

NAV İskontosusu Derin, Kira Akışı Güçlü

Rönesans Gayrimenkul Yat.

78% Getiri Potansiyeli

Rönesans Gayrimenkul Yatırım'ı (RGYAS) %78 getiri potansiyeliyle, hisse başına **230,00 TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri** önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz. DCF yöntemini kullanarak gayrimenkulleri değerledikten sonra, Net Varlık Değeri (NAV) yaklaşımına dayalı bir değerlendirme metodolojisi kullanıyoruz. Bu çift katmanlı çerçeve, hem varlık bazlı "taban değerlemeyi" hem de makroekonomik dinamiklere duyarlı piyasa ima katsayılarını yakalamamızı sağlıyor ve böylece kısa ve orta vadede içsel değer ile hâkim piyasa duyarlılığı arasında dengeli bir bakış açısı elde ediyoruz.

Yaklaşık 742 bin m² brüt kiralanabilir alana (650 bin m² AVM, 92 bin m² ofis) sahip, sekiz kente yayılmış prime lokasyonlu portföy, son finansal dönemde %98,7 dolulukla tarihî zirvesine ulaştı; sözleşmelerin "sabit + ciro" yapısı enflasyon ve kur oynaklığına karşı güçlü bir gelir kalkını sunuyor. Operasyonel nakit akımı 2024'te 12 milyar TL seviyesinde kalarak borç servisini rahatlıkla karşıladı; net borç/özsermaye rasyosunun 0,37x seviyesine inmesi finansman riskini belirgin şekilde azalttı.

0,37x PD/NAD seviyesinde işlem gören hisse senedi, portföyün net varlık değerinin yalnızca üçte biri kadar bir fiyattan işlem görmektedir; faiz oranları ve CDS'lerin normalleşme senaryosu altında bu iskonto baskısının kademeli olarak ortadan kalkmasını bekliyoruz. NAV hesaplamamızda, 16 varlık ve projeden oluşan brüt portföyden net borcu çıkararak 101 milyar TL'lik bir öz sermaye değeri elde ediyoruz; bunu uygun 0,75x çarpanıyla çarptığımızda, 76 milyar TL'lik bir öz sermaye değeri elde ediyoruz. Böylece, hisse başına **hedef fiyatımız 230,00 TL'ye ulaşıyor**.

Başlıca risk faktörleri,

- portföy dönüşüm ve geliştirme takviminde olası gecikmeler,
- yüksek faiz ortamının borç yenileme maliyetini artırarak nakit akışı üzerinde baskı kurması,
- ticari kiralara yönelik olası yasal tavan ya da stopaj artışının kira artış hızını sınırlaması ve
- e-ticaret penetrasyonunun yükselmeye devam etmesiyle AVM ziyaretçi trafiğinde beklenenden güçlü bir zayıflamanın ciro bazlı kira gelirlerini olumsuz etkilemesi olarak sıralanabilir.

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	RGYAS TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	129.20
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	230.00
Getiri Potansiyeli	78%
Fili Dolanım Oranı	9.53%
Piyasa değeri, milyon TL	42,765
Piyasa değeri, milyon ABD doları	1,088
BIST-100 Endeks Ağırlığı	-
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.1%
Yabancı Yatırımcı Oranı	15.0%
Emeklilik Fonları Oranı	15.9%
Yatırım Fonları Oranı	6.7%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma, Matriks

Fiyat ve piyasa değeri 17 Haziran itibarıyla

Finansallar, milyon TL

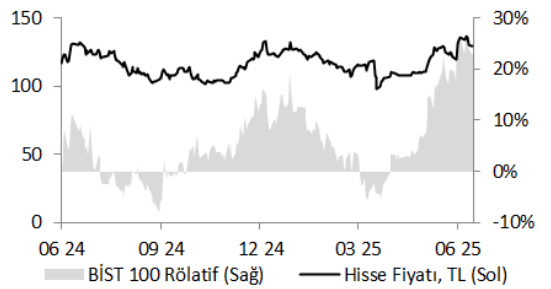
Ciro	5,011	8,223	12,334	17,268
Büyüme, y/y	-	64.1%	50.0%	40.0%
FAVÖK	2,998	5,351	8,163	11,475
Büyüme, y/y	-	78.5%	52.6%	40.6%
Net Kar	18,285	4,686	6,329	8,817
Büyüme, y/y	-	-74.4%	35.1%	39.3%
Özsermaye	55,698	89,566	123,081	156,055
Büyüme, y/y	-	60.8%	37.4%	26.8%
Net Borç / FAVÖK	6.5	3.2	2.7	2.3
F / K	-	8.22	6.76	4.85
FD / FAVÖK	-	10.35	7.91	5.98
F / DD	-	0.43	0.35	0.27
Özsermaye Karlılığı	-	6.5%	6.0%	6.3%

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran (%)
Rönesans Holding	225	68%
GIC	61	18%
Diğer	45	14%
Toplam	331	100%

Kaynak: Finnet

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	2%	9%	4%	-1%
Rölatif	5%	27%	11%	10%
İşlem Hacmi milyon \$	2.1	1.9	1.8	2.2

Kaynak: BİST, Finnet

Sadrettin BAĞCI

sadrettin.bagci@phillipcapital.com.tr

İrfan Kemal ÖZER

kemal.ozer@phillipcapital.com.tr

İçerik

Şirket Tanıtımı	3
Varlık Portföyü Analizi	5
Sektör & Makro Görünüm	9
Stratejik Konumlandırma.....	12
Finansal Analiz.....	14
Değerleme	18

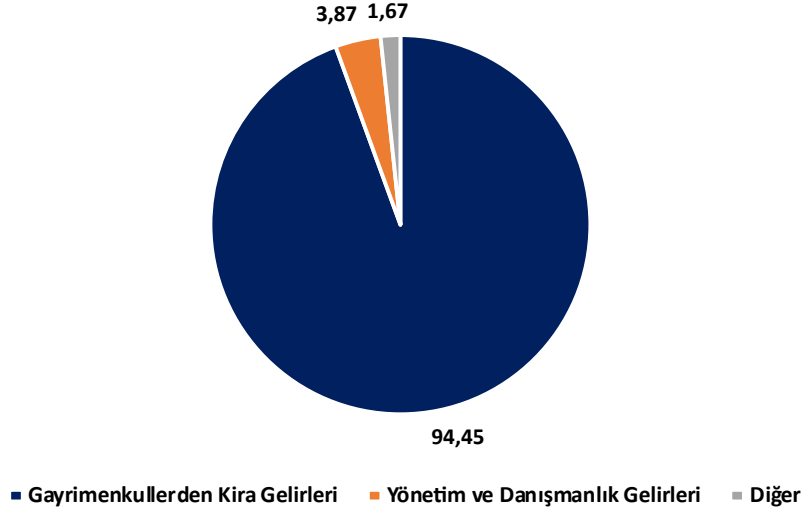
Şirket Tanıtımı

RGYAS, Rönesans Holding Grubu’nun ticari gayrimenkul geliştirme ve yatırım koludur. Holdingin 30 yılı aşkın inşaat tecrübesi ile 20 yıla yakın gayrimenkul uzmanlığını birleştiren platform, Türkiye genelinde yaklaşık 742.000 m² kiralanabilir alana sahip, 12 AVM ve 4 ofis işletmesi olmak üzere bir gayrimenkul portföyü işletmektedir.

Mevcut portföyde, 12 AVM ve 4 ofisten oluşan ticari gayrimenkullerin yanı sıra geliştirme aşamasında olan Maltepe Park projesi, Antalya Beachtown projesi ve İstanbul Ümraniye’de 1 arsa bulunmaktadır.

Portföyde yer alan veya uzun süreli kiralama hakkı şirkete ait varlıkların toplam kiralanabilir alanı yaklaşık 742.000 m²’dir; bunun 650.000 m²’si AVM, 92.000 m²’si ofis alanıdır.

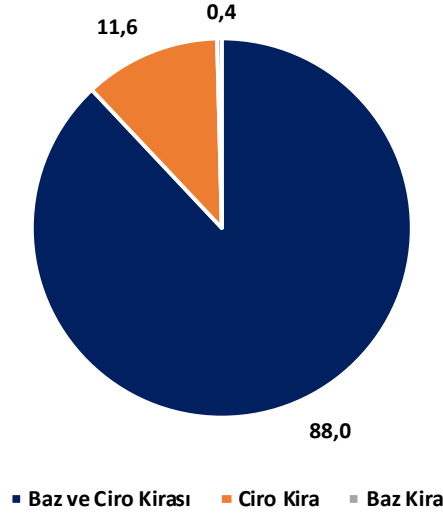
Hasılat Kırılımı (%)



Kaynak: Şirket Verileri

RGYAS, arsa edinme, projelendirme, dizayn, inşaat, kiralama, tesis ve varlık yönetimi dahil olmak üzere proje geliştirme ve yönetim aşamalarının tamamında faaliyet göstermektedir. AVM’lerdeki esas gelir kalemi olan kira geliri **baz** ve **ciro** kira olarak iki gruba ayrılmaktadır. Baz kira, sözleşmede belirlenmiş sabit bir miktarı ifade ederken, ciro bazlı kira, kiracının satışlarına bağlı olarak değişen bir gelir modelini içermektedir.

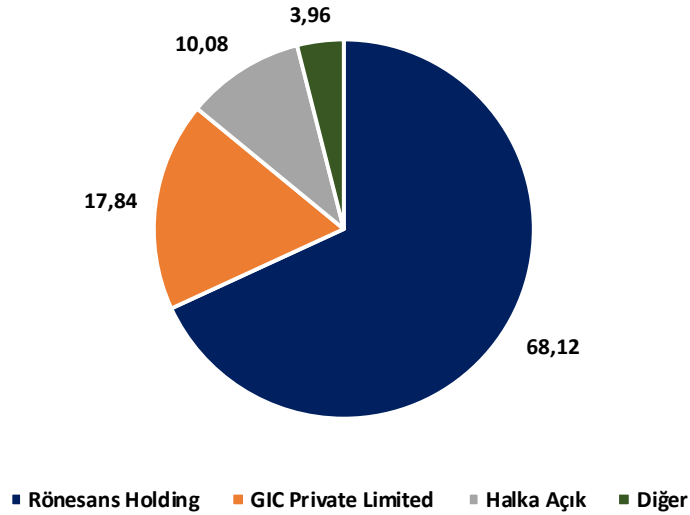
Sözleşme Türlerinin Brüt Kiralanabilir Alan Bazında Dağılımı (%)



Kaynak: Şirket Verileri

Şirketin sözleşmelerinin büyük çoğunluğunun baz ve ciro temelli olması hem ekonominin yavaşladığı dönemlerde şirketin gelirlerini garanti altına almakta hem de enflasyon volatilitésinden korunmasını sağlamaktadır. Grup bünyesindeki AVM'ler ayrıca bulunduğu konumlarda turistlerden ziyade şehrin yerli sakinlerine hitap etmektedir. Bu sayede Şirket, AVM dolulukları açısından turizmden kaynaklı mevsimsellikten az etkilenmektedir.

RGYAS Ortaklık Yapısı (%)

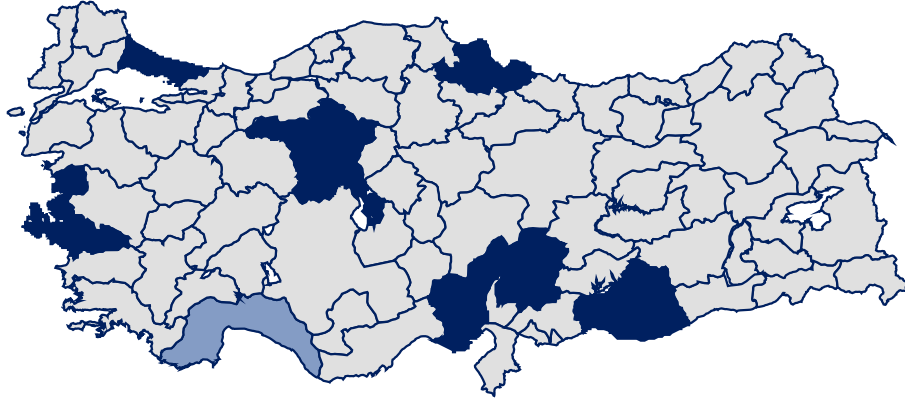


Kaynak: Şirket Verileri

Rönesans Holding'in dolaylı olarak ana hissedar sıfatıyla %68,12 payı bulunuyor. Singapur Hükümeti Maliye Bakanlığı'na ait GIC %17,80 oranıyla ikinci büyük ortak konumunda. Halka açık kısım %10,08 payla üçüncü sırada yer alırken, bu dilimde Rönesans Holding ve GIC'nin fiyat istikrarı kapsamında satın aldığı hisseler de bulunuyor. Kâmil Yanıkömeroğlu ile Murat Özgümüş'ün hisselerinden oluşan "Diğer" kategorisi ise %4,00 paya sahip. Böylelikle yönetim kontrolü büyük ölçüde Rönesans Holding'de kalırken, uluslararası stratejik yatırımcı GIC ve borsada işlem gören paylar portföyün çeşitliliğini artırıyor.

Varlık Portföyü Analizi

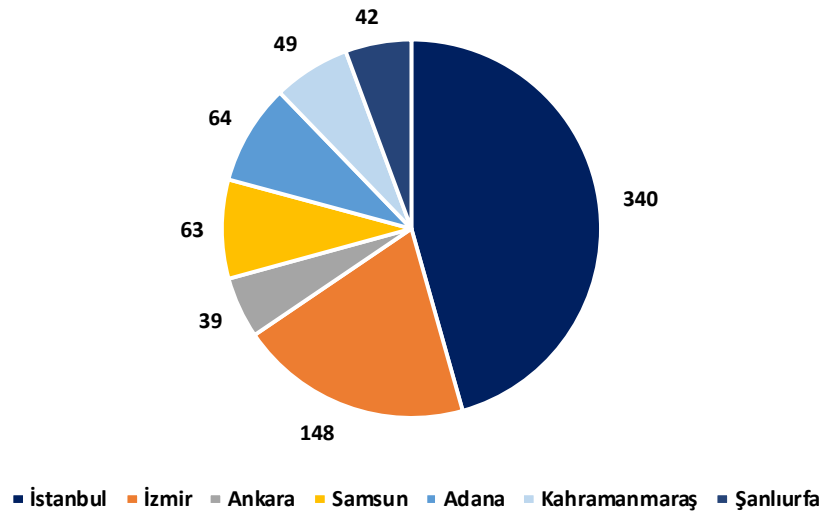
Şirketin Faaliyet Gösterdiği Şehirler (Antalya Projesi Henüz Faal Değildir)



Kaynak: Şirket Verileri

Şirket günümüz itibarıyla 7 şehirde faaliyet göstermektedir: İstanbul, Ankara, İzmir, Adana, Şanlıurfa, Samsun ve Kahramanmaraş. Ayrıca Antalya ilinde henüz faal olmayan Beachtown projesi mevcuttur.

16 Operasyonel Varlığın Dağılımı (Brüt Kiralanabilir Alan / Arazi Alanı) (k m²)



Kaynak: Şirket Verileri

Şirketin 16 operasyonel varlığı olup bu varlıkların büyük bir çoğunluğu İstanbul'da bulunmaktadır.

AVM Varlıkları

	GLA (bin m2)	AVM Doluluk Oranı	ort. Kira ₺/m ² /Ay	Gayrimenkul Portföyündeki Payı
Karşıyaka Hilltown	64	100%	2.275	18%
Optimum İzmir	84	98%	1.700	9%
Küçükyalı Hilltown AVM ve Ofis	61	99%	1.525	10%
Maltepe Piazza AVM ve Ofis	53	100%	1.600	13%
Samsun Piazza AVM ve Otel	63	100%	1.250	9%
Optimum Adana	64	100%	1.250	9%
Optimum Ankara	39	98%	1.475	4%
Optimum İstanbul	42	99%	1.550	4%
Kahramanmaraş Piazza	49	100%	975	5%
Maltepe Park AVM ve Ofis	77	96%	680	7%
Şanlıurfa Piazza	42	100%	930	4%
Kozzy	14	89%	750	1%

Kaynak: Şirket Verileri, TSKB Gayrimenkul Değerleme

Yukarıdaki tablodan AVM varlıklarının brüt kiralanabilir alanlarını (GLA), doluluk oranlarını, m² başına aylık ortalama kira miktarını ve gayrimenkul portföyündeki payları incelenebilir.

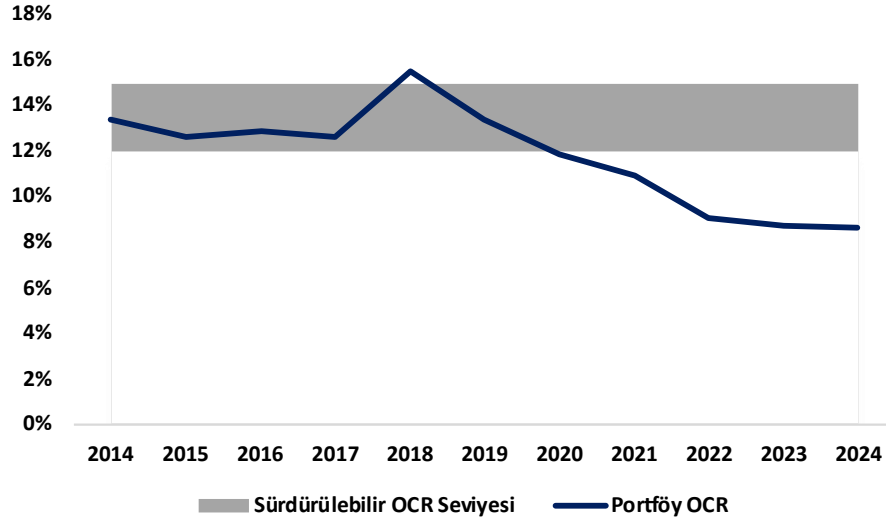
AVM Varlıklarının Senelere Göre Doluluk Oranları ve Toplu Ulaşım Olan Mesafeleri

	Metro/Tren Durağı Uzaklığı	2021	2022	2023	2024
Karşıyaka Hilltown	850 m	97%	97%	100%	100%
Optimum İzmir	50 m	98%	99%	99%	98%
Küçükyalı Hilltown AVM ve Ofis	300 m	96%	97%	98%	99%
Maltepe Piazza AVM ve Ofis	Direct	98%	98%	100%	100%
Samsun Piazza AVM ve Otel	100 m	99%	100%	100%	100%
Optimum Adana	350 m	97%	99%	100%	100%
Optimum Ankara	1600 m	97%	97%	98%	98%
Optimum İstanbul	650 m	95%	97%	95%	99%
Kahramanmaraş Piazza	N/A	97%	99%	99%	100%
Maltepe Park AVM ve Ofis	200 m	90%	91%	94%	96%
Şanlıurfa Piazza	N/A	97%	98%	99%	100%
Kozzy	1.300 m	98%	83%	95%	89%

Kaynak: Şirket Verileri

AVM doluluk oranları COVID sonrası dönemde hızlı bir şekilde toparlanmış ve şirket son finansal dönem itibarıyla %98,7 ile tarihinin en yüksek doluluk oranına erişmiştir. Ayrıca AVM'lerin çoğunun toplu ulaşımına yakın ve oldukça ulaşılabilir olduğunu dillendirmek gerekir.

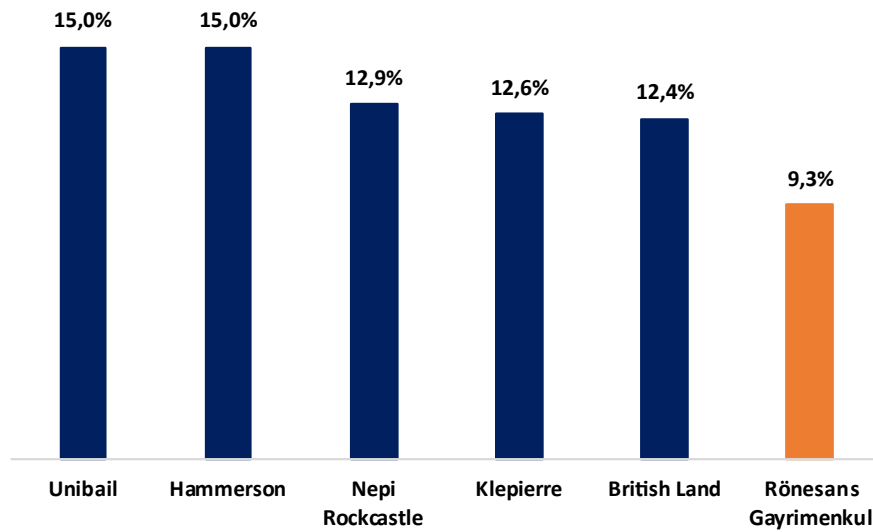
Portföy OCR'si (son 12 ay)



Kaynak: Şirket Verileri

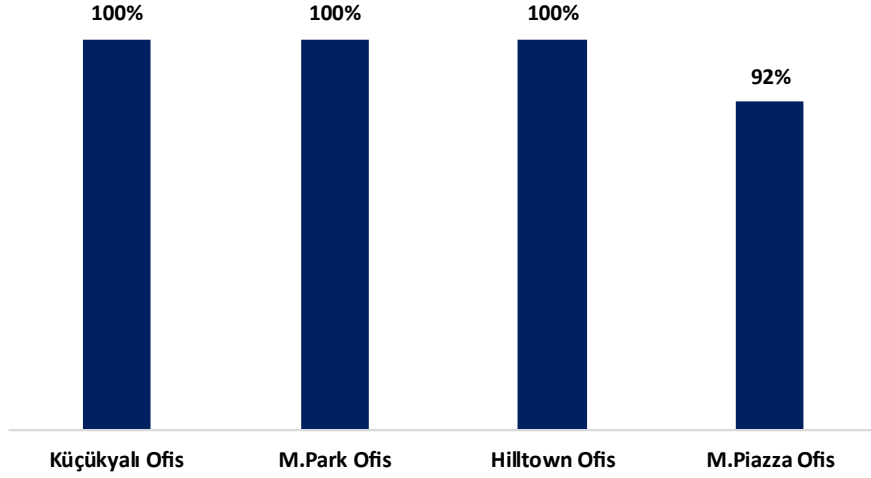
Occupancy Cost Ratio (Kira Yüğü Oranı) (OCR), belirli bir lokasyonda kiracıdan elde edilen toplam kira gelirinin, aynı kiracının o noktadaki ciroşu ile karşılaştırılmasıyla elde edilen orandır. Bu gösterge, kiracının finansal sağlamlığını ölçmek, kira gelirini artırma potansiyelini saptamak ve yatırım kararlarında referans oluşturmak için sıkça kullanılır. Kiracı cirolarının enflasyonun üzerinde artması sebebiyle (%43) portföyün OCR'si 31 Mart tarihi itibarıyla %9,3 olarak gerçekleşmiş olup ~%12-%15 olan sürdürülebilir OCR seviyesinin oldukça altındadır. Bu da %50'lik bir artış potansiyeline işaret etmektedir.

OCR Rakip Analizi



Kaynak: Şirket Yatırımcı Sunumu

2024 Yıl Sonu Ofis Doluluk Oranı



Kaynak: Şirket Verileri

İstanbul ofis piyasasında arz sabit seyrederken, aynı dönemde boşluk oranı belirgin biçimde gerilemiştir. Talepteki bu artış hem satış fiyatlarını yukarı çekmiş hem de kira getirilerini yükseltmiştir. Talepteki ana artış sebebinin COVID sonrası ofise dönüş sürecinin devam etmesi söylenebilir.

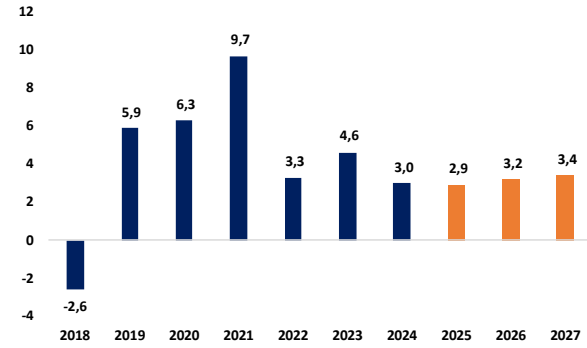
İstanbul ofis pazarı incelendiğinde 2023 yıl sonunda %14,3 olarak kaydedilen boşluk oranı, 2024 yılındaki artan taleple beraber %10,41'e geriledi. Artan talebe rağmen sınırlı kalmaya devam eden arz sebebiyle ortalama ofis kiralari/metrekarenin avro bazında yükselmeye devam etmesi beklenebilir.

Geliştirilen projeler incelendiğinde Maltepe Park Konut ve Ofis Projeleri %19 oranında bir inşaat ilerleme seviyesindedir.

Antalya ve Kozyatağı'ndaki arazilerde herhangi bir gelişme bulunmayıp şirket halihazırda yenilenebilir yararlanma hakkıyla 30 yıl boyunca kullanım haklarına sahiptir.

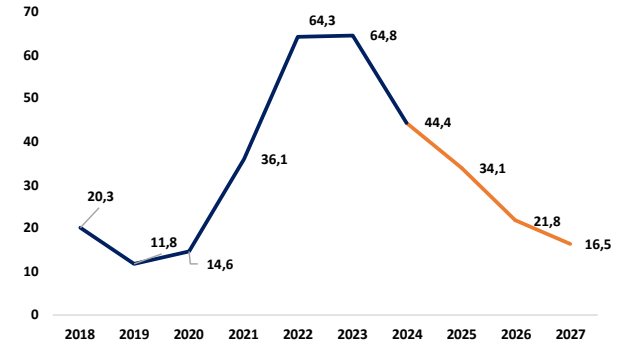
Sektör & Makro Görünüm

Türkiye GSYİH Değişim (Yıllık %)



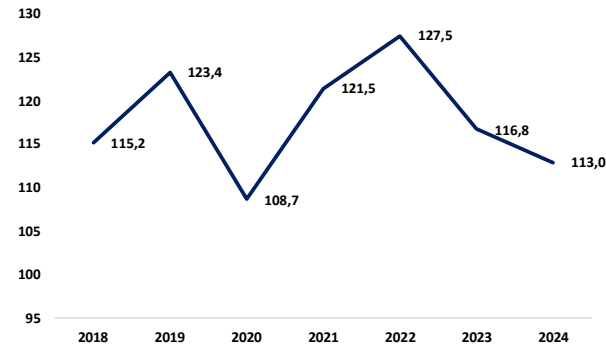
Kaynak: TÜİK; Bloomberg Terminal

Türkiye Enflasyon Oranı (Yıllık %)



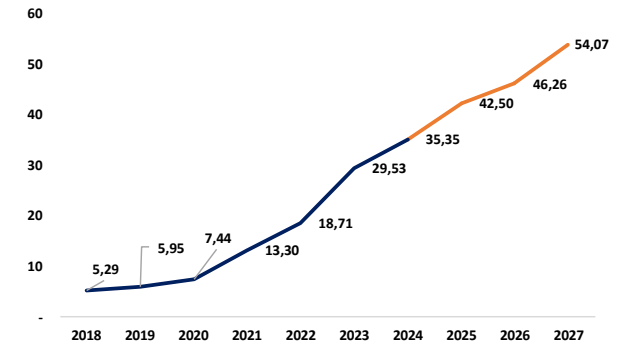
Kaynak: TÜİK; Bloomberg Terminal

Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksi (Yıl Sonu)



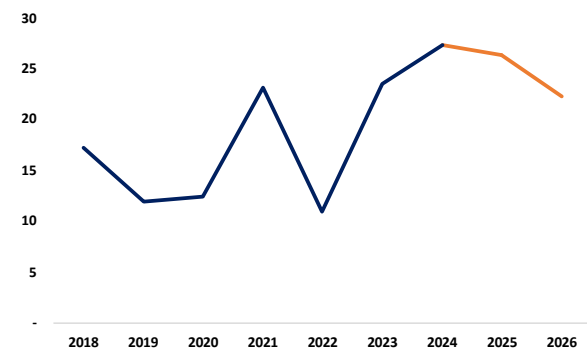
Kaynak Bloomberg Terminal

USD/TRY (Yıl sonu)



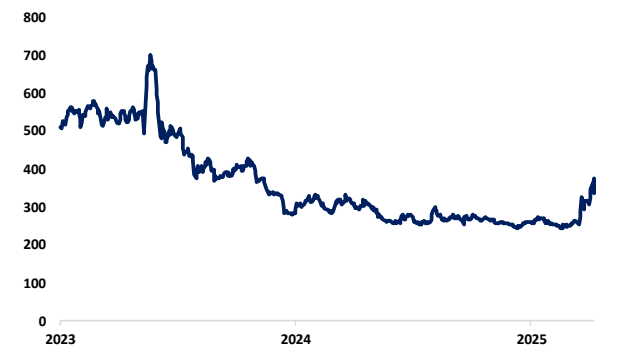
Kaynak: Bloomberg Terminal

Türkiye 10 Yıllık Tahvil Verimi



Kaynak Bloomberg Terminal

Türkiye CDS 5 Yıllık USD

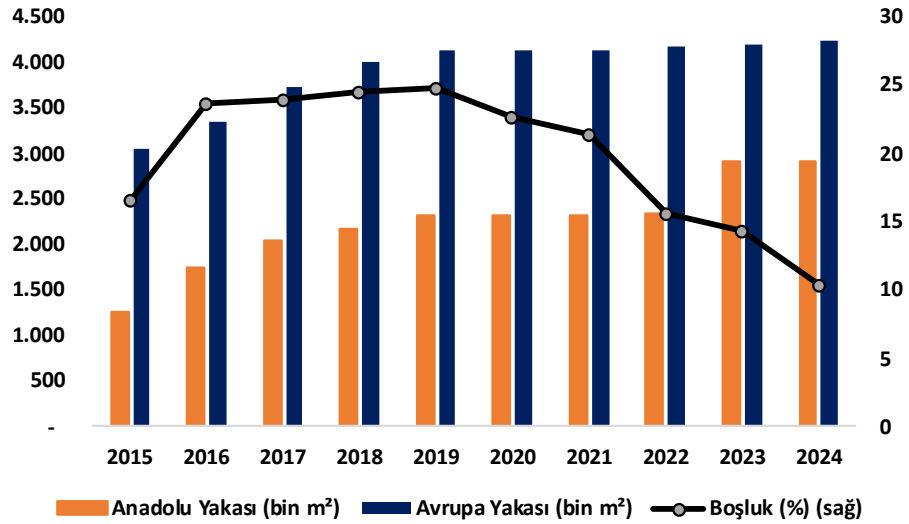


Kaynak: Bloomberg Terminal

Türkiye ekonomisinin güncel makro seti, perakende gayrimenkul segmenti üzerinde “ılımlı büyüme – sıkı para” ikilemini pekiştiriyor. 2021’deki % 9,7’lik sert toparlanma sonrasında GSYİH artışı % 3–4 bandına geriledi ve tahminler 2025-27 döneminde de benzer bir patikaya işaret ediyor. Büyümenin negatife dönmemesi AVM’lerde talep şokunu engellese de kiracıların yeni mağaza açma iştahını kısıtlayarak ciro büyümesini enflasyon kaynaklı fiyat artışına bağımlı bırakıyor. Rönesans Gayrimenkul Yatırım’ın yüksek doluluk oranı ve prime lokasyon portföyü hacim daralmasını tamponlasa da faaliyet geliri artışının büyük ölçüde kira eskalasyonuna dayanacağı bir döneme giriliyor.

Öte yandan dezenflasyon süreci kiralama dinamikleri etkileyecektir. TÜFE’nin 2022-23’teki % 60+ zirvesinden 2027’de % 16 seviyesine ineceği öngörüsü, TÜFE’ye endekslenmiş sözleşmelerde nominal artış hızını düşürecektir. Ancak döviz endeksli kira payı yüksek olan RGYAS, TL’deki kademeli değer kaybıyla reel gelir korumasını büyük ölçüde sürdürebilir; kurun yıllık ortalama % 13-14 civarında zayıflaması, TL raporlanan NAV üzerinde ise iskonto baskısını canlı tutacaktır.

İstanbul Ofis Arzi ve Boşluk Oranları

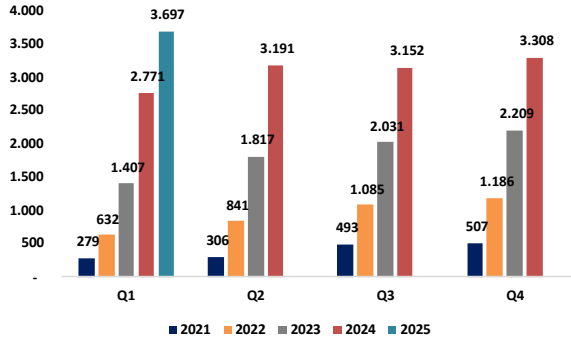


Kaynak: Cushman & Wakefield I TR International

2024’te ofis piyasasına damgasını vuran başlıklardan biri, sınırlı A sınıfı arzın yeni kiralama hacmini yavaşlatmaya devam etmesiydi. Sapphire Office ile Ataşehir Plaza’nın tamamlanması toplam stoku yaklaşık 40.000 m² büyütse de kaliteli ofis alanı eksikliği sürüyor. Bu darlık, şirketleri mevcut ofislerini korumaya, metrekarelerini küçültmeye ya da alan kullanımını optimize edebilecekleri alternatif lokasyonlara taşınmaya itiyor. Güçlü talebin etkisiyle Merkezi İş Alanı’ndaki (MİA) boşluk oranı 2024 4Ç sonunda %9,40’a gerilerken, Levent’te Sapphire Office’in devreye girmesiyle oran %7,88’den %8,66’ya yükseldi. Sınırlı yeni arz ve artmaya devam eden birincil kira seviyeleri nedeniyle, kısa-orta vadede MİA’da talebin bir miktar soğuması ve kira artış baskısının hafiflemesi bekleniyor.

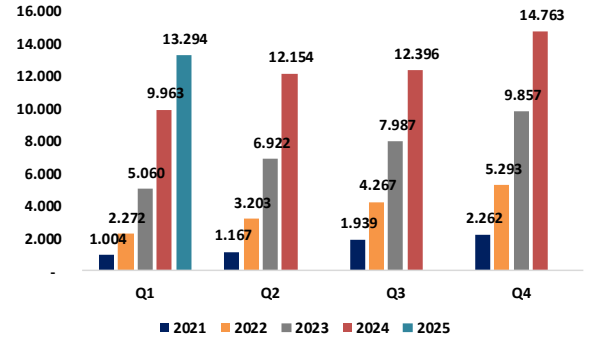
Orta ve uzun vadede yatırım işlemlerinin hızlanması beklenmektedir.

Çeyrek Bazda m² Verimlilik Endeksi



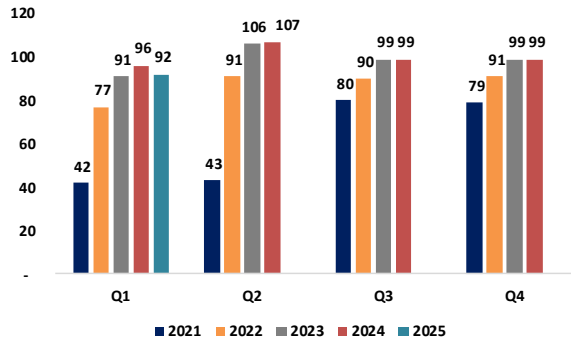
Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği

Çeyrek Bazda Ciro / m² Verimliliği (TL)



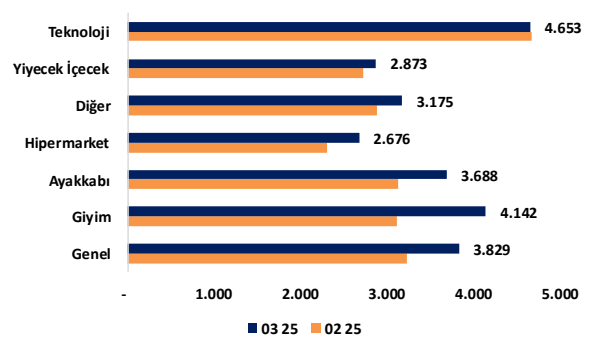
Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği

Çeyrek Bazda Ziyaretçi Endeksi



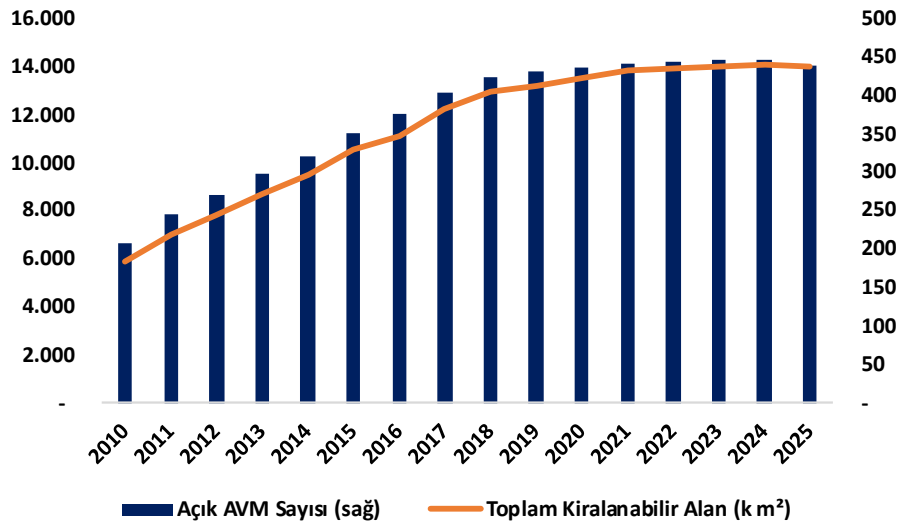
Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği

Kategori Bazında m² Verimlilik Endeksi



Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği

Türkiye AVM sayısı ve Toplam Kiralanabilir Alan



Kaynak: Cushman & Wakefield | TR International

Stratejik Konumlandırma

SWOT Analizi

Güçlü Yanlar

- Ölçek ve çeşitlilik: 12 AVM ve 4 ofisten oluşan toplam 742.000 m²'lik brüt kiralanabilir alan.
- Gelir koruma modeli: "Sabit + ciro payı" formülüyle revize edilen sözleşmeler; ortalama kira vadesi 3,6 yıl, enflasyon karşısında reel gelir koruması.
- Anadolu Yakası kümelenmesi: Maltepe Piazza, Hilltown, Kozzy, Optimum İstanbul, Maltepe Park sinerjisi; 2 000+ kiracının %78'i moda-teknoloji-deneyim segmentlerinde.

Zayıf Yanlar

- Coğrafi yoğunlaşma: İstanbul Anadolu Yakası & İç/Güneydoğu eksenine odaklı portföy; Avrupa Yakası ve turistik sahil lokasyonlarda düşük varlık payı.
- Talep hassasiyeti: Yüksek faiz-zayıf kredi büyümesi ortamında orta gelir grubunun harcanabilir geliri erozyona açık.

Fırsatlar

- Faiz düşüş senaryosu: 2025 ikinci yarısında beklenen kademeli politika faizi indirimleri; borcun yeniden fiyatlanmasıyla ek spread daralması ve nakit akış güçlenmesi.
- Portföy genişletme & dönüşüm: İstanbul Avrupa Yakası ve İzmir-Bursa koridorunda brownfield projeler; e-ticaretin "dark store" talebiyle AVM depo-pick-up alanlarına dönüşüm.

Tehditler

- Makroekonomik belirsizlik: Enflasyonun çift haneli kalıcı seyri ve TL'de potansiyel değer kaybı; tüketici güveni zayıflığı.
- Regülasyon riski: Kira artış tavanının AVM'lere genişletilmesi ya da vergi-stopaj oranlarında yukarı yönlü düzenleme ihtimali.
- E-ticaret rekabeti: Online penetrasyonun %20'ye yaklaşması; özellikle elektronik ve hızlı moda kategorilerinde fiziksel mağaza trafiğini baskılama.

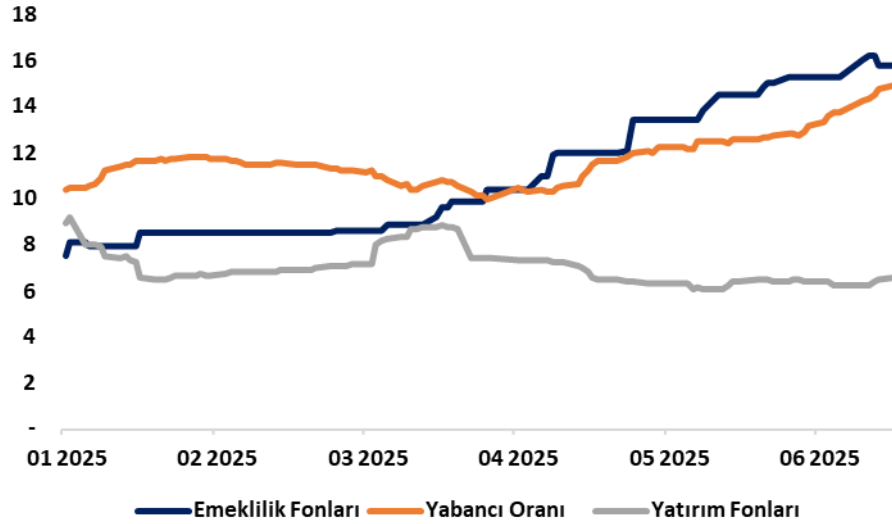
Yıldız Pazar'dan Seçili GYO Şirketleri ve Değerleri

Kod	Ad	Piyasa Değeri (milyon TL)	NAD (milyon TL)	PD/NAD
AKSGY	Akiş GMYO	15.263	32.167	0,47
AVPGY	Avrupakent GMYO	22.860	32.578	0,70
EKGYO	Emlak Konut GMYO	57.684	152.562	0,38
HLGYO	Halk GMYO	9.715	32.142	0,30
ISGYO	İş GMYO	14.669	39.666	0,37
OZKGY	Özak GMYO	15.332	6.374	2,41
RYGYO	Reysaş GMYO	30.640	57.999	0,53
SURGY	Sur Tatil Evleri GMYO	8.383	20.721	0,40
TRGYO	Torunlar GMYO	63.050	100.720	0,63
Medyan				0,47
Ortalama				0,69

Kaynak: Finnet, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

Son değerlendirmelerimize göre Rönesans Gayrimenkul Yatırım, 0,37x PD/NAD çarpanıyla işlem görüyor; başka bir deyişle, yatırımcılar portföyün net aktif değerinin yalnızca %37'sini ödeyerek pozisyon alabiliyor. Bu seviye, sektör genelindeki seçili GYO ortalamalarının bir miktar altında kalarak şirketi zaten cazip kılarken, güçlü operasyonel nakit akışı sayesinde borçluluk azaldıkça çarpanın daha da gerilemesi bekleniyor. İskontonun açılmaya devam etmesi, orta vadede hisse için ek getiri potansiyelini artırabilir. Yukarıdaki tablodan seçili muadil şirketleri inceleyebilirsiniz.

Kurumsal Yatırımcı Oranları



Source: PhillipCapital Research, Matriks

Finansal Analiz

Bilanço, milyon TL

	2022	2023	2024
Varlıklar			
Toplam Dönen Varlıklar	7.221	2.576	4.969
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.176	1.645	3.632
Ticari Alacaklar	364	405	660
Stoklar	-	1	2
Diğer	681	525	675
Duran Varlıklar	69.205	81.179	118.002
Duran Varlıklar	105	84	146
Diğer	69.099	81.096	117.856
Toplam Varlıklar	76.426	83.755	122.971
Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.936	5.324	5.985
Kısa Vadeli Borçlanmalar	16.317	3.111	3.552
Ticari Borçlar	396	454	1.027
Diğer	223	1.759	1.406
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22.077	22.734	27.421
Uzun Vadeli Borçlanmalar	10.675	16.077	14.762
Diğer	11.403	6.656	12.659
Toplam Yükümlülükler	39.014	28.057	33.405
Özkaynaklar	37.412	55.698	89.566
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	37.412	55.698	89.566
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-

Kaynak: Finnet

Toplam varlıklar 2022’den 2024’e 76,426 milyon TL’den 122,971 milyon TL’ye çıkarak %61 büyüdü. Bu artışın neredeyse tamamı duran varlıklardan kaynaklandı; dönen varlıkların payı yalnızca %4 düzeyinde kalırken bilanço giderek varlık-yoğun bir yapıya evrildi. Aynı dönemde toplam yükümlülükler 39,014 milyon TL’den 33,405 milyon TL’ye gerileyerek “net borç / özsermaye” rasyosunu 1,04x’ten 0,37x’e düşürdü; kısa vadeli borçların toplam borç içindeki payı da %42’den %19’a indi.

Artan nakit pozisyonu ve uzayan vade yapısı, faiz ile likidite riskini belirgin biçimde azaltıyor. Güçlenen sermaye yapısı, şirketin hem planlanan yatırım harcamalarını özkaynakla finanse etmesine hem de temettü kapasitesini yükseltmesine olanak sağlıyor; bu da orta vadede değerlendirme katsayılarını destekleyen önemli bir katalizör niteliğinde.

Gelir Tablosu, milyon TL

	2022	2023	2024
Ciro	4.201	5.011	8.223
<i>Gelir Büyümesi</i>	-	19,27%	64,10%
Satılan Malların Maliyeti	1.581	1.842	2.510
Brüt Kâr	2.620	3.169	5.713
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>62,4%</i>	<i>63,2%</i>	<i>69,5%</i>
Faaliyet Giderleri	131	202	382
<i>Faaliyet Giderleri Artışı</i>		54%	90%
FVÖK	2.489	2.967	5.331
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>59,2%</i>	<i>59,2%</i>	<i>64,8%</i>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler/Giderler	9.659	9.172	1.782
Operasyonel Kâr	12.148	12.139	7.113
<i>Operasyonel Marj</i>	<i>289,2%</i>	<i>242,3%</i>	<i>86,5%</i>
Finansal Gelirler/Giderler	- 9.253 -	12.316 -	6.288
Diğer Gelir/Giderler	-	12.073	8.715
Vergi Öncesi Kâr	18.115	14.108	9.677
Vergi Oranı	20%	-30%	52%
Vergi Giderleri	3.545 -	4.177	4.991
Net Kâr	14.570	18.285	4.686
<i>Net Kâr Marjı</i>	<i>346,8%</i>	<i>364,9%</i>	<i>57,0%</i>
Amortisman	20	31	19
FAVÖK	2.509	2.998	5.351
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>59,7%</i>	<i>59,8%</i>	<i>65,1%</i>

Kaynak: Finnet

Toplam 2024'te ciro %64 artışla 8,2 milyar TL'ye çıkarken brüt kâr marjı 7 puan yükselerek %69,5'e ulaştı; bu güçlü fiyatlama disiplini ve ölçek ekonomilerinin net göstergesi. Faaliyet giderleri nominalde sert (%90) artsa da hâlâ cironun yalnızca %4,6'sı seviyesinde. Sonuç olarak FVÖK marjı %59'dan %65'e yükseldi.

Ancak 2022-2023'te kârlılığı şişiren "diğer faaliyet" ve "finansal" kalemlerdeki tek seferlik gelirler 2024'te belirgin şekilde azaldı (1,8 milyar TL), bu da net kârı 4,7 milyar TL'ye çekerek net kâr marjını %57'ye düşürdü. Operasyonel kâr marjı (tek seferlik etkilerden arındırılmış çekirdek kârlılık) %86 seviyesinde olsa da baz etkisi nedeniyle yıllık gerileme dikkat çekiyor. Bu gerilemenin TMS 29 (Enflasyon Muhasebesi), esas faaliyetlerden diğer gelir/gider ve değerlendirme farkı kaynaklı olduğu söylenebilir.

Özetle, ana faaliyet kârlılığı ivme kazanırken (brüt ve FVÖK marjlarında artış) tek seferlik gelirlerin geri çekilmesi net kârı aşağı çekti. 2025 için değerlemelerde bu "normalleşmiş" kâr seviyesini baz almak ve kâr kalitesine odaklanmak daha sağlıklı olacaktır.

Nakit Akış Tablosu, milyon TL

	2022	2023	2024
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	4.228	1.789	2.307
Net Kar	14.570	18.285	4.686
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	9.933	24.024	11.959
Net Kar Düzeltmeleri	- 4.991	6.710	10.153
Amortisman	20	31	19
İşletme Sermayesindeki Değişim	- 354	970	2.880
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	- 1.654	- 467	555
Finansal Faal. Kaynaklanan Nakit	- 2.502	- 2.754	2.819
Finansal Borçlardaki Değişim	- 493	- 927	4.168
Ödenen Temettüleri	-	-	-
Toplam Nakit Akışı	- 2.440	191	1.280
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	1.789	1.598	3.632

Kaynak: Finnet

2024'te operasyonel nakit akımı 11.959 milyon TL ile hâlâ güçlü ancak 2023'ün olağanüstü seviyesinin yarısına indi; kâr normalleşmesi ile birlikte işletme sermayesine bağlı 2.880 milyon TL'lik nakit çıkışı burada belirleyici oldu. Yatırım harcamaları sınırlı (-555 milyon TL) kaldığından serbest nakit akımı pozitifdir. Finansman tarafında 4.168 milyon TL'lik yeni borçlanma neticesinde toplam nakit 3.632 milyon TL'ye yükseldi; kısa vade likidite tamponu güçlendi.

Seçili Finansal Rasyolar

	2022	2023	2024
F/K	-	-	9,32
FD/FAVÖK	-	-	10,91
PD/DD	-	-	0,49
Özkaynak Karlılığı	77,9%	39,3%	6,5%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	3,2%	3,0%	3,8%
NİS / Satışlar	10,1%	-25,6%	-13,3%
Cari Oran	0,43	0,48	0,83
Net Borç	20.816	17.544	14.681
Net Borç / FAVÖK	8,3	5,9	2,7
Net Borç / Özkaynaklar	0,56	0,31	0,16

Kaynak: Finnet

Cari oran 0,83 ile kritik eşiğe yaklaştı ve önceki yıllara kıyasla bariz bir likidite toparlanmasına işaret ediyor.

Finansal Tahminler, milyon TL

	2023	2024	2025E	2026E
Nakit	1.645	3.632	3.939	5.792
Ticari Alacaklar	405	660	1.014	1.419
Gayrimenkuller	81.706	118.679	166.895	209.776
Toplam Aktifler	83.755	122.971	171.848	216.987
Finansal Borç	20.995	20.522	25.765	31.680
Ticari Borçlar	494	1.027	1.521	2.129
Diğer Yükümlülükler	6.569	11.857	21.481	27.123
Özsermaye	55.698	89.566	123.081	156.055
Toplam Yükümlülükler	83.755	122.971	171.848	216.987
Ciro	5.011	8.223	12.334	17.268
Brüt Kar	3.169	5.713	8.634	12.088
Faaliyet Giderleri	202	382	501	760
Amortisman	31	19	29	147
FAVÖK	2.998	5.351	8.163	11.475
Net Kar	18.285	4.686	6.329	8.817
Net Borç	19.350	16.890	21.827	25.888
Net Borç / FAVÖK	6,5	3,2	2,7	2,3
F / K	-	8,22	6,76	4,85
FD / FAVÖK	-	10,35	7,91	5,98
F / DD	-	0,43	0,35	0,27
Özsermaye Karlılığı	-	6,5%	6,0%	6,3%

Source: Company Data, PhillipCapital Research

Değerleme

Birinci sınıf konumlardaki nitelikli portföyü hem ciroya endeksli hem de baz endeksli kira sözleşmeleri ve müşteri deneyimini öne çıkaran sürdürülebilir dönüşüm adımları sayesinde Rönesans Gayrimenkul Yatırım'ı (RGYAS) beğeniyor; hisseyi Endeks Üzeri Getiri tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

RGYAS için 12 ay sonrası hedef fiyatımızı NAD yöntemiyle belirledik.

Çarpan analizimizde halka açık muadil şirketlerin PD/NAD çarpanlarını dikkate aldık.

Diğer AVM'ler (Kozzy Hariç) NAD Katkısı

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Toplam Kiralanabilir Alan (m ²)	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247	568,247
Kiralama Oranı (%)	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Kıralanan Alan (m ²)	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565	562,565
Birim Kira Değeri (TL/m ² /ay)	1,373	1,685	1,972	2,258	2,540	2,826	3,144	3,497	3,891	4,328	4,815
Ticari Ünite Gelirleri	9,269	11,377	13,312	15,242	17,147	19,076	21,222	23,610	26,266	29,221	32,508
Diğer Gelir Oranı	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Diğer Gelirler	1,390	1,707	1,997	2,286	2,572	2,861	3,183	3,541	3,940	4,383	4,876
Toplam	10,659	13,084	15,308	17,528	19,719	21,938	24,405	27,151	30,206	33,604	37,384
Beklenen İşletme Giderleri (TL/m ² /ay)	493	605	708	811	912	1,015	1,129	1,256	1,397	1,554	1,729
Gerçekleşmesi Beklenen İşletme Giderleri	3,362	4,127	4,828	5,528	6,219	6,919	7,697	8,563	9,526	10,598	11,790
Kiracılardan Toplanan Giderler	2,689	3,301	3,862	4,423	4,975	5,535	6,158	6,850	7,621	8,479	9,432
İşletme Karşılanması Öngörülen Ortak Alan Giderleri	672	825	966	1,106	1,244	1,384	1,539	1,713	1,905	2,120	2,358
Proje Toplam Gelirleri	9,987	12,259	14,343	16,422	18,475	20,554	22,866	25,438	28,300	31,484	35,026
Yenileme Maliyeti	100	123	143	164	185	206	229	254	283	315	350
Emlak Vergisi Bedeli	50	61	72	82	92	103	114	127	142	157	175
Bina Sigorta Bedeli	60	74	86	99	111	123	137	153	170	189	210
Proje Toplam Maliyeti	210	257	301	345	388	432	480	534	594	661	736
Proje Net Gelirleri	9,777	12,001	14,042	16,078	18,087	20,122	22,386	24,904	27,706	30,823	34,291
Proje Bugünkü Değerleri	7,981	7,998	7,638	7,140	6,557	5,955	5,408	4,911	4,460	4,051	3,679
NAD Katkısı	88,141										

Source: Company Data, PhillipCapital Research

Hilltown Küçükalyalı AVM NAD Katkısı

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Toplam Kiralanabilir Alan (m ²)	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022	63,022
Kiralama Oranı (%)	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Kıralanan Alan (m ²)	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392	62,392
Birim Kira Değeri (TL/m ² /ay)	1,525	1,872	2,190	2,508	2,821	3,139	3,492	3,885	4,328	4,815	5,302
Ticari Ünite Gelirleri	1,142	1,402	1,640	1,878	2,112	2,350	2,614	2,908	3,239	3,596	3,981
Diğer Gelir Oranı	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Diğer Gelirler	171	210	246	282	317	352	392	436	486	541	599
Toplam	1,313	1,612	1,886	2,159	2,429	2,702	3,006	3,345	3,725	4,137	4,580
Beklenen İşletme Giderleri (TL/m ² /ay)	590	724	847	970	1,091	1,214	1,351	1,503	1,669	1,849	2,043
Gerçekleşmesi Beklenen İşletme Giderleri	446	548	641	734	825	918	1,022	1,137	1,266	1,409	1,567
Kiracılardan Toplanan Giderler	335	411	481	550	619	689	766	852	949	1,056	1,173
İşletme Karşılanması Öngörülen Ortak Alan Giderleri	112	137	160	183	206	230	255	284	317	354	396
Proje Toplam Gelirleri	1,201	1,475	1,726	1,976	2,223	2,473	2,751	3,060	3,406	3,791	4,209
Yenileme Maliyeti	12	15	17	20	22	25	28	31	36	41	47
Emlak Vergisi Bedeli	70	86	100	115	129	144	157	171	190	213	240
Bina Sigorta Bedeli	9	11	13	15	17	19	21	23	26	30	34
Proje Toplam Maliyeti	91	112	130	149	168	187	205	224	247	274	301
Proje Net Gelirleri	1,111	1,363	1,595	1,826	2,055	2,286	2,546	2,836	3,159	3,517	3,908
Proje Bugünkü Değerleri	907	909	868	811	745	676	615	559	507	459	415
NAD Katkısı	14,358										

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Alışveriş Merkezleri dışında Kozzy AVM, ofisler ve diğer projelerin NAD katkısını 14,4 milyar TL olarak hesapladık. 15,4 milyar TL olan net borcu da çıkardıktan sonra 1 sene sonrası için hesapladığımız net aktif değer 101,4 milyar oldu.

Muadil şirketler incelendiğinde 0,75x PD/NAD çarpanının adil olduğu gözlemlenebilir. Böylelikle 1 sene sonraki hedef özsermaye değerimiz 76,1 milyar TL olup bu da bize %78 seviyesinde bir getiri potansiyeli vadetmektedir.

Hilltown Mall	14.358
Other Projects	14.384
Other Malls (Except Kozzy)	88.141
Net Debt	15.440
NAV	101.442
Mcap/NAV	0,75x
Target Mcap	76.082
Current Mcap	42.765
Potential	78%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)	76.082
Cari Sermaye (milyon)	331
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	230,00
Mevcut Fiyat (TL)	129,20
12 Aylık Getiri Potansiyeli	78%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Sonuç olarak 12 aylık hedef fiyatımız RGYAS için 230,00 TL olarak belirlemiş olup %78 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“Burada yer alan 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 analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”