

## Türkiye'nin büyük AVM işletmecisi

- Rönesans Gayrimenkul Yatırım halka açılıyor**  
Rönesans Gayrimenkul Yatırım'ın (RGY) 6,1 milyon lotluk sermaye artışı ve 27,3 milyon lotluk ortak satışı şeklinde toplam 33,4 milyon lotluk hissesi TRY135,0 hisse başı fiyat üzerinden halka arz edilecek. Halka arz edilecek payların %80'i yurt içi bireysel yatırımcılara, %20'si yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilecek. %27,5 iskonto uygulanarak ulaşılan halka arz fiyatıyla birlikte toplam halka arz büyüklüğü TRY4,5 milyar tutarında gerçekleşecek. Şirketin halka arz öncesi piyasa değeri TRY41 milyar olup, yurtiçi bireysel yatırımcılara eşit dağıtım yöntemi uygulanacaktır.
- Türkiye'nin en büyük AVM işletmecilerinden**  
2001 yılında gayrimenkul yatırımlarına başlayan Rönesans Grubu, ilk AVM'sini 2004 yılında Ankara'da açmıştır. 2006 yılında kurulan RGY'ye, 2015 yılında EUR250m yatırımla Singapur Varlık Fonu (GIC) dolaylı ortak olmuştur. Bugün itibarıyla RGY'nin 640 bin m2'si AVM olmak üzere toplam 740 bin m2 kiralanabilir alanı bulunmaktadır. 13 gelir yaratan gayrimenkul, TRY85,5 milyar portföy değerinin %99'unu oluşturmaktadır. Bu gayrimenkullerin ortalama kira verimi yaklaşık %6 seviyesindedir. Şirketin ayrıca İstanbul'da iki arsası, Antalya'da bir adet AVM projesi bulunmaktadır. 2023 sonu itibarıyla net aktif değeri TRY62,8 milyardır. Antalya Beachtown yap-işlet-devret projesi olduğundan, bu gayrimenkulün değeri (TRY826m) NAD tablosuna dahil edilmemiştir.
- Halka arz gelirinin büyük kısmı borç ödemesinde kullanılacak.**  
Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %60-65'ini finansal borç geri ödemesinde, %5-10'u ilişki taraflara ticari olmayan borç ödemesinde, %15-20'si Maltepe Park konut yatırımında, %15'i ise işletme sermayesi finansmanında kullanılacaktır. Şirket halka arzdan brüt TRY820m gelir elde edecektir.
- Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlendirilmede halka arz iskontosu %27,5 olarak hesaplanmıştır.**  
Ak Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve net aktif değer yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değeri hisse başına TRY186,17'dir. Belirlenen hisse başı değere %27,5 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı TRY135,0 olarak belirlenmiştir. Halka arz değerlendirilmedeki net aktif değere göre, şirket halka arz sonrası %34 NAD iskontosu ile işlem görmeye başlayacak. RGY, GYO statüsünde olmasa da iş modeli gereği en yakın benzerleri GYO'lardır. Mevcut durumda halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ortalama iskontosu %30, net aktif değeri TRY20 milyar üzerindeki GYO'ların ortalama iskontosu ise %50 seviyesindedir.

## Hisse Detayları

TRYm	2021	2022	2023
Net satışlar	3,308	4,201	5,011
VAFÖK	2,213	2,613	3,161
Net kar	(1,971)	14,570	18,285
Net kar marjı (%)	(59.6)	346.8	364.9
VAFÖK marjı (%)	66.9	62.2	63.1
Satış büyümesi (%)	a.d.	27.0	19.3
Net borç	30,851	20,875	17,584
Defter değeri	22,851	37,412	55,698
F/K (x)	a.d.	2.9	2.3
FD/VAFÖK (x)	32.5	23.7	18.5
PD/DD (x)	1.8	1.1	0.8
Net borç/VAFÖK (x)	13.94	8.0	5.6
Net borç/Özsermaye (x)	1.35	0.56	0.32
Özsermaye verimliliği (%)	a.d.	48.4	39.3

Ortaklık yapısı	Arz Öncesi (%)	Arz Sonrası (%)
Rönesans Emlak Geliştirme	74.2	68.1
Euro Cube Private Limited	21.4	17.8
Kamil Yankömeroğlu	2.4	2.2
Murat Özgümüş	2.0	1.8
Halka Açık	0.0	10.1

Enflasyona göre düzeltilmiş mali tablolar. Tüm değerler TRY'nin 2023 sonu alım gücüne göre düzenlenmiştir.

Kaynak: Rönesans Gayrimenkul Yatırım; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Şirket bilgileri

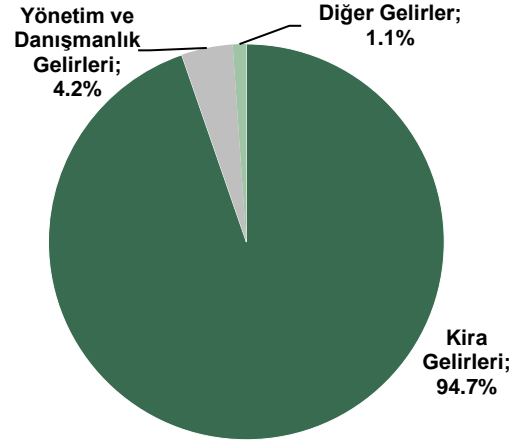
2001 yılında gayrimenkul faaliyetlerine başlayan Rönesans Holding, ilk AVM'sini 2004 yılında açmış, şirketin ortaklarından, Singapur Varlık Fonuyla (GIC) ilk ortaklığını 2013 yılında Optimum İstanbul AVM ile yapmıştır. Şubat 2015'te yaptığı yatırımla, GIC Rönesans Gayrimenkul'ün %21 ortağı haline gelmiştir. Şirketin portföyünde Türkiye'nin çeşitli yerlerinde 740 bin m2 kiralanabilir AVM ve ofis alanı ile 145 bin m2 arsa ve proje alanı bulunmaktadır.

## Üst Yönetim

İsim	Görev
Kamil Yanıkömeroğlu	Yönetim Kurulu Başkanı
Yağmur Yaşar	Genel Müdür
Ömer Sinan Tekol	CFO

[Rönesans Gayrimenkul Yatırım \(rgy.com.tr\)](http://rgy.com.tr)

## Gelir Dağılımı (2023/12)



Kaynak: Rönesans Gayrimenkul Yatırım

## Şirket Profili

Rönesans Grubu gayrimenkul yatırımlarına 2001 yılında başlamış, şirketin ilk AVM'si Optimum Ankara 2004 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Gayrimenkul geliştirme ve yatırım faaliyetlerini gerçekleştiren Rönesans Gayrimenkul Yatırım (RGY) 2006 yılının haziran ayında kurulurken, Singapur Varlık Fonu (GIC) 2015 yılında yaptığı EUR250m yatırım ile şirketin %21 dolaylı ortağı haline geldi.

Rönesans Gayrimenkul'ün bugün itibarıyla portföyünde 16 varlık bulunmaktadır. Bunların 13'ü kira getiren ticari gayrimenkullerdir. Şirketin İstanbul'da iki tane arsası ve Antalya'da devam eden bir projesi bulunmaktadır. Antalya'daki Beachtown projesinin toplam alanı 121 bin metrekare iken, arsaların toplam alanı 23,5 bin m2'dir.

Toplam sekiz ilde bulunan kira getiren gayrimenkullerin dokuzu AVM, biri ofis ve üçü karma proje (AVM + ofis) vasfındadır. Toplam kiralanabilir alan 640 bin m2 AVM ve 100 bin ofis olmak üzere 740 bin m2'dir. Bunun 244 bin m2'si İstanbul'da, 148 bin m2'si ise İzmir'dedir. Şirketin ayrıca Adana, Ankara, Kahramanmaraş, Samsun ve Şanlıurfa'da gayrimenkulleri bulunmaktadır. AVM'lerdeki doluluk oranı 2023 sonu itibarıyla AVM'lerdeki doluluk oranı ortalama %97,3 seviyesindedir. Tüm AVM'lerde doluluk %90'ın üzerindedir.

31 Aralık 2023 itibarıyla toplam gayrimenkul değeri TRY85.5 milyar seviyesindedir, bunun TRY84,7 milyarını kira geliri yaratan gayrimenkuller oluşturmaktadır. Şirketin en değerli üç varlığı Karşıyaka Hilltown AVM (TRY14,6 milyar), Maltepe Piazza AVM, Ofis, Konut (TRY11,4 milyar) ve Küçükyalı AVM ve Ofis'tir (TRY8,7 milyar). RGY'nin 31 Aralık 2023 finansallarına göre oluşturulmuş, halka arz öncesi net aktif değeri TRY62,8 milyardır.

RGY'nin enflasyon muhasebesine göre hazırlanmış 2023 finansallarında şirketin satış gelirleri 2022 yılına reel bazda %19 artarak TRY5 milyara ulaşmıştır. 2022 yılına göre reel bazda %18 artarak TRY4,7 milyara ulaşan kira gelirleri, toplam satış gelirinin %95'ini oluşturmuştur. RGY'nin 2023 sonu itibarıyla kira geliri elde eden gayrimenkullerinin kira verimi (cap rate) yaklaşık %6 seviyesindedir. Yakın zamanda halka arz olan Avrupakent GYO'nun da kira verimi benzer seviyelerdeydi. Şirketin FAVÖK'ü ise TRY3.2 milyar olarak gerçekleşmiştir. Yeniden değerlemelerin etkisiyle, net dönem karı reel bazda %25 artışla TRY18,3 milyara ulaşmıştır.

Şirketin net borcu ise geçen yıla göre %16 azalarak TRY17,6 milyar olmuştur, net borç/FAVÖK rasyosu 2021'de 14x seviyesindeyken, 2023 yılı sonu itibarıyla 5,6x'e gerilemiştir (halka arz sonrası 5,3x). Toplam TRY18,9 milyar olan kiralama haric finansal borcun yalnızca TRY3,1 milyarlık kısmının vadesi bir yıldan kısadır. Şirketin borcunun yaklaşık %90'ı yabancı para (EUR ve USD) cinsindedir. Şirketin net borcu, diğer GYO'lara göre görece yüksektir. Konsolide borçlarına karşılık RGY'ye ait bazı gayrimenkuller üzerinde toplam TRY16 milyarlık ipotek tesis edilmiştir.

## Değerleme Özeti

Ak Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerleme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için benzer şirket PD/NAD analizi (%50) ve RGY net aktif değer (%50) yöntemleri kullanılmıştır. Hisse başı değer TRY186,17 olarak tespit edilmiş, bu fiyata uygulanan %27,5 iskonto sonrasında TRY135 halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Benzer şirket PD/NAD analizi:

- Borsa İstanbul'da işlem gören ve portföy yapısı itibarıyla RGY'ye benzer 14 GYO'nun PD/NAD verileri kullanılmıştır,
- PD/NAD çarpanı 0,5x'in altında ve 2x'in üzerinde olan şirketler hesaplama dışı bırakılmıştır,
- Medyan çarpan 0,78x olarak hesaplanmış, buradan TRY50.2 milyar özkaynak değerine ulaşılmıştır.

RGY net aktif değeri:

- Bu yöntemde RGY'nin 31 Aralık 2023 itibarıyla toplam portföy değeri TRY84,9 milyar olarak hesaplanmıştır. Şirketin %50 pay sahibi olduğu üç AVM ile bir arsanın değeri şirketin payı nispetinde hesaplamaya dahil edilmiştir.
- 30 Eylül 2023 finansalları kullanılarak şirketin net aktif değeri (özsermaye değeri) TRY64 milyar olarak hesaplanmıştır.
- Yapılan düzeltmelerde farklı finansal tablolar kullanıldığından değerlemede kullanılan net aktif değer, 31 Aralık 2023 finansallarıyla hazırlanan net aktif değerden TRY1,2 milyar (yaklaşık %2) daha yüksektir.

İki yöntemin ortalaması alındığında Rönesans Gayrimenkul Yatırım için TRY56,5 milyar özsermaye değeri bulunmuştur. Bu değer hisse başına TRY186,17'ye işaret etmektedir. Buna %27,5 halka arz iskontosu uygulanarak TRY135 halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

### Tablo: Değerleme özeti

Değerleme Sonucu (TRYm)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TRYm)
Maliyet Yöntemi (Net Aktif Değer)	50,261	50%	25,131
Piyasa Çarpanları Analizi	62,823	50%	31,412
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>56,542</b>

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TRYm)	56,542
Ödenmiş Sermaye (TRYm)	304
Birim Pay Değeri (TRY)	186,17
Halka Arz İskontosu	27.5%
<b>Halka Arz Pay Başına Değer (TRY)</b>	<b>135.00</b>

Kaynak: Rönesans Gayrimenkul Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için sadece ekspertiz raporunu temel alan verilerin yanında, nakit akış projeksiyonlarının kullanıldığı bir yaklaşım kullanılabilirdi. Bu yaklaşım özellikle nakit akışının şirketin sağlığı üzerinde birebir etkili olduğu gayrimenkul şirketleri için oldukça önemlidir. Diğer yandan kullanılan her iki değerlendirme yöntemlerine %50 ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %27,5 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

## Finansal tablolar

## Rönesans Gayrimenkul Yatırım

Bilanço (TRYm)	2021	2022	2023
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5,810</b>	<b>7,221</b>	<b>2,576</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,252	6,176	1,645
Ticari Alacaklar	342	364	405
Diğer Alacaklar	2	5	2
Türev Araçlar	297	260	88
Stoklar	4	0	1
Peşin Ödenmiş Giderler	31	119	370
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	5	2	15
Diğer Dönen Varlıklar	458	295	49
Satılmaya Hazır Varlıklar	421	0	0
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>62,662</b>	<b>69,205</b>	<b>81,179</b>
Diğer Alacaklar	67	6	2
Finansal Yatırımlar	1,714	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	7,104	8,932	11,151
Stoklar	0	0	1,255
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	52,312	59,764	67,647
Maddi Duran Varlıklar	74	104	82
Kullanım Hakkı Varlıkları	167	167	180
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	1	1
Peşin Ödenmiş Giderler	40	14	8
Ertelenmiş Vergi Varlığı	737	211	843
Diğer Duran Varlıklar	445	6	10
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>68,472</b>	<b>76,426</b>	<b>83,755</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,025</b>	<b>16,936</b>	<b>5,324</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2	0	531
Uzun vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1,214	16,317	2,580
Ticari Borçlar	248	396	454
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15	17	17
Diğer Borçlar	65	149	1,272
Türev Araçlar	329	0	135
Ertelenmiş Gelirler	59	41	219
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	91
Kısa vadeli Karşılıklar	18	16	26
Satılmaya Hazır Varlıklar	75	0	0
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>43,597</b>	<b>22,077</b>	<b>22,734</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	33,777	10,675	16,077
Ticari Borçlar	110	59	40
Diğer Borçlar	4,355	2,939	1,806
Ertelenmiş Gelirler	10	2	5
Uzun Vadeli Karşılıklar	13	17	85
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5,332	8,385	4,719
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>22,851</b>	<b>37,412</b>	<b>55,698</b>
Ödenmiş Sermaye	304	304	304
Sermaye Düzeltme Farkları	2,937	2,937	2,937
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	(3)	(11)	(9)
Hisse Senedi İhraç Primleri	5,605	5,605	5,605
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	458	456	456
Geçmiş Yıllar Karları	15,520	13,551	28,121
Net Dönem Karı	(1,971)	14,570	18,285
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>68,472</b>	<b>76,426</b>	<b>83,755</b>

<b>Gelir Tablosu (TR Ym)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Hasılat	3,308	4,201	5,011
Satışların Maliyeti (-)	(1,043)	(1,581)	(1,842)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2,265</b>	<b>2,620</b>	<b>3,169</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(57)	(27)	(39)
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)	(90)	(104)	(163)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5,956	10,970	10,294
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(2,298)	(1,311)	(1,123)
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>5,775</b>	<b>12,148</b>	<b>12,139</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	851	178	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	(7)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	234	1,827	2,219
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>6,860</b>	<b>14,154</b>	<b>14,351</b>
Finansman Gelirleri	2,680	2,587	10,692
Finansman Giderleri (-)	(20,871)	(11,840)	(23,008)
Parasal Kazanç	10,714	13,213	12,073
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</b>	<b>(617)</b>	<b>18,115</b>	<b>14,108</b>
Dönem Vergi Gideri (-)	(0)	(0)	(121)
Ertelenmiş Vergi Gideri (-)	(1,353)	(3,545)	4,298
<b>Dönem Net Karı</b>	<b>(1,971)</b>	<b>14,570</b>	<b>18,285</b>

## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.