

13 Mayıs 2025

Rönesans Gayrimenkul

Ziyaret Notu

Rönesans Gayrimenkul Yatırım (Rönesans), Türkiye merkezli önde gelen bir ticari gayrimenkul geliştiricisi ve yatırımcısıdır. Şirket, başlıca kentsel merkezlerde gelir üreten varlıklardan oluşan çeşitlendirilmiş bir portföy işletmektedir. Güçlü operasyonel yapısının yanı sıra, Rönesans; geliştirmeye hazır arazi rezervleri ve küresel ortaklarla yapılan stratejik ortak girişimler aracılığıyla uzun vadeli değer yaratma imkânı sunmakta, bu da sermaye verimliliğini artırmakta ve şirketin kurumsal niteliğini pekiştirerek Rönesans'ı Türkiye'nin organize gayrimenkul piyasasında merkezi bir oyuncu konumuna getirmektedir.

- **Stratejik Varlıklar, Ölçeklenebilir Potansiyel:** Rönesans, 12 alışveriş merkezi ve 4 ofis olmak üzere toplam 16 gelir üreten varlıktan oluşan bir portföy yönetmektedir. Alışveriş merkezlerinden elde edilen yaklaşık 650 bin m²'lik brüt kiralanabilir alan, ofislerle birlikte toplamda 742 bin m²'ye ulaşmaktadır. Bu varlıklar, Türkiye'nin yedi büyük şehrine stratejik olarak dağılmış durumdadır ve İstanbul ile İzmir gibi yüksek gelirli, iyi bağlantılı kentsel bölgelerde yoğunlaşmaktadır. Öne çıkan alışveriş merkezleri arasında Hilltown Küçükyaşı, Optimum İstanbul, Optimum İzmir, Hilltown Karşıyaka, Maltepe Park ve Maltepe Piazza yer almakta olup, bunların birçoğu daha büyük karma kullanımlı projelerin bir parçasıdır. Özellikle Şanlıurfa Piazza, Kahramanmaraş Piazza ve Samsun Piazza gibi alışveriş merkezleri, bulundukları şehirlerdeki tek veya en önde gelen perakende destinasyonları konumundadır. Bu konumlandırma, rekabet avantajı sağlamanın yanı sıra ekonomik döngüler boyunca istikrarlı ve yüksek marjlı kira gelirlerini desteklemektedir. Şirket ayrıca, toplam 140.464 m²'lik bir alana sahip, Ümraniye ve Antalya'da yer alan geliştirme arsalarına sahiptir. Bu arsalar, seçici geliştirme yoluyla gelecekteki büyüme ve değer yaratımı için bir platform sunmaktadır.
- **Büyümeden Getiriye: Portföy Verisiyle Güçlenen Getiri:** Türkiye'de alışveriş merkezi arzının istikrar kazanmasıyla—AVM sayısı ve brüt kiralanabilir alan (GLA) 2021'den bu yana neredeyse artmamıştır—sektördeki büyüme artık genişlemeden ziyade mevcut varlıklardan daha fazla değer elde etmeye dayanmaktadır. Bu ortamda, işletmecilerin verimliliği en üst düzeye çıkarmaya odaklanmaları gerekmektedir; bu da daha güçlü kiracı performansı, optimize edilmiş kiralama ve metrekare başına daha yüksek gelirle mümkündür. Rönesans, bu dönüşüme adapte olma konusunda benzersiz bir konumdadır. Ölçeği ve coğrafi çeşitliliği sayesinde pazar dinamiklerini gerçek zamanlı olarak izleyebilir ve proaktif şekilde yanıt verebilir. Satış ve ziyaretçi trafiği trendlerini erken fark etmesi, Rönesans'ın daha geniş baskılar ortaya çıkmadan önce kiracı karmasını ayarlamasına veya hedefli kampanyalar başlatmasına imkân tanır. Aynı kiracı markalarının birden fazla varlıkta yer alması, pazarlıklarda şirkete ek bir avantaj sağlarken, başarılı kiralama ve pazarlama stratejilerinin tüm portföyü genelinde verimli bir şekilde ölçeklenmesini mümkün kılar. Bu avantajlar sayesinde Rönesans, getirileri yalnızca korumakla kalmayıp, aynı zamanda düşük arzlı ve performans odaklı bir piyasada aktif biçimde iyileştirebilmektedir.
- **Maksimum Doluluk, Artan Kira Potansiyeli:** Rönesans'ın perakende portföyü neredeyse tamamen doludur; %98,7'lik doluluk oranı, güçlü kiracı talebini yansıtmaktadır. Şirketin alışveriş merkezlerinde faaliyet gösteren perakendeciler, enflasyonun üzerinde performans göstermeye devam etmiş; kiracı ciroları yıllık bazda %79 artarak, TÜFE'nin ve sektör ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. %8,6'lık Kiracı Kira Yükü Oranı (OCR) ile şirketin kira gelirlerinde, sözleşmelerin yeniden belirlenmesi veya OCR seviyelerinin normalleşmesiyle önemli bir yukarı yönlü potansiyeli bulunmaktadır. Ofis portföyü de benzer şekilde güçlüdür; neredeyse tam doluluk oranına sahiptir ve Maltepe Piazza'daki yüksek değerli satılmamış alanlardan elde edilebilecek ek gelir potansiyeli taşımaktadır.
- **Değerleme:** 1Ç25 verilerine göre Rönesans, 0,41x F/DD (Fiyat/Defter Değeri) çarpanıyla işlem görmekte olup, defter değerine göre %59 iskonto ile değerlendirilmektedir. Bu derece bir düşük değerlendirme, defter değerine göre ciddi iskontolu işlem gören Türk alışveriş merkezi sahibi GYO'ları ile genel anlamda uyumludur—sektör ortalaması yaklaşık %44 iskontodur. Ancak yine de bu derin iskonto, piyasa değeri ile varlık temelleri arasında kayda değer bir uçurum olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, Türkiye'deki genel halka açık GYO piyasası, ortalama olarak defter değerine göre %26 iskonto ile işlem görmektedir.

Tavsiye:

**Araştırma
Kapsamında Değil**

Hedef Fiyat:

Yok

* Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLU&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	RGYAS.IS
Sektör	Gayrimenkul
Fiyat	TL 123.30
Piyasa değeri (TLm)	40,812
Şirket değeri (TLm)	56,252
Piyasa değeri (USDm)	1,055
Şirket değeri (USDm)	1,454
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	1.79
Halka açıklık (%)	10

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	13.6	8.6	0.3
Endekse göre (%)	9.4	9.0	5.2

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görel fiyat grafiği 12 Mayıs 2025 tarihinde 9,747

kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Zekai Unal, CFA
zekai.unal@unluco.com

+90-212-367-3636

Ziyaret Notu

Equity Research | CEE/EA/Turkey

Performans	2021	2022	2023	2024	S12A
Net satışlar	3,308	4,201	7,235	8,223	8,267
FAVÖK	2,123	2,509	4,301	5,351	5,441
Net kar	-1,971	14,570	26,399	4,686	583
Hisse başı kar	-6.49	47.97	86.92	14.16	1.76
Hisse başı temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0
F/K (x)	n.a.	n.a.	n.a.	8.2	69.0
FD/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	6.9	6.9

Değerleme Çarpanları	2021	2022	2023	2024	S12A
F/K (x)	n.a.	n.a.	n.a.	8.2	69.0
FD/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	6.9	6.9
FD/Satışlar (x)	n.a.	n.a.	n.a.	4.5	4.6
Temettü verimi (%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0

Oran Analizi	2021	2022	2023	2024	S12A
Sermaye verimliliği (%)	n.m.	48.4%	44.8%	5.2%	0.7%
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	n.m.	4.5%	5.2%	4.8%	5.3%
Brüt marj (%)	68.5%	62.4%	63.2%	69.5%	68.5%
FAVÖK marjı (%)	64.2%	59.7%	59.5%	65.1%	65.8%
FVÖK marjı (%)	64.0%	59.2%	59.2%	64.8%	64.3%
Net kar marjı (%)	-59.6%	346.8%	364.9%	57.0%	7.0%
Net borç/FAVÖK (x)	14.5	8.3	5.9	3.0	2.8

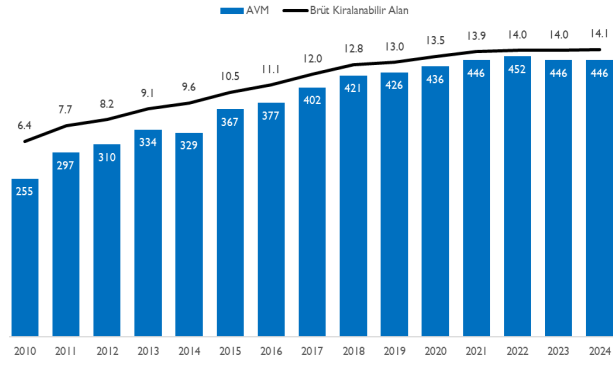
Kar ve Zarar (TLm)	2021	2022	2023	2024	S12A
Net satışlar	3,308	4,201	7,235	8,223	8,267
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	27%	72%	14%	11%
Brüt kar	2,265	2,620	4,575	5,713	5,663
FAVÖK	2,123	2,509	4,301	5,351	5,441
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	18%	71%	24%	16%
FVÖK	2,118	2,489	4,284	5,331	5,316
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	18%	72%	24%	16%
Diğer gelir/gider	3,658	9,659	13,242	1,782	-1,428
Finansman geliri/gideri ve parasal kazanç/kayıp	-7,477	3,960	-351	2,427	560
Vergi öncesi kar	-617	18,115	20,369	9,677	4,059
Vergi	-1,354	-3,545	6,030	-4,991	-3,476
Efektif vergi oranı	219%	-20%	30%	-52%	-86%
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Net kar	-1,971	14,570	26,399	4,686	583
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	n.m.	81%	-82%	-98%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	304	304	304	331	331
Hisse başı kar	-6.49	47.97	86.92	14.16	1.76
Hisse başı temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü ödeme oranı	0%	0%	0%	0%	0%

Nakit Akışı (TLm)	2022	2023	2024	S12A	Bilanço (TLm)	2022	2023	2024	S12A
FVÖK	2,489	4,284	5,331	5,316	Nakit	1,789	2,307	3,948	2,902
Amortisman ve itfa giderleri	20	17	19	20	Dönen varlıklar	7,221	3,701	5,469	4,656
İşletme sermayesindeki değişim	79	36	275	364	Maddi duran varlıklar	104	119	159	244
Ödenen vergiler	0	-175	-465	-662	Maddi olmayan duran varlıklar	1	2	2	2
Toplam yatırım harcaması	-58	-1	-26	-28	Duran varlıklar	69,205	117,207	129,874	130,751
Yatırım harcaması/hasılat	-1.39%	-0.01%	-0.31%	-0.34%	Toplam varlıklar	76,426	120,908	135,342	135,407
Serbest nakit akışı	2,529	4,162	5,135	5,010	Kısa vadeli yükümlülükler	16,936	7,668	6,587	5,362
Serbest nakit akış oranı	60.21%	57.52%	62.45%	60.61%	Uzun vadeli yükümlülükler	22,077	32,830	30,179	31,009
					Özkaynaklar	37,412	80,410	98,576	99,036
					Toplam kaynaklar	76,426	120,908	135,342	135,407
Ödenen temettüler	0	0	0	0	Net işletme sermayesi	-91	-127	-402	-299
Net borç değişim	-2440	-276	1280	-731	Net borç (nakit)	-20,816	-25,330	-16,158	-15,440

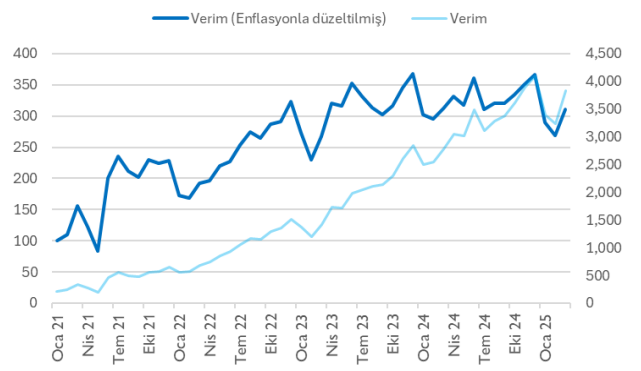
Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, UNLU & CO

Grafikler

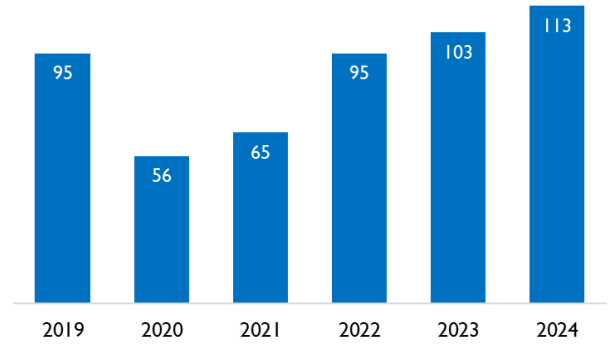
Tablo 1: Türkiye’de AVM ve Kiralanabilir Alan Gelişimi



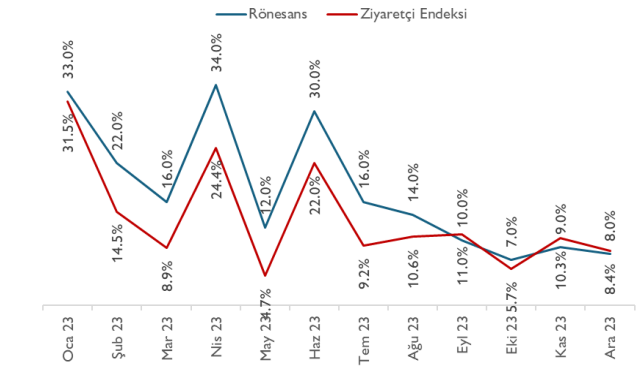
Tablo 1: AVM’lerde m² Başına Verim



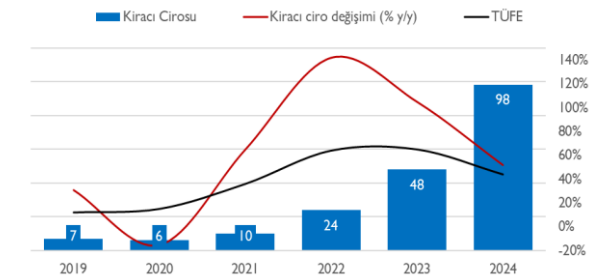
Tablo 2: Rönesans Yıllık Ziyaretçi Trafiği



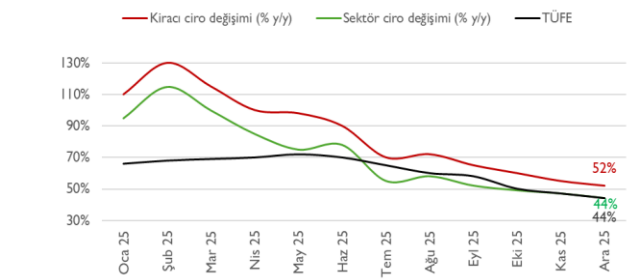
Tablo 3: Aylık Ziyaretçi Trafik Endeksi ve Rönesans



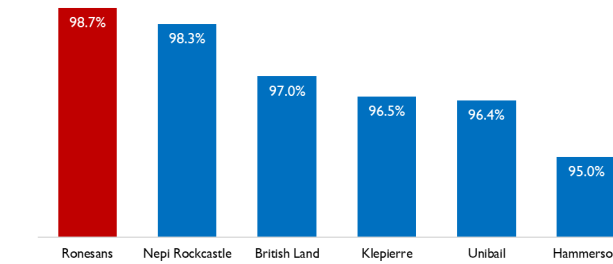
Tablo 5: Yıllık Kiracı Ciro Gelişimi



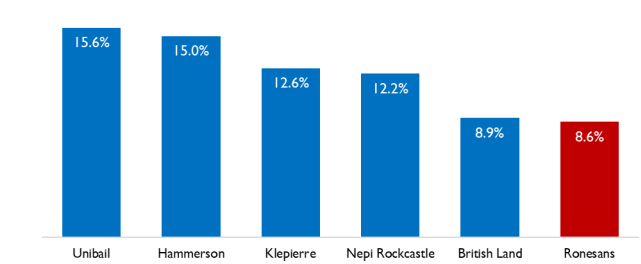
Tablo 6: Göstergelere kıyasla kiracı cirosu



Tablo 7: Seçilmiş Emsallerin Doluluk Oranları



Tablo 8: Seçilmiş Emsallerin Kira Yükü Oranı (OCR)



Kaynak: Şirket verileri, AYD, TÜİK ve ÜNLÜ & Co

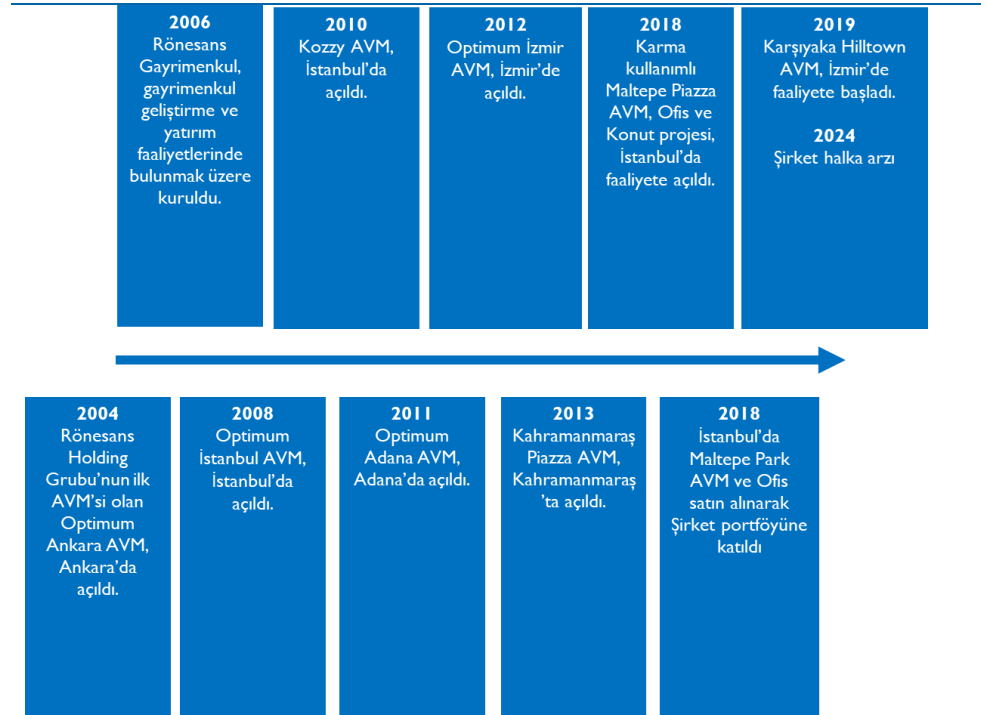
Şirket Tarihçesi

Rönesans, 2006 yılında Rönesans Holding'in gayrimenkul kolu olarak kurulmuş olup, zamanla Türkiye'nin önde gelen ticari gayrimenkul geliştirme ve yatırım platformlarından biri hâline gelmiştir. Ana şirketinin 30 yılı aşkın mühendislik ve inşaat uzmanlığını arkasına alan Rönesans, gayrimenkul alanındaki 20 yıllık odaklı tecrübesiyle, Türkiye'nin en büyük ticari gayrimenkul portföylerinden birini yönetmektedir. Bu portföy, yaklaşık 742 bin m² brüt kiralanabilir alana sahiptir.

Şirketin varlıkları, Türkiye'nin yedi büyük şehrine yayılmış alışveriş merkezleri ve ofis binalarını kapsamakta; Optimum ve Piazza gibi güçlü perakende markalarının yanı sıra Maltepe Park ve Hilltown gibi büyük ölçekli karma kullanımlı projelerle desteklenmektedir. Bu varlıklar stratejik konumlara yerleştirilmiş olup, ulusal ve uluslararası kiracılardan oluşan çeşitli bir kiracı karmasına ev sahipliği yapmaktadır. Bu durum, yüksek doluluk oranı ve düzenli kira geliri sağlamaktadır.

Şirketin gelişiminde önemli bir dönüm noktası, 2013 yılında GIC ile başlatılan stratejik ortaklıktır. Bu ortaklık ilk olarak iki projeye yönelik varlık düzeyinde yatırımlarla başlamış, ardından 2014 yılında GIC'nin şirkette %9,8 oranında doğrudan hisse alımı ile devam etmiştir. 2015 yılında yapılan sermaye artırımı ile bu ortaklık daha da derinleşmiş ve GIC, Rönesans'ın uzun vadeli kurumsal ortağı konumunu güçlendirmiştir. GIC'nin uzun vadeli sermayesi ve kurumsal uzmanlığı, Rönesans'a finansal esneklik, iyileştirilmiş yönetim standartları ve küresel düzeyde itibar kazandırmış; şirketin büyümesini kolaylaştırmış ve sürdürülebilir, gelir üreten perakende gayrimenkule olan bağlılığını pekiştirmiştir. Bu ortaklık, Rönesans'ın hissedar yapısı ve sermaye disiplini açısından hâlen temel bir güç unsuru olmaya devam etmektedir.

Tablo 9: Şirket Tarihçesi



Kaynak: Şirket verileri ve ÜNLÜ & Co

Rönesans Holding'in genel yaklaşımıyla tutarlı şekilde, Rönesans Gayrimenkul; projelerinde stratejik ortaklıkları etkin biçimde kullanmakta, yerel pazar bilgisini uluslararası sermaye ve operasyonel standartlarla dengelemektedir. 2025 itibarıyla

şirket, portföyünü optimize etmeye, kiracı verimliliğini artırmaya ve geliştirmeye hazır arsa rezervleri aracılığıyla seçici genişlemeye odaklanarak Türkiye'nin organize perakende ve ticari gayrimenkul sektöründeki lider konumunu korumaya devam etmektedir.

Rönesans'ın mülkleri, her biri ayrı birer gayrimenkul şirketi olarak yapılandırılmış proje bazlı bağlı ortaklıklar üzerinden elde tutulmaktadır. Bu bağlı ortaklıkların çoğu, şirket tarafından tam mülkiyetli olup, finansal tablolarda tam konsolidasyon yöntemiyle yer almaktadır. Bununla birlikte, belirli bazı varlıklar, stratejik ortaklıklar yoluyla %50 ortaklık yapısı ile elde tutulmaktadır. Buna göre Optimum İzmir, Optimum İstanbul ve Optimum Ankara, Eurocrescent ile %50-%50 ortaklık yapısıyla sahip olunan projelerdir. Eurocrescent, nihai olarak Singapur'un devlet varlık fonu GIC tarafından kontrol edilen GRPL'nin bir iştirakidir. Ayrıca, Ümraniye'deki arsa parseli, Doğan Holding ile birlikte %50 ortak girişim şeklinde sahip olunan bir varlıktır.

Bunlara ek olarak, şirket, kendisine ait üç proje bazlı bağlı ortaklıkla—Göksu, Mel 2 ve Mel 4—şirketi birleştirmek üzere hukuki birleşme sürecini başlatmış ve bu birleşme için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan onay almıştır.

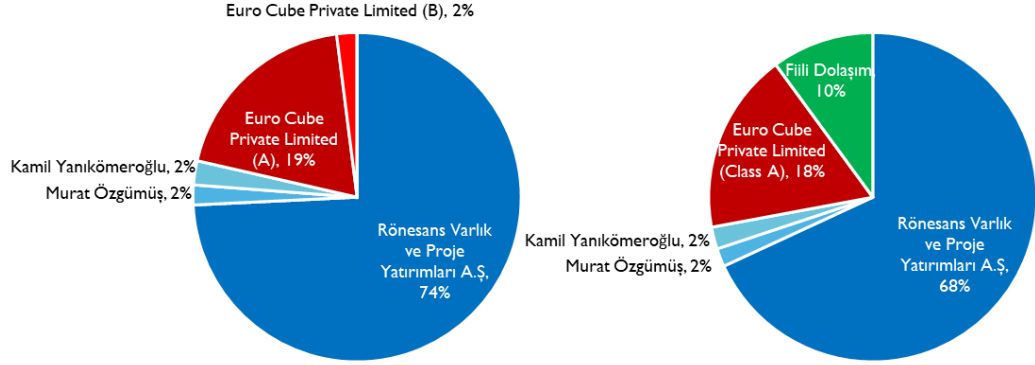
Tablo 10: Proje sahiplik yapıları

100% Rönesans Gayrimenkul sahipliği		50/50% Rönesans & Eurocrescent Ortaklığı		50/50% Rönesans & Doğan Holding Ortaklığı	
Tarabya Gayrimenkul	Küçükyalı Hilltown	Kurtköy Gayrimenkul	Optimum Ankara	Altunizade Gayrimenkul	Karşıyaka Hilltown
Kozyatağı Gayrimenkul	Kozzy	Göksu Gayrimenkul	Optimum Adana	Esentepe Gayrimenkul	Optimum İzmir
Bakırköy Gayrimenkul	Maltepe Park	Mel 4 Gayrimenkul	Şanlıurfa Piazza	Kabataş Gayrimenkul	Antalya Beachtown
Salacak Gayrimenkul	Maltepe Piazza	Mel 2 Gayrimenkul	Samsun Piazza	Rönesans	Ataşehir Arsası
Feriköy Gayrimenkul	Optimum İstanbul	Bakırköy Gayrimenkul		Kandilli Gayrimenkul	Ümraniye Arsası
Bostancı Gayrimenkul	RönesansBiz	Mel 3 Gayrimenkul	K.Maras Piazza		

Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co

Rönesans, Nisan 2024'te 135 TL/hisse fiyatıyla halka arz edilmiş, 2,5 milyon katılımcı ve 2,6 katlık talep ile işleme başlamıştır. Şirket, 27,3 milyon yeni hisse ihraç ederken, mevcut ortaklar 6,1 milyon hisse satmış ve sermayesini 304 milyon hisseden 331 milyon hisseye çıkarmıştır. Bu işlem, şirkete 3,5 milyar TL nakit girişine karşılık gelmiştir.

Tablo 11: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Hissedarlık Yapısı*



Kaynak: Şirket verileri ve ÜNLÜ & Co. *Grafik halka arz sonuçlarıyla gerçekleşen yapıyı göstermektedir, sonrasındaki değişimler yansıtılmamıştır.

Rönesans'ın halka arzının gerekçesi olarak şunlar belirtilmiştir: fon toplamak, kurumsal yönetimi güçlendirmek, şirket değerini ortaya çıkarmak, değer yaratacak yatırım fırsatlarını finanse etmek, marka bilinirliği ve görünürlüğünü artırmak, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerini pekiştirmek, faaliyet gösterilen sektörlerde rekabet gücünü artırmak, büyüme hedeflerini desteklemek ve şirketin kurumsal kimliğini güçlendirmek.

Rönesans, Türk mevzuatı uyarınca bir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) olarak değil, bir gayrimenkul şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Bu yapı, GYO'lara tanınan vergi muafiyetleri veya mevzuat tarafından sağlanan resmî statü gibi avantajları sağlamasa da, geliştirme faaliyetleri, ortak girişimler ve sermaye tahsisi konularında daha fazla esneklik sunmaktadır. Şirket, zorunlu temettü dağıtım kurallarına tabi olmadığından, elde ettiği kârları yeniden yatırım amacıyla kullanarak büyümeyi destekleme imkânına sahiptir.

Portföy ve Strateji

Rönesans, alışveriş merkezleri, ofisler ve geliştirme arsalarına yayılan toplam 742 bin m² brüt kiralanabilir alandan (BKA) oluşan son derece çeşitlendirilmiş bir portföye sahiptir. Portföy, Türkiye'nin birçok şehrine dağılmış durumdadır ve perakende ile ofis alanlarını bir arada sunan karma kullanımlı projeleri içermektedir. Bu projeler arasında Hilltown Küçükyalı, Maltepe Park ve Maltepe Piazza gibi çok amaçlı kompleksler yer almaktadır. Bu işlevsel çeşitlilik, yalnızca varlık türleri bazında riski yaymakla kalmaz, aynı zamanda şirketin değişen kentsel tüketim eğilimlerine ve kiracı talebine daha esnek yanıt verebilmesini sağlar.

Tablo 12: Brüt Kiralanabilir Alan ve Değerlemeler (2024)

Varlık	Brüt Kiralanabilir Alan (m2)*	Değer (TL milyar)	Değer (EURm)
Hilltown Küçükyalı	AVM & Ofis	72	11.2
	AVM	61	
	Ofis	11	
Kozzy	Ofis	14	0.8
Maltepe Park	AVM & Ofis	92	11.8
	AVM	77	
	Ofis	15	
Maltepe Piazza	AVM & Ofis	68	15.9
	AVM	53	
	Ofis / Konut	15	
Optimum İstanbul**	AVM	42	5.3
RönesansBiz Küçükyalı	Ofis / Okul	52	4.1
Hilltown Karşıyaka	AVM	64	22.1
Optimum İzmir**	AVM	84	11.1
Optimum Ankara**	AVM	39	4.4
Optimum Adana	AVM	64	11.4
Şanlıurfa Piazza	AVM	42	4.9
Samsun Piazza	AVM / Otel	63	11.3
Kahramanmaraş Piazza	AVM	49	6.3
Ümraniye Arsası**	Arsa	23	1.1
Ataşehir Arsası	Arsa	0.5	0.0
Antalya Beachtown	Arsa	121	1.0
AVM'ler	650		
Toplam**	742	122.7	3,302
Net debt		14.7	399
Other Assets & Liabilities		-0.2	-5
NAV		107.8	2,929
EPRA NAV***		103.8	2,700

Kaynak: Şirket verileri, 2024 Gayrimenkul Değerleme Raporları, ÜNLÜ & Co, *Arsalar için toplam alan, **Değerler sahiplik oranlarına göre ayarlanmıştır (bkz. fig.10), BKA arsalar hariç, ***Şirket sunumu

Şirketin varlıkları—özellikle İstanbul ve İzmir'de bulunanlar—yoğun, yüksek gelirli kentsel bölgelerde konumlanmıştır. Bu bölgeler; güçlü ulaşım bağlantılarına, yerleşim ve ticaretin entegre biçimde geliştiği bir yapıya sahiptir. Bu sayede, yüksek segmentte perakende talebini karşılamak, daha yüksek kira seviyelerini desteklemek ve yeme-içme, eğlence, yaşam tarzı gibi deneyim odaklı kiracılara ev sahipliği yapmak için son derece uygun bir altyapı sunmaktadır.

Rönesans'a ait birçok alışveriş merkezi, bulundukları şehirlerde tek veya baskın perakende destinasyonu konumundadır; bu da şirketi söz konusu bölgelerde organize perakendenin temel aktörü hâline getirmektedir. Bu varlıklar arasında Şanlıurfa Piazza, Kahramanmaraş Piazza, Samsun Piazza ve Optimum Adana yer almaktadır. Bu tür alışveriş merkezleri, ikincil şehirlerde tekel benzeri bir konumlanma sağlayarak, istikrarlı ve yüksek marjlı getiriler sunmakta ve rekabet tehditlerine karşı görece dirençli bir yapı ortaya koymaktadır.

Rönesans'ın portföyünde BKA bakımından en büyük paya İstanbul sahiptir. Bu durum, İstanbul'un Türkiye'deki perakende gayrimenkul piyasasındaki merkezi rolünü yansıtmakta olup, şehrin ulusal BKA ve ekonomik faaliyet içindeki oransal ağırlığı ile de uyumludur.

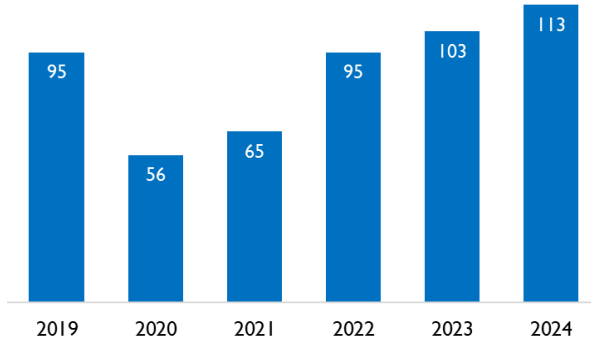
Şirket, Ümraniye, Ataşehir ve Antalya Beachtown Projesi'nde yer alan mülklerden oluşan stratejik bir geliştirme arsası rezervine sahiptir. Bu varlıklar toplamda 140.000

metrekareyi aşkın bir alanı kapsamaktadır ve şirketin gelecekteki genişleme planları için kritik bir organik büyüme platformu sunmaktadır.

Rönesans'ın öne çıkan rekabet avantajlarından biri, portföyünün ölçeği ve çeşitliliği sayesinde şehirler ve varlık türleri genelinde pazar koşullarını gerçek zamanlı olarak izleyebilme kabiliyetidir. Şirketin farklı bölgesel ekonomilerde faaliyet gösteren 12 alışveriş merkezi, Rönesans'a kiracı satışları, ziyaretçi trafiği eğilimleri, kira sözleşmesi dinamikleri ve tüketici davranışları konusunda sürekli ve karşılaştırmalı veri sağlamaktadır.

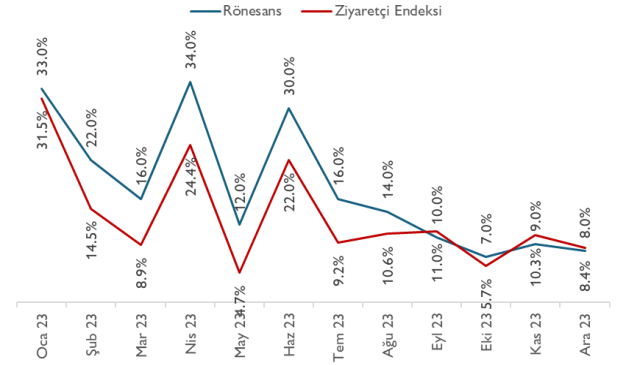
Bu ölçek, adeta bir erken uyarı sistemi gibi çalışmaktadır. Satış performansı veya ziyaretçi sayılarındaki sapmalar, Rönesans'ın tüketim alışkanlıklarındaki değişimleri erken fark etmesini sağlar ve bu da şirkete önleyici adımlar atma fırsatı sunar. Bu önlemler arasında kiracı karmasının yeniden düzenlenmesi, kira şartlarının yeniden müzakere edilmesi veya lokal pazarlama faaliyetlerinin başlatılması yer alır—tüm bunlar, daha geniş eğilimler gelirleri etkilemeden önce hayata geçirilebilir.

Tablo 13: Rönesans Yıllık Ziyaretçi Trafiği



Kaynak: Şirket sunumu, AYD, ÜNLÜ & Co

Tablo 14: Aylık Ziyaretçi Trafik Endeksi ve Rönesans



Kaynak: AYD, Şirket izahnamesi, ÜNLÜ & Co

Coğrafi çeşitlilik, portföyün dayanıklılığını artırmaktadır. İstanbul ve İzmir gibi büyük şehirler, ekonomik baskılara sanayi şehirlerinden farklı tepkiler verebilir. Bu sayede, lokal şoklar, grup genelinde anlamlı bir performans kaybı yaratmadan absorbe edilebilir. Ayrıca varlıkların geniş bir coğrafi dağılıma sahip olması, çapraz kiracı yönetimini mümkün kılar; çok sayıda alışveriş merkezinde yer alan markalar, Rönesans'a hem kira pazarlıklarında hem de operasyonel koordinasyonda önemli bir avantaj sağlar.

Operasyonel açıdan, bir alışveriş merkezinde pilot uygulama olarak başlatılan başarılı kiralama stratejileri, deneyim odaklı formatlar veya müşteri etkileşim modelleri, hızla tüm ağa yayılabilir ve bu da şirkete yüksek çeviklik kazandırır. Buna paralel olarak, merkezi satın alma ve pazarlama uygulamaları sayesinde, küçük ölçekli işletmelerin ulaşamayacağı düzeyde maliyet avantajı ve marka tutarlılığı sağlanmaktadır.

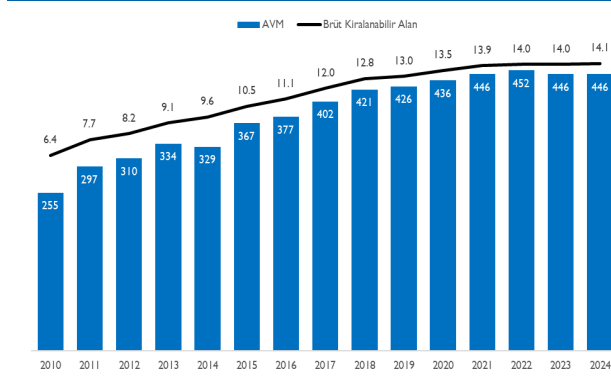
Türkiye AVM Sektörü: Büyümeden Verimliliğe Geçiş

Türkiye AVM sektörü, hızlı bir genişleme döneminin ardından belirgin bir istikrar sürecine girmiştir. 2010 ile 2017 yılları arasında AVM sayısı 255'ten 400'ün üzerine çıkarken, toplam BKA da 6,4 milyon m²'den 12,0 milyon m²'ye neredeyse iki katına çıkmıştır. Ancak son yıllarda bu büyüme belirgin şekilde yavaşlamıştır: 2021 ile 2024 arasında AVM sayısı yaklaşık 446 seviyesinde sabitlenmiş, BKA ise sadece 13,9 milyon m²'den 14,1 milyon m²'ye sınırlı bir artış göstermiştir. Mevcut projeksiyonlar, toplam

GLA'nın 2025 yıl sonuna kadar yalnızca 14,6 milyon m²'ye ulaşacağını öngörmektedir; bu da sektörün genişlemeden, varlık optimizasyonuna geçiş yaptığını ortaya koymaktadır.

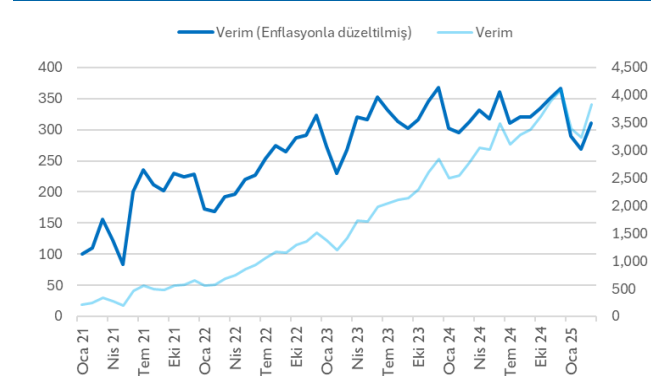
Bu yatay seyir, artan inşaat maliyetleri, giderek karmaşılaşan ruhsatlandırma süreçleri ve ekonomik belirsizlik gibi etkenlerin bir yansımasıdır. Bu yeni dönemde sektörün başarısı, yeni arz yaratmaktan çok, mevcut alanların etkin kullanımı üzerine inşa edilecektir—yani metrekare başına gelirin maksimize edilmesi, kiracı karmasının iyileştirilmesi ve ziyaretçi etkileşiminin artırılması ön plana çıkacaktır. Varlık yönetimi kabiliyeti güçlü olan işletmeciler, bu dönemde hem getiri düzeyini koruma hem de pazar içinde rekabet gücünü sürdürme açısından çok daha avantajlı konumda olacaktır.

Tablo 15: Türkiye'de AVM ve Kiralanabilir Alan Gelişimi



Kaynak: Şirket sunumu, AYD, ÜNLÜ & Co

Tablo 16: AVM'lerde m² Başına Verim



Kaynak: AYD, TÜİK, ÜNLÜ & Co

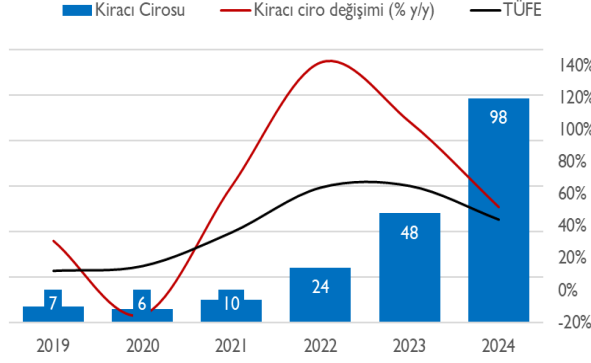
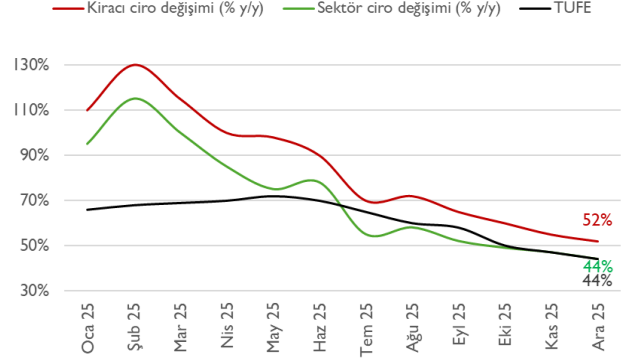
Türkiye'de perakende sektörü, genel ekonomik eğilimlerle yakından bağlantılı olmaya devam etmektedir. Ülke genelindeki toplam ticari gelirin yaklaşık %75'i perakende bağlantılı faaliyetlerden elde edilmekte olup, bu durum sektörün ulusal ekonomik üretimdeki merkezi rolünü açıkça ortaya koymaktadır. Gelişmiş piyasalarda görülen “perakendenin sona erdiği” yönündeki anlatıların aksine, Türkiye'deki AVM sektörü gerilemekten ziyade evrilmektedir. Fiziksel genişlemenin istikrara kavuşması, doygunluk ya da önemsizleşme anlamına gelmemekte; aksine, artık performansın ayak izi büyümesinden çok operasyonel mükemmeliyet tarafından belirlendiği, olgunlaşan bir sektöre işaret etmektedir.

Rönesans Kira Yapısı

Rönesans'ın kira sözleşmesi yapısı, enflasyona endeksli ve performansa dayalı mekanizmalarla güçlü şekilde desteklenmektedir. Toplam BKA'nın %88,0'ı, hem sabit kira hem de ciro bazlı kira hükümleri içeren sözleşmelerle kapsam altındadır. Buna ek olarak, %11,6'lık bir kısım yalnızca ciro bazlı kira üzerinden kiralanmaktadır. Sadece %0,4'lük marjinal bir pay, sabit kira esasına dayalı sözleşmelere tabidir. Bu yapı, özellikle enflasyonist dönemlerde kiracı cirolarındaki artıştan fayda sağlanmasına olanak tanımakta ve kira gelirlerinin perakende performansı ile daha uyumlu hale gelmesi sayesinde portföyün dayanıklılığını artırmaktadır.

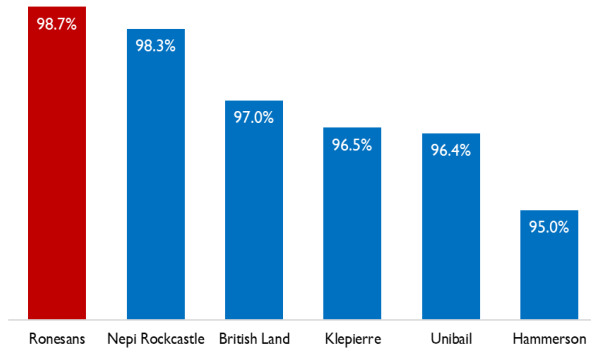
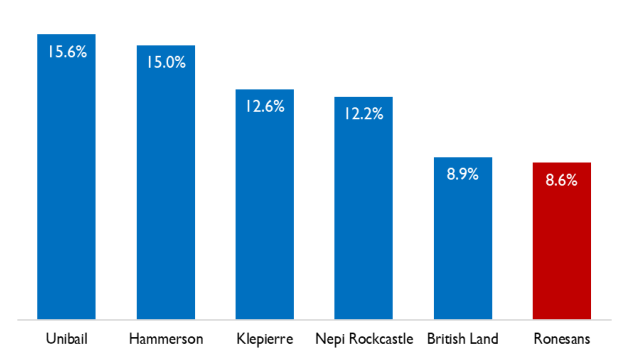
Aralık 2024 itibarıyla, portföy genelindeki ortalama kalan kira süresi 4,5 yıl olup, bu durum istikrarlı bir sözleşme tabanına işaret etmektedir. Ancak veriler, mevcut piyasa dinamiklerinin etkisiyle daha kısa vadeli sözleşmelere doğru hafif bir yönelimi de yansıtmaktadır. Sözleşmelerin %41'i dört yıldan fazla kalan süreye sahipken, %21'i önümüzdeki iki yıl içinde sona erecektir. Bu dağılım, bir yandan gelir istikrarını

korurken, diğer yandan dönemsel kira güncellemeleri için fırsatlar sunmakta; böylece şirket, kira şartlarını enflasyonist ortam ve perakende koşullarına bağlı olarak sürekli optimize etme esnekliğine sahip olmaktadır.

Tablo 17: Yıllık Kiracı Ciro Gelişimi

Tablo 18: Göstergelere kıyasla kiracı ciro


Kaynak: Şirket yatırımcı sunumları, TÜİK, UNLU & Co, Şubat 2024 verileri, Şubat 2023'te deprem kaynaklı zayıf performansa bağlı baz etkisini yansıtmaktadır.

Geçtiğimiz yıl boyunca, Rönesans'ın perakende portföyü genelinde kiracı ciro, hem enflasyonu hem de sektör genelindeki kıyas göstergeleri açık şekilde geride bırakmıştır. Şirket verilerine göre, Rönesans bünyesindeki kiracılar son 12 ayda satışlarını ortalama %79 oranında artırmıştır. Bu oran, aynı dönemde sektör genelinde kaydedilen %69'luk kiracı ciro artışını ve %55'lik yıllık ortalama TÜFE'yi önemli ölçüde aşmıştır. Bu eğilim, 2020 pandemi yılı hariç, son yıllarda gözlemlenen genel bir modeli yansıtmaktadır: Rönesans mülklerindeki kiracı gelirleri, sürekli olarak enflasyonun çok üzerinde büyüme göstermiştir. Elde edilen veriler, yalnızca mülkler içerisindeki güçlü ve dirençli perakende talebine değil, aynı zamanda etkili kiracı seçimi, doğru varlık konumlandırması ve başarılı ziyaretçi trafiği yönetimi stratejilerine de işaret etmektedir. Bu unsurlar, yüksek enflasyon ortamında şirketin gerçek kira performansında sürdürülebilir büyüme sağlamasına katkı sunmuştur.

Tablo 19: Seçilmiş Emsallerin Doluluk Oranları

Tablo 20: Seçilmiş Emsallerin Kira Yükü Oranı (OCR)


Kaynak: Şirketlerin faaliyet raporları, Rönesans yatırımcı sunumu, UNLU & Co.

Şirketin Kiracı Kira Yükü Oranı (OCR) %8,6 seviyesindedir; bu oran, sektör ortalamalarının altında kalarak kiralar açısından kiracıları zorlamadan anlamlı bir artış potansiyeline işaret etmektedir. Bu marja dayanarak, şirket OCR oranlarının sürdürülebilir sektör seviyelerine normalleşmesi durumunda kira gelirlerinde %50'ye kadar artış potansiyeli öngörmektedir. Rönesans'ın portföyü hâlihazırda yüksek bir verimlilik düzeyinde çalışmakta olup, %98,7'lik doluluk oranı, güçlü kiracı talebini ve etkin kiralama stratejilerini yansıtmaktadır. Bu tür yüksek doluluk seviyesi, istikrarı

desteklemekle birlikte, aynı zamanda bazı operasyonel zorluklar da doğurmaktadır. Kiracı konumlandırmasında sınırlı esneklik, kira artışına karşı direnç, düşük performanslı kiracıların elde tutulması ve bakım ile yatırım yükümlülüklerinin artması bu zorluklar arasında sayılabilir. Buna rağmen, bu riskler; proaktif varlık yönetimi, veriye dayalı kiralama stratejileri ve tutarlı uygulama disiplini ile etkin biçimde yönetilebilmektedir. Nitekim 2024 yılı içinde Rönesans portföyünde toplam 40.466 metrekarelik alan, 152 mağazaya yeniden kiralanmıştır.

Rönesans'ın ofis portföyü neredeyse tamamen doludur. 2024 yıl sonu itibarıyla dört ofis varlığından üçü—Küçükyalı, Maltepe Park ve Hilltown—%100 doluluk oranına ulaşmıştır. Maltepe Piazza ise %92 doluluk seviyesindedir ve devam eden kira görüşmelerinin kalan boşlukları kapatması beklenmektedir. Özellikle dikkat çekici olan bir diğer konu, Maltepe Piazza'da hâlen satışa uygun 13.830 m²'lik alanın bulunmasıdır. Son dönemlerde elde edilen metrekare başına 3.000 EUR'yu aşan satışlar dikkate alındığında, bu alan potansiyel olarak yaklaşık 43,5 milyon EUR'luk ek nakit akışı yaratma kapasitesine sahiptir.

Şehir genelinde boşluk oranı toplam arz 7,1 milyon m² seviyesinde sabit kalmış, 2023'teki %14,3 seviyesinden 2024'te %10,4'e gerilemiş olmasına rağmen, bu performans hala İstanbul ofis piyasasındaki genel eğilimlerin çok üzerinde seyretmektedir. Piyasa kiralari 38 USD/m²'den 45 USD/m²'ye, satış fiyatları ise 9.500 USD/m²'ye yükselmiş; bu da güçlü talep dinamiklerinin devam ettiğini ortaya koymaktadır.

Geliştirme ve Arsa Varlıkları

Rönesans, **Maltepe Park Alışveriş Merkezi**'nde kiracı karmasını ve ziyaretçi etkileşimini artırmaya yönelik kapsamlı bir dönüşüm projesi yürütmektedir. Bu yeniden geliştirme kapsamında, önemli yeni kiracılarla anlaşmalar yapılmış; daha önce tek bir kiracı tarafından kullanılan büyük metrekareli alanlar ise, birden fazla perakendeciye ev sahipliği yapabilecek şekilde daha küçük birimlere bölünmektedir. Bu sayede ziyaretçi potansiyeli yüksek markaların merkeze kazandırılması hedeflenmektedir. Buna paralel olarak, mevcut açık otopark alanı yeniden geliştirilmektedir. Bu alan, yeni restoranlar, kafeler ve spor alanları ile zenginleştirilerek, perakende alanına entegre edilmekte ve karma kullanımlı, sosyal ve kültürel bir merkez hâline getirilmesi amaçlanmaktadır. Halihazırda yıllık yaklaşık EUR7m düzeyinde FAVÖK üreten Maltepe Park'ın, şirket portföyündeki benzer varlıklarla paralel performans seviyelerine ulaşması hedeflenmektedir. Bu doğrultuda, şirket projeksiyonlarına göre Maltepe Park'ta yıllık bazda EUR10m'un üzerinde bir FAVÖK artışı potansiyeli söz konusudur. Böylece merkezin performansının, EUR20m'luk kıyas seviye ile arasındaki farkın önemli ölçüde kapanması beklenmektedir.

MaltepePark Konut Projesi, İstanbul Anadolu Yakası'nda, E-5 karayolu üzerinde, metro hatlarına ve iki büyük alışveriş merkezine komşu, stratejik bir konumda yer alan karma kullanımlı bir geliştirme projesidir. Proje; konut, ofis, perakende ve alışveriş merkezi bileşenlerini tek bir kentsel yapı içinde bütünleştirerek, hem erişilebilirlik hem de yaşam tarzı cazibesi açısından güçlü bir değer önerisi sunmaktadır. Proje kapsamında, 4 blokta toplam 478 konut birimi ve 25 ticari birim yer alacak şekilde tasarlanmıştır. Toplam inşaat alanı 95.587 m², satışa uygun alan ise 72.246 m²'dir. Ofis pazarında artan talep ve fiyat eğilimlerine yanıt olarak, şirket bu dört bloktan birinin ofis alanına dönüştürülmesini değerlendirmektedir. Bu esneklik, şirketin pazar koşullarındaki değişimlere uyum sağlayan dinamik varlık stratejisini yansıtarak, getirilerin en iyi şekilde optimize edilmesini hedeflemektedir. İnşaat ilerleme durumu itibarıyla proje, şu anda yaklaşık %19 seviyesine ulaşmıştır.

Rönesans'ın arsa portföyü, üç ana lokasyondan oluşmaktadır: **Antalya, Ümraniye ve Ataşehir:**

- **Antalya Beachtown Projesi**, yaklaşık 121k m²'lik denize sıfır bir arsa üzerinde yer almakta olup, büyük ölçekli bir perakende, eğlence ve kültür merkezi geliştirilmesi için önemli bir potansiyele sahiptir. İnşaat henüz başlamamış olsa da, arsa yaşam tarzı odaklı bir proje için son derece uygundur. Arsanın güney bölümünde sınırlı arkeolojik kalıntılar keşfedilmiştir. İmar planları hâlen yetkili kurumlarca nihai hale getirilmekte olup, şirket söz konusu buluntuların kapsamının sınırlı olduğunu ve geliştirme sürecine kültürel bir unsur olarak entegre edilebileceğini ifade etmektedir.
- **Ümraniye** parseli, Alemdağ Caddesi üzerinde 23.431 m² büyüklüğündeki bir alanda yer almakta ve imar planlarında orta yoğunluklu konut ile park/rekreasyon alanı olarak belirlenmiştir. Henüz yapı ruhsatı veya mimari proje onayı bulunmamakla birlikte, alanın en verimli ve olası kullanım şekli konut geliştirme olarak değerlendirilmiştir. Hazırlanan konsept çalışmasına göre, konutlar, yer altı otoparkı ve ortak alanlar dâhil olmak üzere 32.897 m² toplam inşaat alanı öngörülmektedir. İnşaat sürecinin 2025–2027 yılları arasında gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.
- **Ataşehir** arsası, 458 m² ile daha mütevazı büyüklükte olmasına rağmen, İstanbul Anadolu Yakası'nın yoğun kentleşmiş bir bölgesinde yer almakta ve mevcut imar planına göre eğitim alanı olarak tanımlanmıştır. Arsa, ileride yapılabilecek imar değişikliklerine bağlı olarak esnek kullanım olanakları sunmaktadır.

1Ç25 Sonuçları

1Ç25 döneminde şirket, TL2.317m gelir (+%12,1 yıllık), TL1.799m FAVÖK (+%9,2 yıllık) ve düzeltilmiş bazda TL459m net kâr açıkladı (1Ç24: TL4.472m). Aynı dönemde Rönesans, 27,5 milyon ziyaretçi trafiği, %98,7 doluluk oranı, toplam 6.843 m²'lik 29 mağazanın yeniden kiralanması ve kiracı satışlarında %43 artış ile güçlü operasyonel performans sergiledi. Bu artış, %40 seviyesindeki TÜFE enflasyonunu geride bırakırken, OCR oranının %9,3'e yükselmesi de kira gelirlerinde ilave artış potansiyeline işaret etti. Konsolide kira geliri %14,2 artışla TL2.236m'ye ulaşırken, Eşdeğer Kira Performansı (EQP) geliri %104,3 artışla TL659m oldu. Böylece düzeltilmiş toplam kira geliri %27,0 artarak TL2.895m'ye çıktı. FAVÖK marjı %77,6 seviyesinde gerçekleşti ve geçen yıla göre 209 baz puanlık bir düşüş yaşandı; bu düşüşün temel nedeni, satışların maliyeti ve genel yönetim giderlerindeki sınırlı artışlar oldu.

Net kâr kalemi ise daha zayıf göründü; bunun temel nedeni, 1Ç24 döneminde yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değer değişiminden kaydedilen TL3.370m tutarındaki yüksek baz etkisidir. Bu nedenle, diğer faaliyetlerden elde edilen net gelir, 1Ç24'teki TL3.968m seviyesinden 1Ç25'te TL550m'ye gerilemiştir. Benzer bir eğilim, yatırım ve özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen ortaklıklardan elde edilen gelirlerde de görüldü; bu kalem TL551m'den TL43m'ye düştü. Söz konusu gerileme, geçen yılın aynı döneminde yer alan TL702m tutarındaki diğer gelirin bu çeyrekte yalnızca TL2m olarak gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 21: 1Ç25 Özeti*

		1Q23	1Q24	1Q25
Revenue	TLbn	2.4	2.5	2.9
	EURm	48.8	51.7	71.8
EBITDA	TLbn	1.5	1.6	1.8
	EURm	32.1	33.8	46.1

Kaynak: Şirket 1Ç25 Finansal Sonuç Bilgilendirme Bülteni, Unlu&Co, *Tüm veriler düzeltilmiş bazda sunulmuştur.

Finansman giderleri, şirketin kaldıraç oranını azaltması sayesinde gerilemiş olsa da, parasal kazançlardaki daha keskin düşüş, bu olumlu etkiyi dengeledi ve çeyrekler arasında TL2.356m'lik bir fark oluşmasına neden oldu. Bu gelişmeler sonucunda, vergi öncesi kâr, 1Ç24'teki TL7.344m seviyesinden 1Ç25'te TL1.580m'ye gerilemiştir. Ancak bu düşüş, önceki yıl kaydedilen TL2.793m'lik yüksek ertelenmiş vergi gideri sayesinde kısmen dengelenmiştir. Şirketin düzeltilmiş net borcu, 1Ç24'teki TL20,3 milyar seviyesinden TL19,5 milyara düşmüştür. Bu iyileşmeye paralel olarak, Net Borç/FAVÖK oranı, 2024 yıl sonundaki 2,9x seviyesinden 2,7x'e gerileyerek borçluluk yapısında olumlu bir trend ortaya koymuştur.

Değerleme

1Ç25 itibarıyla Rönesans, TL135,8 milyar brüt varlık değerine sahiptir. Bu değer, görece ılımlı bir TL19,5 milyar net borç seviyesiyle desteklenmekte olup, şirketin Net Aktif Değeri (EPRA NAV) TL115,6 milyar olarak hesaplanmaktadır. Rönesans'ın EPRA NAV değeri son üç yılda istikrarlı bir şekilde büyümüş; 2023'te 1,9 milyar EUR seviyesinden 1Ç25 itibarıyla 2,8 milyar EUR'ya ulaşmıştır. Bu artış, dalgalı makroekonomik koşullara rağmen, varlık değerlerinin istikrarını ve borçluluk oranındaki düzenli düşüşü yansıtmaktadır.

Tablo 22: Net Varlık Değeri

		2023	2024	1Q25
Gross Asset Value	TLbn	134.6	135.5	135.8
	EURbn	2.6	3.2	3.3
Net debt	TLbn	34.6	20.3	19.5
	EURm	668.4	503.1	479
EPRA NAV	TLbn	98.6	114.2	115.6
	EURbn	1.9	2.7	2.8

Kaynak: Şirket 1Ç25 Finansal Sonuç Bilgilendirme Bülteni, Unlu&Co, *Tüm veriler düzeltilmiş bazda sunulmuştur.

1Ç25 verilerine göre Rönesans, 0,41x F/DD çarpanıyla işlem görmekte olup, defter değeri'ne göre %59 oranında iskonto ile değerlendirilmektedir. Bu düzeydeki düşük değerlendirme, genel olarak Türkiye'de alışveriş merkezi sahibi GYO'ların işlem gördüğü seviyelerle uyumludur; zira sektör ortalaması %44 iskonto düzeyindedir. Ancak yine de bu derin iskonto, şirketin piyasa değeri ile varlık temelleri arasındaki önemli ayrışmayı ortaya koymaktadır. Ayrıca, Türkiye'deki geniş halka açık GYO evreni, ortalama olarak defter değerine göre %26 iskonto ile işlem görmektedir.

Tablo 23: Türkiye'deki benzer şirketler

Hisse Kodu	Şirket	AVM'ler	Piyasa Değeri (TlM)	Defter Değeri (TLm)*	Prim/ (iskonto)
TRGYO	Torunlar GYO	Zafer Plaza, Ankamall, Deepo Outlet, Korupark, Torium, Bulvar Samsun, Mall of İstanbul, Mall of Antalya	62,000	93,562	-34%
AVPGY	Avrupakent GYO	Forum Trabzon, Arenapark, Armonipark	21,980	35,874	-39%
YGGYO	Yeni Gimat GYO	Ankamall	18,192	18,016	1%
OZKGY	Özak GYO	Fisekhane, Bulvar 216	15,885	48,194	-67%
AKSGY	Akış GYO	Akasya, Akbatı, Erenkoy Boyner	15,094	29,111	-48%
ISGYO	Iş GYO	Kanyon, Ege Perla, Tuzla Meydan Carsi, Mallmarine	14,918	39,156	-62%
AKMGY	Akmerkez GYO	Akmerkez	7,587	7,738	-2%
KLGYO	Kiler GYO	Sapphire, Zonguldak Westa Life	6,584	16,775	-61%
PAGYO	Panora GYO	Panora	5,564	10,285	-46%
TSGYO	Tskb GYO	Pendorya	4,401	4,718	-7%
AGYO	Atakule GYO	Atakule	1,649	4,908	-66%
Toplam			173,853	308,335	-44%
RGYAS Ronesans Gayrimenkul			40,812	98,576	-59%

Kaynak: Rasyonet, Unlu&Co

Bahsi geçen şirketler (12 Mayıs 2025)

Rönesans Gayrimenkul (RGYAS.IS, Tavsiye: Araştırma kapsamında değil, Hedef Fiyat: Araştırma kapsamında değil)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

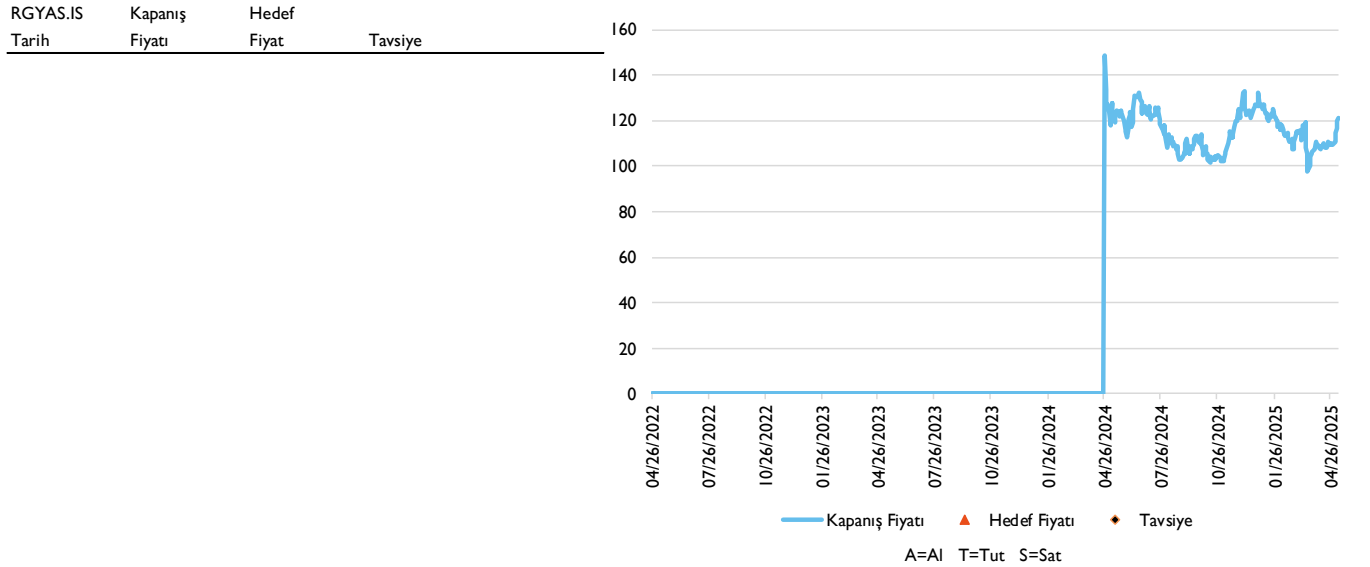
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Zekai Ünal, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği RGYAS.IS



ÜNLÜ & Co hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	60	38	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksinde ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Rönesans Gayrimenkul	Yoktur

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır..

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile yatırım hizmetleri alanındaki diğer iş birimleri ve hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından

gerçekleştirilen Yatırım Hizmetleri veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım hizmetleri personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.