	0%	2.249

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Rönesans GY ile Doğan Holding arasında, İstanbul'un Ümraniye ilçesine bağlı Tepeüstü Mahallesi'nde yer alan 23 bin m² büyüklüğündeki arsa için %50 ortaklık bulunmaktadır. Arsa; Buyaka ve Meydan İstanbul alışveriş merkezleri, ofis alanları ve TOKİ konutlarına yakın, yoğun bir bölgede konumlanmaktadır. Proje geliştirme çalışmalarının sürdüğü arsanın 2024 yıl sonu itibarıyla ekspertiz değeri 2.249 milyon TL'dir.

Sektörel Görünüm

2022'den bu yana, konut sektöründeki talep, yüksek enflasyon ve Türk lirasındaki değer kaybı nedeniyle baskı altında kalmıştır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, 2023 yılında toplam konut satışları yıllık bazda %17,5 düşüş göstermiştir. Bu düşüşte; artan konut kredisi faiz oranları, mevduat getirilerindeki yükseliş ve inşaat finansmanına erişimde yaşanan zorluklar da etkili olmuştur.

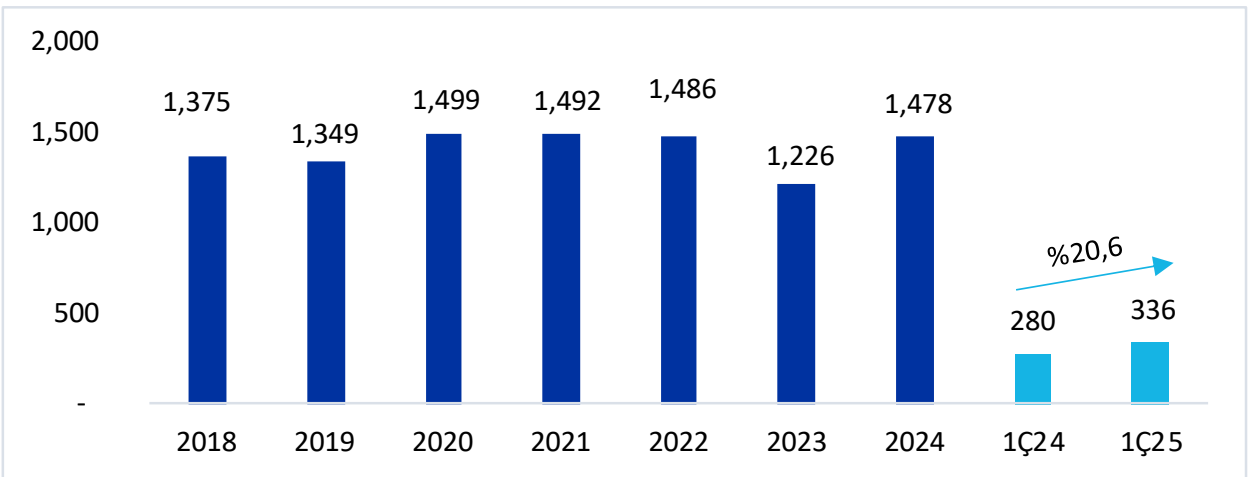
2024'ün ilk yarısında, ekonomik sıkılaşma tedbirleri ve ekonomi politikasındaki değişiklikler sektörde baskı yaratmaya devam etmiş; yüksek faiz oranları ve azalan alım gücü ortamında konut talebi zayıf seyretmiştir. Ancak yılın ikinci yarısında, ertelenmiş konut talebi, politika faizinde indirim sinyalleri, %25'lik kira artış sınırının kaldırılması ve kira getirilerindeki yükseliş gibi unsurların etkisiyle konut satışlarında artış gözlemlenmiş ve bu gelişmeler konut piyasasındaki olumlu ivmeyi desteklemiştir.

Sonuç olarak, 2024 yılında toplam konut satışları yıllık bazda %20,6 artarak 1.478.025 adede ulaşmıştır. Birinci el satışlar %27,6 artarken, yılın ilk çeyreğindeki zayıf performans nedeniyle ipotekli satışlar %10,8 oranında gerilemiştir. Yabancıya konut satışları ise düşüş eğilimini 2024 yılında da sürdürerek %32 azalmış ve 23.781 adede gerilemiştir; bu alanda en çok alım yapan ülke ise yine Rusya Federasyonu olmuştur.

2025 yılının ilk çeyreğinde ise konut satışları geçen yılın düşük baz etkisiyle %20,1 oranında artış göstermiştir. Aralık ayında yapılan politika faizi indiriminin etkisiyle ipotekli satışlar %87,3 gibi güçlü bir artış kaydetmiştir. Mart ayında ise toplam konut satışları yıllık bazda %5 oranında sınırlı bir artış göstermiştir; bu yavaşlamada mevsimsellik etkisi ve Ramazan dönemindeki düşük talep belirleyici olmuştur.

Genel olarak, konut satışlarındaki olumlu ivme sürse de, 2025 yılı ilk çeyreği itibarıyla devam eden yukarı yönlü trendin, Nisan 2025'te yapılan 350 baz puanlık politika faizi artışıyla birlikte önümüzdeki dönemde yavaşlaması beklenebilir. Öte yandan, ekonomik politikalarda olası bir değişimle birlikte krediye erişimin kolaylaşması ve politika faizinde düşüş yaşanması durumunda, konut talebindeki toparlanmanın yeniden ivme kazanma potansiyeli bulunmaktadır.

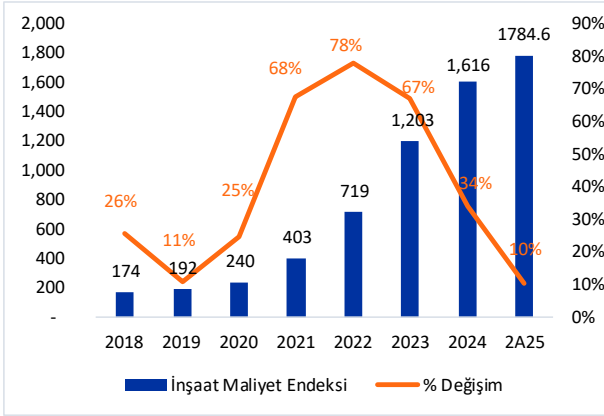
Şekil 11: Konut Satış Rakamları



Kaynak: TÜİK, İş Yatırım.

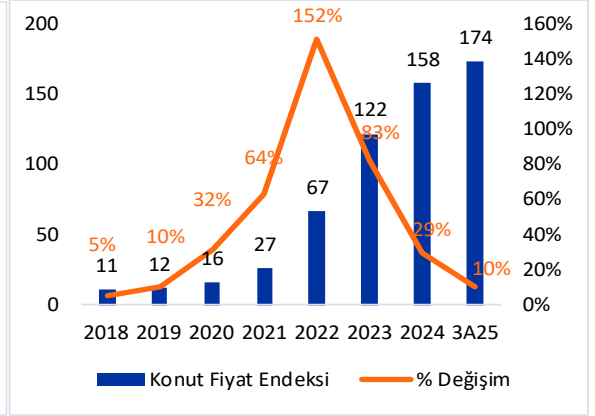
Her ne kadar 2023 yılı konut sektöründe durgunlukla geçse de, inşaat maliyet endeksi yıl boyunca aylık bazda artışını sürdürmüştür. Ancak 2024 yılı itibarıyla, enflasyondaki yavaşlamaya paralel olarak inşaat maliyet endeksindeki artış hızı da yavaşlamıştır. 2025 yılı Şubat ayı itibarıyla, yılın ilk iki ayında inşaat maliyet endeksindeki kümülatif artış %10 olarak kaydedilmiştir.

Şekil 12: İnşaat Maliyet Endeksi



Kaynak: TÜİK, İş Yatırım.

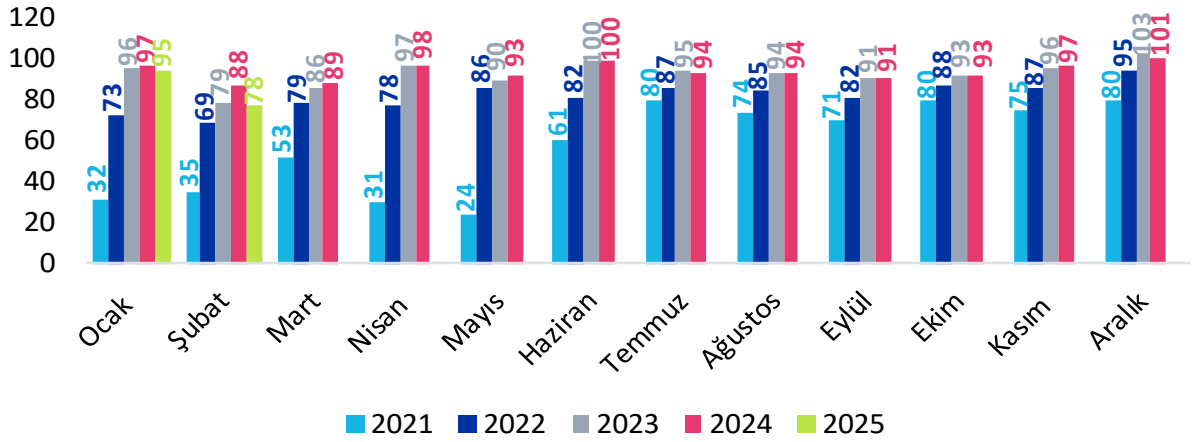
Şekil 13: Konut Fiyat Endeksi



Kaynak: TCMB, İş Yatırım.

Son yıllarda inşaat maliyetlerinde yaşanan artış, yeni projelerin hayata geçirilmesini sınırlandırırken, tamamlanmış projelerin değerini ise artırmaktadır. 2020 ile 2023 yılları arasında konut fiyat endeksinde gözlenen keskin artış, enflasyonun gerilemesi ve konut talebindeki zayıflama nedeniyle 2023 yılında yavaşlamaya başlamıştır. 2024 yılında konut fiyat endeksi yıllık bazda %29 artarken, 2025 yılının ilk üç ayında Aralık 2024'e göre %10'luk bir artış kaydedilmiştir.

Şekil 14: Ziyaretçi Sayısı Endeksi



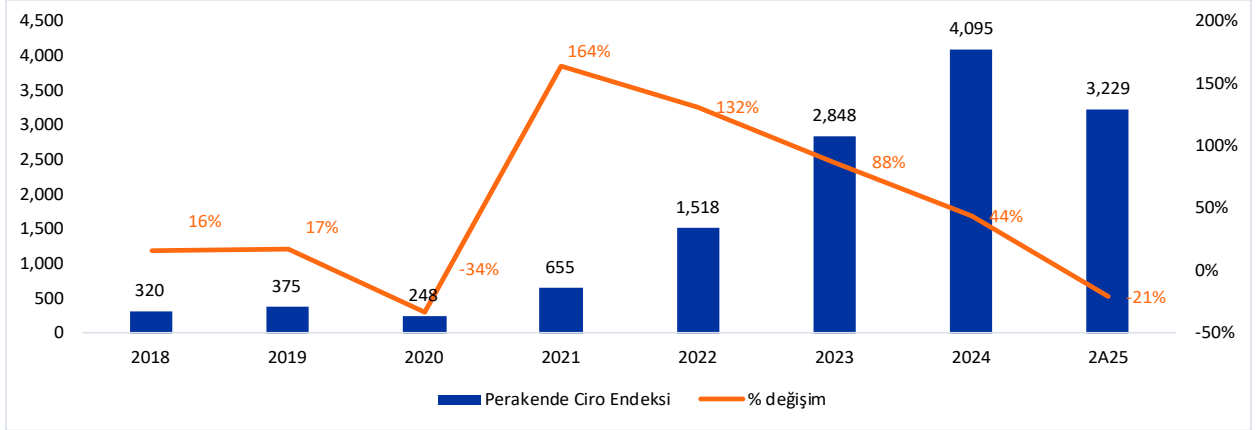
Kaynak: AYD, İş Yatırım.

2020 ile 2022 yılları arasında pandemi kaynaklı kısıtlamalar nedeniyle alışveriş merkezlerine gelen ziyaretçi sayısı ciddi şekilde azalmış ve bu durum alışveriş merkezleri açısından önemli zorluklara yol açmıştır. Bu dönemde mülk sahipleri, mevcut kiracı portföylerini koruyabilmek adına kira sözleşmelerinde indirimlere gitmiş ve çeşitli teşvikler sunmuştur. Pandemi sonrasında ise tablo tersine dönmüş; hem ciro hem de doluluk oranları pandemi öncesi seviyelere geri dönmeyi başarmıştır. Sabit kiraya ek olarak, enflasyonist ortamın da etkisiyle toplam kira gelirleri içindeki ciro bazlı gelir payının artması, alışveriş merkezi kira gelirlerini ilave olarak desteklemiştir.

2024 yılında alışveriş merkezlerine gelen ziyaretçi sayısı Aralık ayına kadar yıllık bazda artmaya devam etse de, Aralık 2024'te başlayan endeks düşüşü, sıkı para politikalarının etkisi ve azalan alım gücü nedeniyle Ocak ve Şubat 2025'te de devam etmiştir.

Ziyaretçi sayısındaki artışa paralel olarak, Perakende Ciro Endeksi, 2021 yılında pandemi etkilerinin azalması ve enflasyondaki yükselişle birlikte yıllık bazda %164 artarak dikkat çekici bir yükseliş göstermiştir. Bu artış, 2023 yılı sonuna kadar yıllık enflasyonun üzerinde seyretmiştir. 2024 yılında ise Perakende Ciro Endeksi yıllık bazda %44 artış göstererek enflasyonla paralel bir seyir izlemiştir. Ancak Şubat 2025'te endeks, Aralık 2024'e kıyasla %21 oranında gerilemiştir.

Şekil 15: Perakende Ciro Endeksi



Kaynak: AYD, İş Yatırım.

Şekil 16: İstanbul AVM Stoğu

İstanbul AVM Stoğu			
	Aktif	Yapım Aşamasında	Toplam
Adet	128	5	133
TKA(m2)	5,441,525	220,000	5,661,525

Kaynak: GYODER, İş Yatırım.

Şekil 17: Türkiye AVM Stoğu

Türkiye AVM Stoğu			
	Aktif	Yapım Aşamasında	Toplam
Adet	446	10	456
TKA (m2)	14,129,361	369,274	14,498,635

Kaynak: GYODER, İş Yatırım.

2024 yıl sonu itibarıyla İstanbul'da toplam 128 aktif alışveriş merkezi bulunmaktadır. Buna ek olarak, inşaatı devam eden 5 alışveriş merkezi bulunmakta olup, bu projelerin tamamlanmasıyla birlikte pazara toplamda 220 bin m² yeni kiralanabilir alanın eklenmesi beklenmektedir. İstanbul'daki aktif alışveriş merkezlerinin toplam kiralanabilir alanı, 2024 yılı sonunda 5,4 milyon m²'ye ulaşmıştır. Artan inşaat maliyetleri ve İstanbul'daki mevcut alışveriş merkezi stoğu nedeniyle yeni proje sayısında azalma gözlemlenmektedir. Bu durum merkezi konumdaki alışveriş merkezlerinin mevcut müşteri tabanını korumasını sağlamaktadır. Öte yandan yeni alışveriş merkezi arzının rekabet üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Türkiye genelinde ise toplam 446 aktif alışveriş merkezi bulunmakta olup, 10 yeni projenin inşaatı devam etmektedir. Bu projeler tamamlandığında, mevcut 14,1 milyon m²'lik kiralanabilir alana ek olarak yaklaşık 369 bin m²'lik yeni alanın pazara dahil olması beklenmektedir.

Pandemiden en fazla etkilenen sektörlerden biri olan ofis pazarı ise, yeni eğilimler doğrultusunda önemli bir dönüşüm geçirmiştir. Özellikle, dayanıklı, modern ve çevre dostu ofis alanlarına olan talep artarken, açık ofis anlayışı sunan projeler ön plana çıkmaktadır.

Rönesans Gayrimenkul

Ancak bu nitelikteki ofislerin inşası daha yüksek maliyetler gerektirdiğinden, arz talebin gerisinde kalmış ve bu durum, söz konusu standartları hâlihazırda karşılayan mevcut ofislere olan yönelimi artırmıştır. Sınırlı sayıdaki nitelikli ofise yönelik artan talep ise kira seviyelerinde yükselişe neden olmuştur. 2024 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla İstanbul'da ofis kiralari dolar bazında 26 dolar seviyesinde gerçekleşmiş, boşluk oranı ise %12,2'ye gerilemiştir. 2023 yılında kısmen faaliyete geçen İstanbul Finans Merkezi her ne kadar yaklaşık 1,5 milyon m²'lik yeni ofis alanı sağlamış olsa da, bu alanın önemli bir kısmının kamu kurumlarına tahsis edilmesi, mevcut arz açığını hafifletme noktasında sınırlı bir etki yaratmaktadır. Ofis arzındaki yapısal sıkıntıların 2025 sonrasında da sürmesi beklenmekte olup, bu durumun çözümü için ilave yatırımlar gerekecektir. Buna karşın, portföylerinde yeni ofis alanları bulunduran gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO), artan ofis kira fiyatlarından olumlu etkilenmesi beklenmektedir.

Şekil 18: İlçelere göre İstanbul Ofis Stoğu

3Ç24			
	Stok (bin m2)	Boşluk Oranı (%)	Kira (\$/m2/ay)
Levent-Etiler	886	5.4%	45
Maslak	920	13.9%	32
Şişli	529	8.0%	32
Taksim	248	12.0%	20
Kağıthane	309	17.6%	20
Beşiktaş	105	23.8%	35
Bakırköy	838	4.8%	12
Seyrantepe	363	16.7%	23
Kavacık	93	7.4%	18
Ümraniye	745	8.1%	25
Altunizade	135	23.6%	24
Kozyatağı	758	12.6%	28
Küçükyalı	635	16.7%	15
Finans Merkezi	538	0.0%	35
Ortalama		12.2%	26.0

Kaynak: GYODER, İş Yatırım.

2024 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla İstanbul'daki ofis stokunda boşluk oranı yaklaşık %12,2 seviyesinde gerçekleşirken, metrekare başına ortalama kira 26 dolar'a yükselmiştir. 2023 yılının son çeyreğinde %15,53 olan boşluk oranı yaklaşık 3,3 puan azalmış; metrekare kira bedeli ise dolar bazında %19,3 oranında artış göstermiştir. Bu gelişmeler, sınırlı arzın ve artan talebin kira seviyeleri üzerindeki yukarı yönlü baskıyı sürdürdüğüne işaret etmektedir.

Değerleme

Değerlememizi, kira geliri üreten her bir varlık için ayrı ayrı İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metoduyla oluşturduğumuz projeksiyonların sonuçlarından elde ettiğimiz verileri Parçaların Toplamı (Sum-of-the-Parts, SOTP) yöntemiyle sonuçlandırdık. Şirketin uzun vadeli nakit yaratma kapasitesi ve büyüme potansiyelini daha iyi yansıtmak adına, arsa portföyü ve operasyonel olmayan diğer varlıkların ekspertiz değerlerini de analizimize dahil ettik. RGYAS için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 186,29 TL olarak belirliyor ve %48 getiri potansiyeli öngörüyoruz. Bu kapsamda RGYAS'ı için **AL** tavsiyesiyle takip listemize dahil ediyoruz.

Tahminlerimize ilişkin başlıca riskler arasında (i) enflasyonun beklenenden uzun süre yüksek seyretmesi ve (ii) Türk lirasının dolar ve avro karşısında öngörülenden daha hızlı değer kaybetmesi yer almaktadır.

Şekil 19: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM Hesaplaması	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz	29.0%	24.0%	19.0%	17.0%	16.0%	16.0%	15.0%	14.0%
Özkaynak Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye Maliyeti	35.0%	30.0%	25.0%	23.0%	22.0%	22.0%	21.0%	20.0%
Borç Maliyeti	31.0%	26.0%	21.0%	19.0%	18.0%	18.0%	17.0%	16.0%
Özkaynak Ağırlığı	73.6%	71.0%	71.5%	70.4%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Borç Ağırlığı	26.4%	29.0%	28.5%	29.6%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
AOSM	33.9%	28.8%	23.9%	21.8%	20.6%	20.6%	19.6%	18.6%
İskonto Faktörü	1.00	1.29	1.60	1.94	2.34	2.83	3.38	4.01

Kaynak: İş Yatırım.

Şirketin yalnızca Türkiye’de faaliyet göstermesi nedeniyle, değerlememizde TL bazlı bir İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) modeli kullandık. Modelimizde, risksiz faiz oranı olarak ortalama %18,75, risk primi olarak %6, beta katsayısı olarak 1 ve ortalama borç/özsermaye oranı olarak %32,86 varsayımıyla %23,43’lük ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) öngördük. Terminal büyüme oranını ise %10 olarak belirledik.

İNA değerlemesini şekillendiren temel varsayımlarımız şu şekildedir:

- Kira geliri yaratan tüm varlıklarda, stratejik lokasyonları ve tarihsel olarak yüksek doluluk oranlarını göz önünde bulundurarak, doluluk oranlarının tam kapasiteye yakın seviyelerde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. En düşük doluluk oranı, sinema alanının kaldırılması nedeniyle Kozzy AVM’de beklenmektedir. Ancak şirketin bu alanda planladığı düzenlemelerle birlikte, önümüzdeki dönemlerde doluluk oranında kademeli bir toparlanma öngörüyoruz.
- Metrekare bazında kira gelirlerinin, dönem boyunca TÜFE’nin üzerinde artış göstererek reel büyüme sağlayacağını tahmin ediyoruz.
- Net borcun düşülmesinin ardından ulaştığımız Net Aktif Değer’e (NAD) %35 oranında iskonto uyguladık. Bu iskonto oranını belirlerken hem şirketin tarihsel NAD iskontosunu, hem de yerli benzer şirketlerin NAD iskontolarını dikkate alarak piyasa yaklaşımını modelimize yansıttık. Bu çerçevede, benzer portföye sahip GYO’larda ortalama NAV iskontosu %42, tarihsel ortalama NAD primi ise %0.35 seviyesindedir.
- Değerlememizde, şirketin faaliyet performansını yansıtabilmek adına, operasyonel varlıklarla doğrudan ilişkilendirilemeyen kalemleri hariç tuttuk.

Şekil 20: Serbest Nakit Akımı

Konsolide (Mn TL)	2025T	2026T	2027T	2028T
Hasılat	10,970	14,574	20,071	22,213
Kira Geliri	10,558	13,173	15,559	18,810
Konut Satış Geliri	0	882	3,888	2,660
Diğer	412	519	624	742
Maliyet	3,416	5,014	7,879	8,286
Kira Maliyeti	3,371	4,297	5,090	6,477
Konut Satış Maliyeti	0	661	2,722	1,729
Diğer	44	56	67	80
Brüt Kâr	7,554	9,559	12,192	13,927
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>69%</i>	<i>66%</i>	<i>61%</i>	<i>63%</i>
Faaliyet Giderleri	506	1,023	1,337	1,591
FVÖK	7,048	8,536	10,855	12,336
Amortisman	33	51	80	100
FAVÖK	7,081	8,587	10,936	12,436
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>65%</i>	<i>59%</i>	<i>54%</i>	<i>56%</i>
Yatırım Harcamaları	548	729	1,004	1,111
Serbest Nakit Akımı	6,500	7,807	9,852	11,226

Kaynak: İş Yatırım.

Şekil 21: Parçaların Toplamı Analizi ve Hedef Fiyat

Parçaların Toplamı Analizi (mn TL)	Şirket Payı	Makul Değer	Rönesans'a Ait Değer
Kira Geliri Yaratıcı Aktif Varlıklar			100,569
Hilltown Karşıyaka	100.0%	19,394	19,394
Kahramanmaraş Piazza	100.0%	5,933	5,933
Optimum İstanbul	50.0%	3,940	3,940
Optimum İzmir	50.0%	9,035	9,035
Optimum Adana	100.0%	8,011	8,011
Optimum Ankara	50.0%	3,032	3,032
Samsun Piazza	100.0%	10,860	10,860
Şanlıurfa Piazza	100.0%	4,494	4,494
Kozzy	100.0%	968	968
Maltepe Park	100.0%	5,496	5,496
Maltepe piazza	100.0%	11,780	11,780
Küçükalyalı Hilltown	100.0%	13,925	13,925
Küçükalyalı Ofis/Okul	100.0%	3,701	3,701
Maltepe Park Konut projesi			2,814
Arsalar			2,143
Faaliyet Giderleri		-	14,946
Toplam Şirket Değeri (mnTL)			90,580
Net Borç-Nakit (mnTL) 1Ç25 itibarıyla			15,440
Hedef NAD			94,864
Hedef NAD İskontosu			35%
# paylar			331
Hedef Piyasa Değeri			61,661.65
Hedef Fiyat (TL)			186.29
Cari Fiyat			125.90
Artış Potansiyeli (TL)			48%

Kaynak: İş Yatırım.

Benzer Şirket Analizi

Şekil 22: Benzer Şirket Net Aktif Değerleri

Şirket	Borsa Kodu	Kapanış	PD (mn TL)	Net Aktif Değer	İskonto/Prim	Son 1 Yıl İsk/Prim	Tarihsel İsk/Prim	PD/ΣGYO PD, %
Torunlar GYO	TRGYO	65.95	65,950	108,297	-39%	-33%	-29%	7%
Özak GYO	OZKGY	11.08	16,132	53,848	-70%	-60%	-45%	2%
İş GYO	ISGYO	15.51	14,870	42,169	-65%	-47%	-10%	3%
Akiş GYO	AKSGY	6.42	15,504	35,275	-56%	-32%	-32%	4%
Yeni Gimat GYO	YGGYO	74.2	17,950	16,507	9%	-1%	27%	8%
Avrupa Kent GYO	AVPGY	55.1	22,040	33,331	-34%	-30%	7%	3%
Akmerkez GYO	AKMGY	200	7,453	7,640	-2%	40%	119%	0%
Panora GYO	PAGYO	65.8	5,725	11,920	-52%	-39%	-22%	1%
Atakule GYO	AGYO	6.22	1,638	4,964	-67%	-51%	-12%	0%
Ortalama					-42%	-28%	0.35%	

Kaynak: İş Yatırım.

Akmerkez GYO: İstanbul'un ve Türkiye'nin en prestijli alışveriş merkezlerinden biri olan Akmerkez AVM'nin sahibi olan şirket, kira geliri odaklı bir portföye sahiptir. Portföyü, iki ofis bloğu ve 160 mağazadan oluşmaktadır.

Atakule GYO: Ankara'nın simge yapılarından biri olan Atakule AVM'ye sahip olan şirketin portföyünde ayrıca ofis binaları da yer almaktadır. Kira geliri temelli iş modelinin yanı sıra, Türkiye'nin farklı bölgelerinde bulunan arsalarında geliştirmeyi planladığı projeler ile geleceğe yönelik büyüme stratejisini sürdürmektedir.

Avrupakent GYO: Portföyünde 3 alışveriş merkezi ve 3 otelin yanı sıra, ağırlıklı olarak İstanbul'da yer alan konut projeleri bulunan şirket, gelir yapısı açısından hem konut satış geliri hem de düzenli kira geliri üretmektedir. Bu yapı, portföy çeşitliliği açısından güçlü bir profil ortaya koymaktadır.

İş GYO: Türkiye İş Bankası iştiraki olan İş GYO, ağırlıklı olarak ofis nitelikli taşınmazlara sahip olup, bu sayede istikrarlı kira gelirleri üretmektedir. Ayrıca konut projeleri geliştirmekte ve Kanyon AVM gibi değerli ticari mülkler aracılığıyla düzenli kira geliri elde ederek toplam gelir kompozisyonunu çeşitlendirmektedir.

Kiler GYO: Ağırlıklı olarak konut projeleri geliştiren şirketin portföyünde ayrıca ticari üniteler ve bir lojistik merkezi gibi düzenli kira geliri yaratan varlıklar da yer almaktadır.

Özak GYO: Karma kullanımlı konut projelerine ek olarak, Metro lojistik deposu, Fişekhane binası, Bulvar 216 AVM ve İşİstanbul ofis binası gibi portföyündeki ticari mülklerden önemli düzeyde kira geliri elde etmektedir. Ayrıca, Antalya Belek'te yer alan Ela Resorts Oteli ile turizm sektöründe de varlık göstermektedir.

Panora GYO: Ankara'da merkezi konumunda yer alan ve 200'den fazla mağazaya ev sahipliği yapan Panora AVM'nin sahibi olan şirket, aynı zamanda konut geliştirme projelerine de devam etmektedir.

Torunlar GYO: Türkiye'nin en büyük GYO'larından biri olan Torunlar GYO, alışveriş merkezleri, ofisler, oteller ve konut geliştirme projelerinden oluşan geniş ve çeşitlendirilmiş bir portföye sahiptir. Güçlü kira geliri üretim kapasitesi ile öne çıkmaktadır.

Yeni Gimat GYO: Şirketin portföyü, Ankara'da konumlanan köklü alışveriş merkezi Ankamall ve CP Ankara Otel'den oluşmaktadır. Şirketin faaliyet geliri ağırlıklı olarak bu iki ana gayrimenkulden elde edilen kira gelirlerine dayanmaktadır.

Şekil 23: 1Ç25 Mali Tablo Analizi

TL mn	UMS - 29		
	1Ç25	1Ç24	Değ.
Ciro	2,318	2,067	12%
Brüt Kar	1,616	1,477	9%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>69.7%</i>	<i>71.5%</i>	<i>-1.8ppt</i>
Faaliyet Giderleri	-97	-79	23%
<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	<i>4.2%</i>	<i>3.8%</i>	<i>0.4ppt</i>
Faaliyet Karı	1,519	1,398	9%
Amortisman	4	3	30%
FAVÖK	1,523	1,402	9%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>65.7%</i>	<i>67.8%</i>	<i>-2.1ppt</i>
Finansman Gelir (Gider), net	-2,609	-3,007	-13%
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,078	4,434	-53%
VÖK	1,580	7,344	-78%
<i>VÖK Marjı</i>	<i>68.2%</i>	<i>355.3%</i>	<i>-287.2ppt</i>
Vergi Gelir/ Gider	-1,121	-2,871	n.m.
Net Kar	459	4,472	-90%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>19.8%</i>	<i>216.4%</i>	<i>-196.6ppt</i>

Kaynak: İş Yatırım.

Rönesans GYO, 1Ç25'te geçen yılın aynı dönemine göre %12 reel artış ile 2.318mn TL Hasılat açıklamıştır. Yıllık bazda artış yüksek oranda kira gelirlerindeki artıştan kaynaklanırken Maliyetlerdeki artışın etkisi ile brüt kar marjı yıllık bazda 1,8bp düşüş ile %69,7'ye gerilemiştir. Sonuç olarak Brüt kâr ise yıllık bazda %9 düşüş ile 1,616mn TL olmuştur.

FAVÖK, faaliyet giderlerindeki %23'lük artışa (1Ç25: 97mn TL) karşın, Hasılatdaki reel büyümenin etkisi ile yıllık bazda %9 artış ile 1,523mn TL'de realize olmuştur. Bağlantılı olarak, FAVÖK marjı ise geçen yılın aynı dönemine göre 2,1bp düşüş ile 1Ç25'te %65,7'ye gerilemiştir.

Diğer yandan net kâr, büyük oranda operasyonel olmayan gelir/giderlerin etkisi sonucu 1Ç24'teki, 4.472mn TL'ye kıyasla 1Ç25'te yüksek bir düşüş ile 459mn TL'ye gerilemiştir. Yıllık bazdaki yüksek düşüşün temel sebepleri, Esas faaliyetlerden diğer gelirler altında sınıflandırılan yatırım amaçlı gayrimenkul değer artış kazancının 1Ç25'te kaydedilmemesi (1Ç24: 3.371mn TL), ve 1Ç24'te kaydedilen 4,434mn TL'lik net parasal kazanç kaleminin 1Ç25'te 2.078mn TL'ye düşmesinden kaynaklanmaktadır.

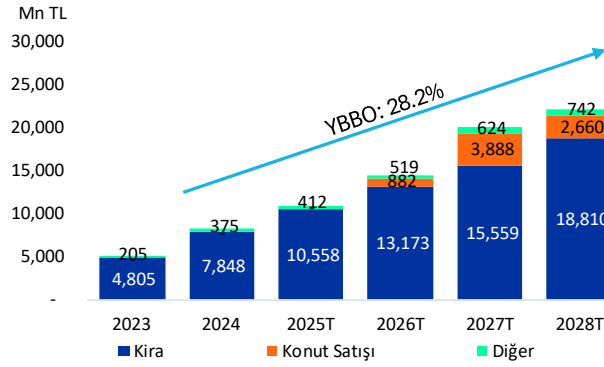
Net Borç: Şirket, 1Ç25'te 4Ç24'teki 16.158mn TL'lik net borç pozisyonunu bir miktar azaltmış ve çeyreği 15.440mn TL net borç pozisyonu ile kapatmıştır. Net borç/FAVÖK oranı ise 4Ç24'teki 2,65x'e kıyasla, 1Ç25'te 2,53x olmuş ve sağlıklı seviyesini korumaya devam etmiştir.

Projelerde son durum: şirketin Maltepe'de inşa faaliyetlerine devam ettiği konut ve ofis'ten oluşan Maltepe Park karma projesinin 1Ç25 itibarıyla tamamlanma oranı %19'a yükselmiştir. Diğer arsalar için ise geliştirme çalışmaları devam etmektedir.

Yorum: Şirketin yıllık bazda reel kira geliri artış performansı devam etme olup, net kardaki zayıf performans büyük oranda şirketin operasyonel performansı haricindeki diğer gelir/giderlerin etkisinden kaynaklanmaktadır.

Finansal Analiz

Şekil 24: Hasılat Kırılımı

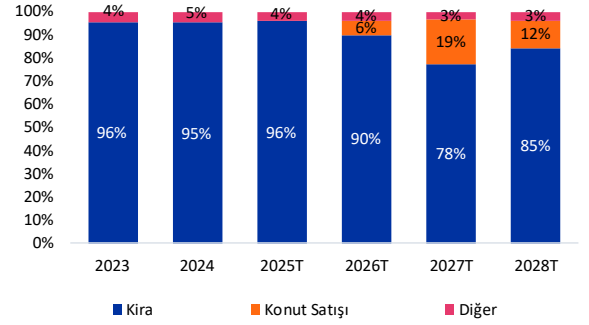


Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

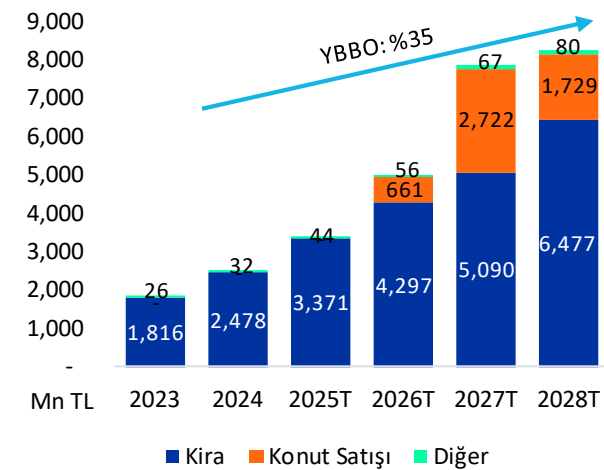
Alışveriş merkezleri açısından 2024, hem ziyaretçi sayıları hem de kârlılık açısından oldukça güçlü bir yıl oldu. Modern AVM portföyü ve değerli markalarıyla Rönesans GY, 2024 yılını reel bazda %13,7 gelir artışıyla tamamladı. Tahmin dönemimiz boyunca, stratejik lokasyonlar ve ciroya dayalı kira gelirlerinin desteğiyle, hasılatın %28 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) kaydetmesini bekliyoruz.

Şirketin gelir dağılımına baktığımızda, 2024 itibarıyla en büyük payı %95 ile AVM ve ofis portföyünden elde edilen kira gelirleri oluştururken, diğer gelirlerin toplam içindeki payı %5 seviyesindedir. 2026 yılından itibaren ise, mevcut arsa portföyü üzerinde geliştirilecek yeni projelerden elde edilecek konut satış gelirlerinin toplam gelire ek katkı sağlamasını bekliyoruz.

Şekil 25: Hasılat kırılımı (%)

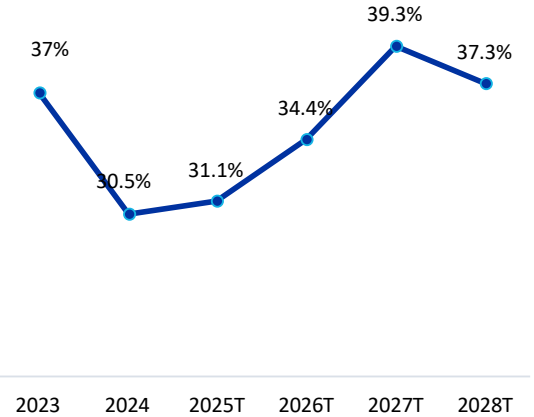


Şekil 26: Maliyet Kırılımı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

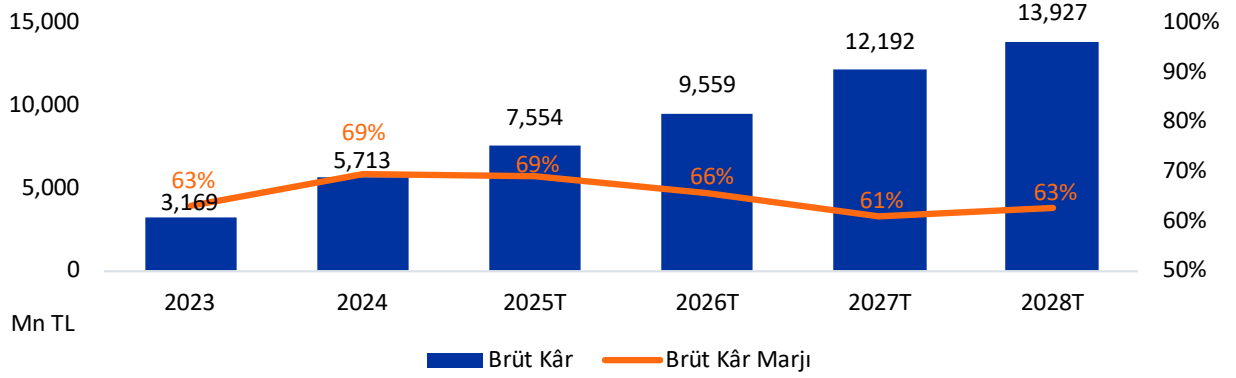
Şekil 27: Maliyet/Satışlar



Alışveriş merkezi operasyonlarına ilişkin giderler, şirketin maliyet yapısındaki en yüksek kalemler arasında yer almakta olup, bu giderlerin başlıca bileşenlerini enerji ve personel maliyetleri oluşturmaktadır. 2024-2028 tahmin döneminde, enerji fiyatları ve personel ücretlerindeki olası artışlar ile enflasyon kaynaklı diğer sabit gider artışları dikkate alınmaktadır. Buna ek olarak, 2026 itibarıyla yansımaları beklenen konut satışlarına ilişkin maliyetler, şirketin genel gider yapısında değişikliklere yol açacaktır.

Konut segmentindeki brüt kâr marjının kira segmentine kıyasla daha düşük olması nedeniyle, konut satışlarının toplam brüt kâr marjını bir miktar düşüreceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, satışların maliyetinde yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %35 olmasını bekliyoruz.

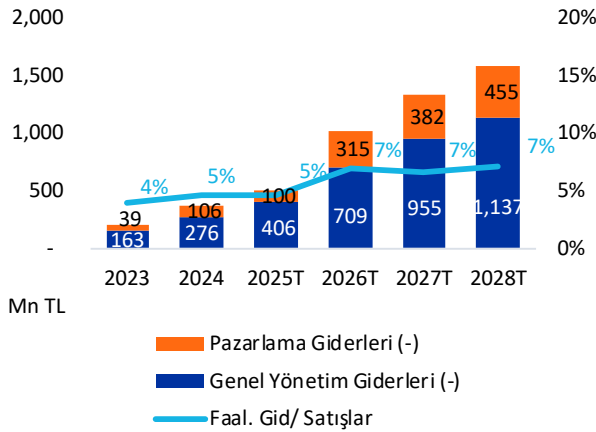
Şekil 28: Brüt Kâr & Brüt Kâr Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

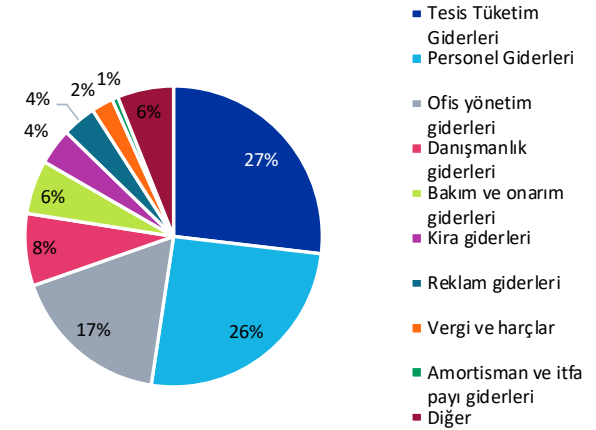
2024 yıl sonu itibarıyla şirketin brüt kârı yıllık bazda reel olarak %24,9 artarak güçlü bir büyüme performansı sergilemiştir. Brüt kâr marjı ise 2023'teki %63 seviyesinden 2024'te %69'a yükselerek 6 puanlık bir artış göstermiştir. Bu iyileşme, özellikle alışveriş merkezi portföyünde ciroya dayalı kira gelirlerindeki güçlü artıştan kaynaklanmıştır. 2024-2028 döneminde brüt kârın yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %25 olmasını beklerken, konut geliştirme projelerinin maliyet yapısı ve AVM operasyonlarına ilişkin artan giderler nedeniyle brüt kâr marjında hafif bir gerileme öngörüyoruz.

Şekil 29: Faaliyet Giderleri



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şekil 30: Faaliyet Giderleri

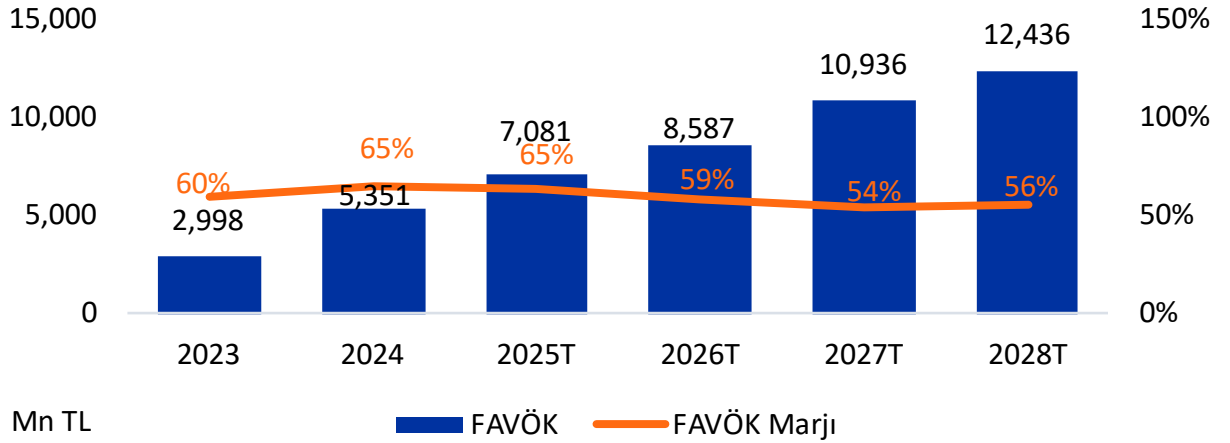


2024 yıl sonu itibarıyla şirketin faaliyet giderleri yıllık bazda %89 artarak 382 milyon TL'ye yükselmiştir. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise 2023'teki %4 seviyesinden %5'e çıkmıştır. Bu dönemde pazarlama giderlerinin toplam faaliyet giderleri içindeki payı %19,3'ten %28'e önemli ölçüde artarken, genel yönetim giderleri %69,3 oranında yükselmiş ve toplam faaliyet giderlerinin yaklaşık %72'sini oluşturmuştur.

2024-2028 döneminde, yeni konut projelerine yönelik pazarlama ve idari faaliyetlerden kaynaklanabilecek ek maliyetler dikkate alındığında, faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2026'dan itibaren yaklaşık %7 seviyesinde istikrar kazanması beklenmektedir. Aynı dönemde, faaliyet giderlerinin yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %43 olacağı öngörülmektedir.

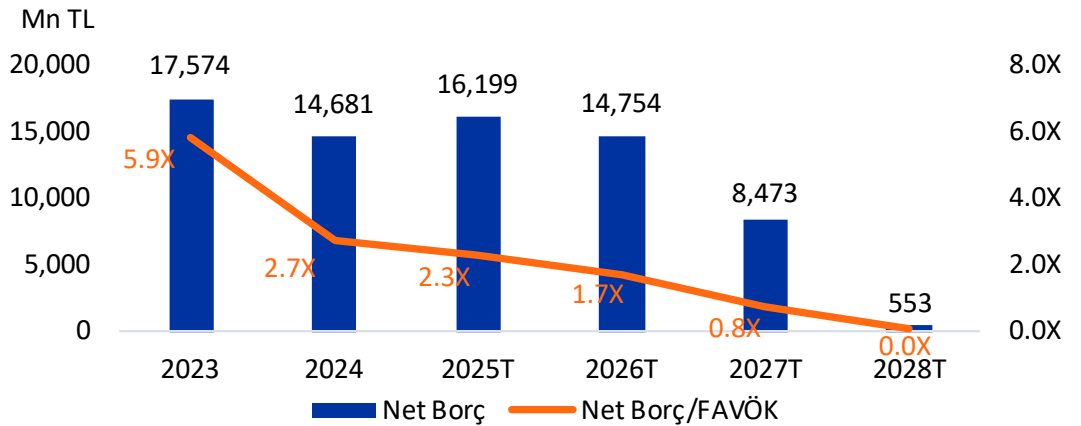
Faaliyet giderlerinin detaylı kırılımına bakıldığında, en yüksek pay %27 ile tesis ve tüketim giderlerine aittir. Bunu %26 ile personel giderleri, %17 ile ofis yönetim giderleri ve %8 ile danışmanlık giderleri takip etmektedir. Danışmanlık giderleri, hukuki ve finansal konulara ilişkin dış kaynaklı hizmetleri kapsamaktadır.

Şekil 31: FAVÖK & FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şekil 32: Net Borç



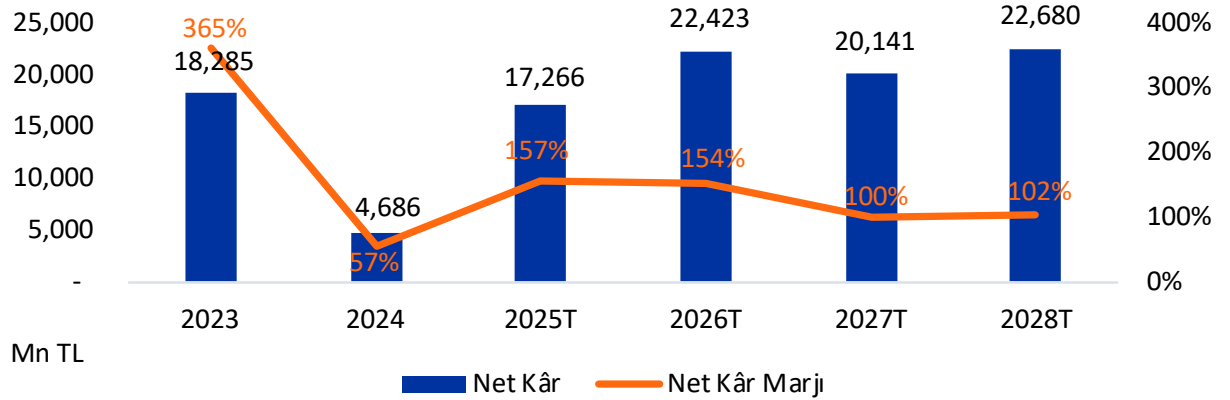
Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Gelirlerdeki kayda değer artış, FAVÖK performansının da temel itici gücü olmuştur. 2024 yıl sonu itibarıyla FAVÖK, nominal bazda yıllık %78,5 artış göstermiş; FAVÖK marjı ise 2023'teki %60 seviyesinden 2024'te %65'e yükselmiştir. Tahmin döneminde, potansiyel konut projelerinin daha düşük kâr marjı nedeniyle brüt kâr marjına paralel olarak FAVÖK marjında hafif bir düşüş bekliyoruz; marjın 2028 itibarıyla ise %56 seviyesine gerilemesini öngörmekteyiz. 2024-2028 dönemi için yıllık bileşik FAVÖK büyüme beklentimiz ise %23 seviyesindedir.

Şirket, 2021 yılından bu yana uyguladığı etkin borç yönetimi stratejisi sayesinde net borcunu 2021'deki 900 milyon Euro seviyesinden 2024 yıl sonu itibarıyla 500 milyon Euronun altına düşürmeyi başarmıştır. Türk Lirası bazında ise net borç, 2023'teki 17.574 milyon TL seviyesinden 2024 yıl sonu itibarıyla 14.681 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirketin toplam finansal borcu 2024 sonunda 17.647 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, bunun yaklaşık %97'si Euro cinsindendir. Daha düşük faiz oranları nedeniyle finansman maliyetlerini optimize etmek amacıyla döviz cinsinden borçlanmayı tercih eden şirket, orta vadede 500 milyon Euroluk borç seviyesini optimal olarak değerlendirmektedir.

2024 yıl sonu itibarıyla net borç/FAVÖK oranı Euro bazında 3,2x, TL bazında ise 2,7x seviyesinde gerçekleşerek sağlıklı borç yapısını yansıtmaktadır. İlerleyen dönemde TL faiz oranlarında olası düşüşlerin gerçekleşmesi halinde, şirket döviz borcunun bir kısmını TL'ye çevirmeyi değerlendirebilir. Tahmin dönemimizde, artan nakit varlıklar ve kademeli borç geri ödemeleri sayesinde net borcun düşüş eğilimini sürdürmesi ve net borç/FAVÖK oranının da paralel şekilde kademeli olarak gerilemesi beklenmektedir.

Şekil 33: Net Kâr & Net Kâr Marjı*



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Şirketin gelir yapısı, istikrarlı kira gelirleriyle desteklenen düzenli bir artış eğilimi gösterse de, net parasal kazanç/kayıplar (enflasyon muhasebesine geçişten kaynaklanan), muhasebe standartlarındaki değişiklikler nedeniyle dönemsel olarak dalgalanan vergi gelir/giderleri ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirme kazançları gibi faaliyet dışı kalemler, net kârın yıllar içinde dalgalı seyretmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede, 2023 yılında kaydedilen yüksek net kâr olan 18,285 milyar TL'nin temelinde, 12 milyar TL'lik net parasal kazanç, 8,3 milyar TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı ve 4,2 milyar TL'lik vergi gelirleri gibi faaliyet dışı unsurlar yer almıştır.

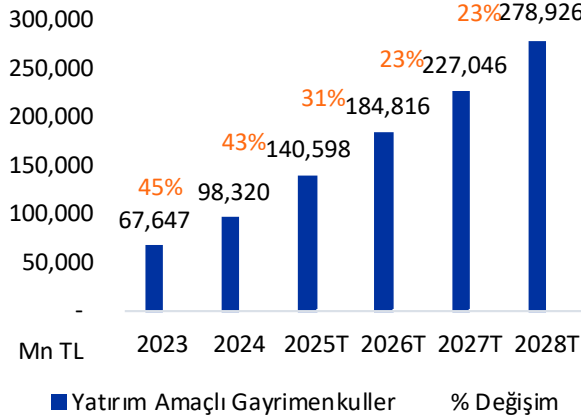
Öte yandan, 2024'te enflasyonun düşmesine paralel olarak net parasal kazancın azalması, 5 milyar TL tutarındaki vergi gideri ve yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışının 2,4 milyar TL'ye gerilemesi, net kârdaki yıllık düşüşün başlıca nedenlerini oluşturmuştur. 2024 yılında kaydedilen yüksek vergi giderinin, vergi muhasebesinin IFRS standartlarıyla uyumlaştırılmasına yönelik bir düzeltmeden kaynaklandığı ve şirkette nakit çıkışı yaratmadığı da not edilmelidir. Önümüzdeki dönemde ise, artan kira gelirleri, yeni projelerden elde edilecek gelirler ve dengeli borç seviyesinin etkisiyle, net kârın istikrarlı bir şekilde artmasını bekliyoruz.

* Net kâr operasyonel gelir haricindeki gelir/giderleri (Gayrimenkul değer artış kazançları, net parasal kazanç/kayıp de içermektedir).

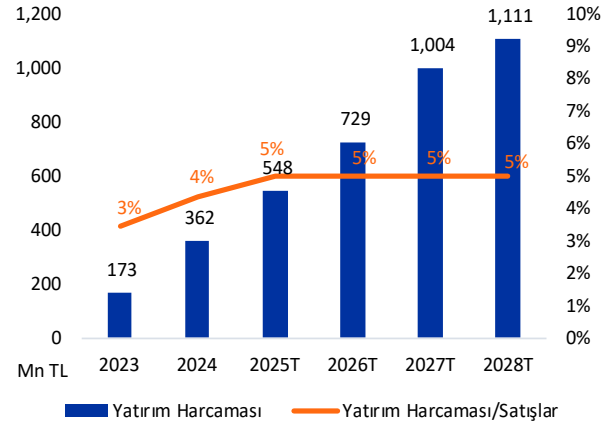
Rönesans Gayrimenkul

Net kârın 2024–2028 döneminde %48 bileşik yıllık büyüme oranıyla (YBBO) güçlü bir artış göstermesi beklenmektedir. Ayrıca, 2023–2024 döneminde dalgalı seyreden net kâr marjının, önümüzdeki yıllarda yeniden değerlendirme kazançlarının da katkısıyla yüksek seviyelerde kalmaya devam edeceğini öngörmekteyiz.

Şekil 34: Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller



Şekil 35: Yatırım Harcaması



Kaynak: Şirket, İş Yatırım.

Rönesans Gayrimenkul, 16 ticari gayrimenkulden oluşan portföyüyle Türkiye'nin en büyük alışveriş merkezi yatırımcıları arasında yer almaktadır. Şirketin alışveriş merkezi ve ofislerden oluşan yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü 2024 yılı itibarıyla 98.320 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki değer artışları her yıl yeniden hesaplanmakta ve net kâra önemli katkı sağlamaktadır. Projeksiyon dönemimizde, bu değer artışlarının yıllık ortalama enflasyonun üzerinde gerçekleşmesini ve portföy büyüklüğünün reel olarak artmaya devam etmesini beklemekteyiz. Şirketin gelecekte yeni AVM ve ofis yatırımlarıyla hem yatay hem de dikey büyüme potansiyeli bulunmaktadır.

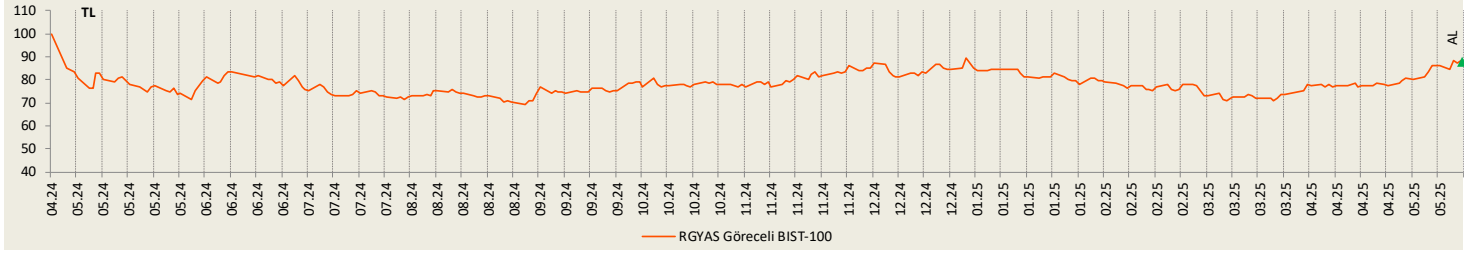
Öte yandan, gayrimenkul sektörünün doğası gereği sermaye harcamaları sınırlı kalmakta ve nakit akışı açısından yüksek harcamalara neden olmamaktadır. Bu harcamalar büyük ölçüde mevcut AVM ve ofislerin bakım-onarım giderleri ile yeni maddi duran varlık alımlarından oluşmaktadır. 2024 yılında yatırım harcamaları şirket gelirlerinin yaklaşık %4'ü seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oranın 2025 ve sonrasında %5 seviyesinde dengelenmesini beklemekteyiz.

Temettü Politikası

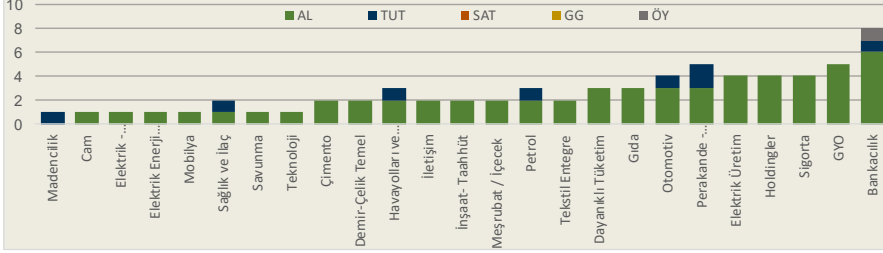
Rönesans GY, yakın zamanda halka arz edildiği için henüz temettü geçmişine sahip değildir. Ancak düzenli nakit akışı sağlayan portföy yapısı ve güçlü finansal görünümü sayesinde önümüzdeki yıllarda önemli bir temettü hissesi olma potansiyeli taşımaktadır. Şirket, esas faaliyet konusu ticari gayrimenkul yatırımı olmasına rağmen, 2025 yılında yürürlüğe giren yeni GYO'lara özel vergi düzenlemelerinden etkilenmemektedir çünkü GYO statüsünde değildir. Söz konusu düzenleme ile, daha önce kurumlar vergisinden muaf olan GYO'lara %30 kurumlar vergisi yükümlülüğü getirilmiş, ancak dağıtılabılır kârlarının %50'sini temettü olarak dağıtmaları halinde bu oran %10'a indirilmiştir. Rönesans GY bu düzenlemeye tabi olmadığından her yıl %25 kurumlar vergisi ödemekle yükümlüdür ve kârının %50'sini dağıtsa dahi herhangi bir vergi muafiyetinden yararlanamamaktadır.

Rönesans Gayrimenkul

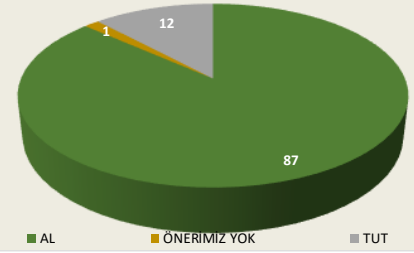
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.