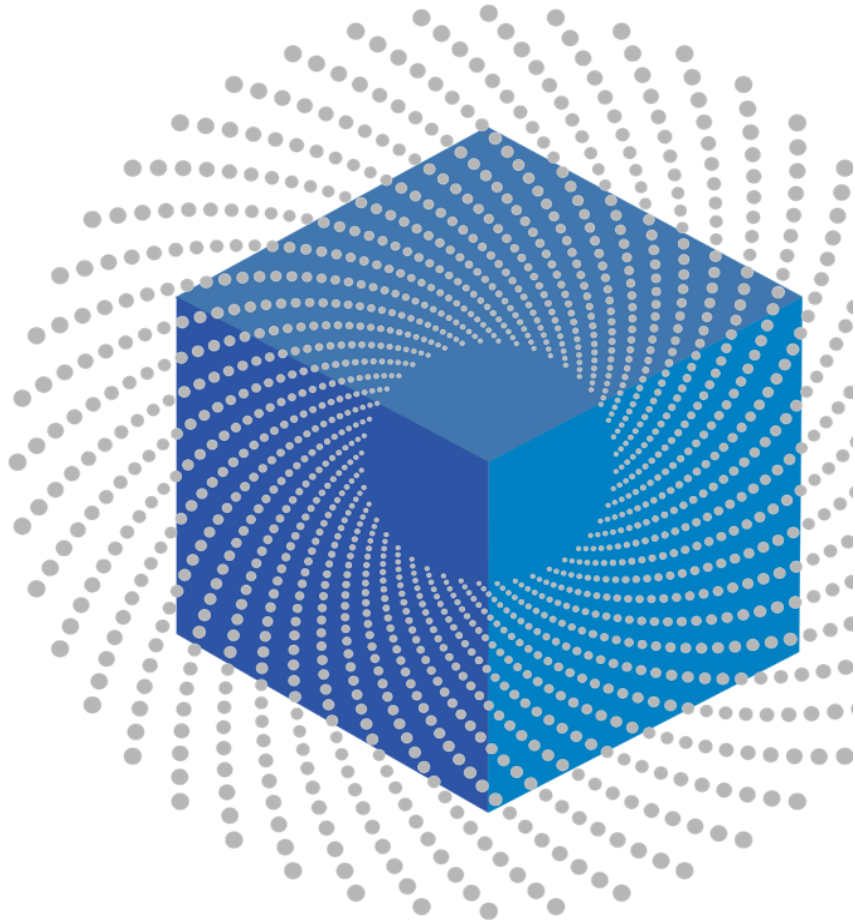


Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

16 Nisan 2024



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
2.1 Genel Bakış	5
2.2 Portföy Hakkında Bilgiler	5
2.1.1 Karşıyaka Hilltown AVM	5
2.1.2 Maltepe Piazza AVM, Ofis ve Konut	5
2.1.3 Küçükyalı Hilltown AVM ve Ofis	6
2.1.4 Şanlıurfa Piazza AVM	6
2.1.5 Kahramanmaraş Piazza AVM	6
2.1.6 Samsun Piazza AVM ve Otel	6
2.1.7 Optimum İzmir AVM	6
2.1.8 Optimum Adana AVM	6
2.1.9 Kozzy AVM	6
2.1.10 Optimum İstanbul AVM	6
2.1.11 Maltepe Park AVM ve Ofis	7
2.1.12 Optimum Ankara AVM	7
2.1.13 RönesansBiz Küçükyalı Ofis ve Okul	7
2.1.14 Bechtown Projesi	7
2.1.15 Ümraniye Arsası	7
2.1.16 Ataşehir Arsası	7
3 Finansal Durum	8
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	11
4.1 Net Aktif Değer Analizi	11
4.2 Piyasa Çarpanı Analizi	12
4.3 Sonuç	15
5 Görüş	16
5.1 Maliyet Yaklaşımı	16
5.2 Pazar Yaklaşımı	16
5.3 Sonuç	16

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. ("Rönesans Gayrimenkul" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 16 Şubat 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	303.716.888 TL
Halka Arz Oranı	%10,08
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: %81,8 Ortak Satışı: %18,2
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	33.357.450 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %80 Yurt İçi Kurumsal: %20
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirlerinin %25'ine denk gelen yabancı kaynak ile 30 gün. (Rönesans Holding A.Ş. tarafından sağlanacaktır.)
Halka Arz Büyüklüğü	4.503 milyon TL
Talep Toplama	17-18-19 Nisan 2024
Halka Arz Fiyatı	135,00 TL
Bağımsız Denetçi	PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Rönesans Varlık ve Proje Yatırımları A.Ş.	A	225.477.000	74,24%	225.477.000	68,12%
Murat Özgümüş	A	5.965.000	1,96%	5.965.000	1,80%
Kamil Yanıkömeroğlu	A	7.158.000	2,36%	7.158.000	2,16%
Euro Cube Private Limited	A	59.042.550	19,44%	59.042.550	17,84%
Euro Cube Private Limited	B	6.074.338	2,00%	-	0,00%
Halka Açık	B	-	0,00%	33.357.450	10,08%
TOPLAM		303.716.888	100%	331.000.000	100%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Finansal borç geri ödemesi	%60 - %65
İlişkili taraflara ticari olmayan borç geri ödemesi	%5 - %10
Yatırımlar	%15 - %20
İşletme sermayesi	%10 - %15

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

2.1 Genel Bakış

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.’nin (“Rönesans Gayrimenkul veya Şirket”), ana faaliyet konusu 12 Aralık 2014 tarih ve 8714 sayılı TTSG’de yayımlanan, 9 Aralık 2014 tarihinde tescil edilen genel kurul toplantısında kabul edilmiş Şirket esas sözleşmesinin “Şirketin Amacı ve Faaliyet Konusu” başlıklı 5. maddesi uyarınca özetle, gayrimenkullerin alımı, satımı, kiraya verilmesi, üzerinde proje gerçekleştirilmesi ve gayrimenkuller, Bağlı Ortaklıklar ve Ortak Girişimler’den meydana gelen Grup portföyünün yönetilmesidir.

Şirket’in genel merkez adresi, Çankaya Mahallesi, Atatürk Blv, No:144/146, Çankaya/Ankara’dır.

Grup, 31 Aralık 2023 itibarıyla 316 çalışanı ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket’in genel merkezi Ankara’da olup ayrıca İstanbul’da bir şubesi bulunmaktadır.

Şirket, 25 Şubat 2015 tarihinde gerçekleştirilen olağanüstü genel kurul toplantısı itibarıyla 303.716.888 TL ödenmiş sermayeye ulaşmıştır.

Şirket, Rönesans Holding Grubu’nun ticari gayrimenkul geliştirme ve yatırım şirketidir. Şirket, Türkiye’de yaklaşık 640.000 m² toplam kiralanabilir alanı ile üçü karma proje içerisinde yer almak üzere on ikisi AVM olmak üzere toplam on üç ticari gayrimenkulden meydana gelen bir AVM platformudur. Grup’un mevcut portföyünde, halihazırda faaliyette olan on üç ticari gayrimenkul ve ileride üzerinde proje geliştirmeye müsait iki arsa (Ataşehir Arsası, Ümraniye Arsası) ve Beachtown Projesi olmak üzere toplam on altı varlık bulunmaktadır.

2.2 Portföy Hakkında Bilgiler

2.1.1 Karşıyaka Hilltown AVM

Karşıyaka İzmir’de bulunmakta olup Ekim 2019’da faaliyetine başlamıştır. 64 bin m²’lik kiralanabilir alanı bulunan projenin maliki Altunizade Gayrimenkul olup Altunizade Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır. Karşıyaka Hilltown AVM; 42’si kafe-restoran olmak üzere ulusal ve uluslararası markaya sahip yaklaşık 190 mağaza içermektedir.

2.1.2 Maltepe Piazza AVM, Ofis ve Konut

Maltepe Piazza AVM, Ofis ve Konut İstanbul’da bulunmakta olup Nisan 2018’de faaliyetine başlamıştır. 53 bin m²’lik kiralanabilir alanda AVM faaliyeti yürütülürken 34 bin m²’lik kiralanabilir alan ise ofis olarak kullanılmaktadır. İzahname tarihi itibarıyla, satılan bağımsız bölümler düşüldükten sonra, Şirket’in sahipliğinde yaklaşık 20 bin m²’lik kiralanabilir ofis alanı kalmıştır. Salacak Gayrimenkul projenin maliki olup Salacak Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.3 Küçükyalı Hilltown AVM ve Ofis

Maltepe İstanbul'da bulunmakta olup Ekim 2017'de faaliyetine başlamıştır. 63 bin m²'lik kiralananabilir alanda AVM faaliyeti yürütülürken 10 bin m²'lik kiralananabilir alan ise ofis amaçlı kullanılmaktadır. Bu proje yap-işlet-devret yatırım modeli çerçevesinde Vakıflar Genel Müdürlüğü İstanbul 2. Bölge Müdürlüğü'nden 14 Nisan 2010 tarihinde 49 yıllığına kiralanmış olup projenin hak sahibi Tarabya Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.4 Şanlıurfa Piazza AVM

Eyyübiye, Şanlıurfa'da bulunmakta olup faaliyete Ekim 2013'te başlamıştır. 42 bin m²'lik kiralananabilir alanı bulunan projenin maliki Mel 4 Gayrimenkul olup %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.5 Kahramanmaraş Piazza AVM

Onikişubat, Kahramanmaraş'da bulunmakta olup faaliyete Nisan 2013'te başlamıştır. 48 bin m²'lik kiralananabilir alanı bulunan projenin maliki Mel 3 Gayrimenkul olup hisselerinin %100'ü Bakırköy Gayrimenkul'e aittir. Bakırköy Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır. Şubat 2023 depreminin ardından geçici süreyle hizmete kapanan Kahramanmaraş Piazza AVM 31 Ağustos 2023 tarihinde tekrar faaliyete başlamıştır.

2.1.6 Samsun Piazza AVM ve Otel

Canik, Samsun'da bulunmakta olup faaliyete Mart 2013'te başlamıştır. Toplam 62 bin m²'lik kiralananabilir AVM alanıyla Karadeniz Bölgesi'nin en büyük AVM yatırımı olan projede AVM ve otelcilik faaliyetleri yürütülmektedir. Mel 2 Gayrimenkul projenin maliki olup %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.7 Optimum İzmir AVM

Gaziemir, İzmir'de bulunmakta olup faaliyete Mart 2012'de başlamıştır. 2017 yılında genişleme projesi ile birlikte 84 bin m²'lik kiralananabilir alana ulaşan (2015 senesinde gerçekleştirilen genişleme projesi sonrası) projenin maliki Esentepe Gayrimenkul'dür. Esentepe Gayrimenkul, %50 oranında Rönesans Gayrimenkul'e, %50 oranında Euro Crescent'e aittir. Euro Crescent, GRPL'nin tamamen sahibi olduğu dolaylı iştirakidir.

2.1.8 Optimum Adana AVM

Yüreğir, Adana'da bulunmakta olup faaliyete Nisan 2011'de başlamıştır. 60 bin m²'lik kiralananabilir alanı bulunan projenin maliki Göksu Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.9 Kozzy AVM

Kadıköy, İstanbul'da bulunmakta olup faaliyete Nisan 2010'da başlamıştır. Projenin 14 bin m²'lik kiralananabilir alanı bulunmaktadır. Bu proje yap-işlet-devret yatırım modeli çerçevesinde 28 Haziran 2007 tarihinde Kadıköy Belediye Başkanlığı'ndan 18 ay + 30 yıl için kiralanmış olup projenin hak sahibi Kozyatağı Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.10 Optimum İstanbul AVM

Ataşehir, İstanbul'da bulunmakta olup faaliyete Kasım 2008'de başlamıştır. 41 bin m²'lik kiralananabilir alanı bulunan projenin maliki Feriköy Gayrimenkul'dür. Feriköy Gayrimenkul, %50 oranında Rönesans Gayrimenkul'e, %50 oranında Euro Crescent'e aittir. Euro Crescent, GRPL'nin tamamen sahibi olduğu dolaylı iştirakidir.

2.1.11 Maltepe Park AVM ve Ofis

Maltepe, İstanbul'da bulunmakta olup faaliyetlerine Ocak 2005'de başlamıştır. 73 bin m²'lik AVM olarak kiralanabilir alanı bulunan projenin aynı zamanda 15 bin m² de ofis kullanım amaçlı kiralanabilir alanı bulunmaktadır. Proje Bakırköy Gayrimenkul tarafından 2018 yılı Haziran ayında Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.'den satın alınmıştır. Bakırköy Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.12 Optimum Ankara AVM

Etimesgut, Ankara'da bulunmakta olup faaliyete Ekim 2004'te başlamıştır. 38 bin m²'lik kiralanabilir alanı bulunan projenin maliki Kurtköy Gayrimenkul'dür. Kurtköy Gayrimenkul, %50 oranında Rönesans Gayrimenkul'e, %50 oranında Euro Crescent'e aittir. Euro Crescent GRPL'nin tamamen sahibi olduğu dolaylı iştirakidir.

2.1.13 RönesansBiz Küçükyalı Ofis ve Okul

Maltepe, İstanbul'da bulunmakta olup faaliyete Aralık 2014'te başlamıştır. Toplamda 52 bin m²'lik kiralanabilir alanı bulunan proje ofis ve okul amaçlı kullanılmaktadır. Bu proje yap-işlet-devret yatırım modeli çerçevesinde Vakıflar Genel Müdürlüğü İstanbul 2. Bölge Müdürlüğü'nden 22 Haziran 2010 tarihinde 49 yıllığına kiralanmış olup projenin hak sahibi Bostancı Gayrimenkul'dür. Bostancı Gayrimenkul %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır.

2.1.14 Beachtown Projesi

Konyaaltı, Antalya'da bulunan arsanın toplam alanı yaklaşık 121 bin m²'dir. Bahsi geçen arsanın kullanım hakkı yap-işlet-devret yatırım modeli çerçevesinde Antalya Büyükşehir Belediyesi'nden 1+30 yıl olarak 29 Kasım 2017 tarihinde devralınmıştır. Hak sahibi Kabataş Gayrimenkul Adi Ortaklığı %100 Rönesans Gayrimenkul bağlı ortaklığıdır. Beachtown Projesi, 31 Aralık 2023 itibarıyla finansal tablolarda maddi duran varlıklar altında takip edilmektedir ve 31 Aralık 2023 itibarıyla ilgili proje için harcanan inşaat maliyetleri 60.822 bin TL'dir. Grup'un ilgili proje için inşaat ruhsatı bulunmaktadır.

2.1.15 Ümraniye Arsası

Ümraniye, İstanbul'da bulunan arsanın toplam alanı yaklaşık 23 bin m²'dir. Bu arsanın maliki Kandilli Gayrimenkul olup Kandilli Gayrimenkul %50 Rönesans Gayrimenkul, %50 Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. iştirakidir. Ümraniye Arsası üzerinde, Grup tarafından gelecekte herhangi bir proje gerçekleştirilmeyebilir ve Grup bu arsadan herhangi bir gelir elde edemeyebilir. Bununla birlikte, arsalar devredilmek suretiyle Grup portföyünden çıkarılabilir veya üçüncü kişilere arsalar üzerinde aynı ve şahsi haklar tanınabilir.

2.1.16 Ataşehir Arsası

Ataşehir, İstanbul'da bulunan arsanın toplam alanı yaklaşık 500 m²'dir. Bu arsanın maliki Rönesans Gayrimenkul'dür. Grup portföyünde yer alan Ataşehir Arsası'nın niteliği, ilgili imar kayıtlarında "ilkokul alanı" olarak ifade edilmiştir. Bu doğrultuda Ataşehir Arsası üzerinde imar kayıtlarına aykırı olarak ilkokul harici konut, AVM veya başka bir türde gayrimenkul projesi geliştirilmesi mümkün bulunmamaktadır. Bu durum Grup'un Ataşehir Arsası kapsamında planlayabileceği projelerin kapsamını daraltmakta olup Grup portföyünün çeşitlendirilmesini sınırlama riski taşımaktadır. Arsa üzerinde, Grup tarafından gelecekte herhangi bir proje gerçekleştirilmeyebilir ve Grup arsalarından herhangi bir gelir elde edemeyebilir. Bununla birlikte, arsalar devredilmek suretiyle Grup portföyünden çıkarılabilir veya üçüncü kişilere arsalar üzerinde aynı ve şahsi haklar tanınabilir.



3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

BİLANÇO			
(bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.228.374	1.788.710	1.597.606
Ticari alacaklar	341.783	364.491	405.106
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	27.670	43.781	91.845
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	314.113	320.710	313.261
Diğer Alacaklar	1.589	5.381	2.160
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	809	2.186	322
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	780	3.195	1.838
Finansal Yatırımlar	23.238	4.386.970	46.935
Türev Araçlar	296.965	260.116	88.419
Stoklar	3.613	-	1.278
Peşin Ödenmiş Giderler	30.588	118.526	370.084
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	4.788	1.714	15.178
Diğer Dönen Varlıklar	457.553	294.902	49.313
Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar	421.452	-	-
Dönen Varlıklar	5.809.943	7.220.810	2.576.079
Diğer Alacaklar	67.015	5.622	2.236
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	67.015	5.622	2.236
Finansal Yatırımlar	1.713.649	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	7.104.166	8.931.776	11.150.838
Stoklar	-	-	1.255.432
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	52.312.062	59.764.429	67.646.780
Maddi Duran Varlıklar	74.191	104.019	82.412
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.004	1.279	1.469
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.004	1.279	1.469
Peşin Ödenmiş Giderler	39.818	14.300	8.018
Kullanım Hakkı Varlıkları	166.969	166.629	179.531
Ertelenen Vergi Varlığı	737.309	211.145	842.995
Diğer Duran Varlıklar	445.019	5.500	9.698
Duran Varlıklar	62.662.202	69.204.699	81.179.409
Toplam Varlıklar	68.472.145	76.425.509	83.755.488
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.995	-	530.691
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.213.826	16.317.242	2.580.322
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımı	-	-	30.121
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımı	1.213.826	16.317.242	2.550.201
Ticari Borçlar	247.806	396.300	453.620
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	103.462	227.271	133.045
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	144.344	169.029	320.575
Diğer Borçlar	65.316	148.987	1.271.686



BİLANÇO			
(bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	36.501	112.111	1.086.285
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	28.815	36.876	185.401
Türev Araçlar	328.785	-	135.138
Ertelenmiş Gelirler	58.770	41.168	218.719
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	170	-	90.983
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15.103	17.052	16.575
Kısa Vadeli Karşılıklar	18.278	15.504	26.105
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	7.210	7.687	15.152
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	11.068	7.817	10.953
Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	74.563	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.024.612	16.936.253	5.323.839
Uzun Vadeli Borçlanmalar	33.777.015	10.674.504	16.077.334
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	4.043.320
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	33.777.015	10.674.504	12.034.014
Ticari Borçlar	109.918	59.127	40.462
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	109.918	59.127	40.462
Diğer Borçlar	4.355.436	2.939.213	1.806.339
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	4.326.921	2.914.514	1.784.196
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	28.515	24.699	22.143
Ertelenmiş Gelirler	9.809	2.366	5.109
Uzun Vadeli Karşılıklar	12.870	17.270	84.889
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	12.870	17.270	84.889
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.331.957	8.384.835	4.719.450
Uzun Vadeli Yükümlülükler	43.597.005	22.077.315	22.733.583
Ödenmiş Sermaye	303.717	303.717	303.717
Sermaye Düzeltme Farkları	2.936.952	2.936.952	2.936.952
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(2.518)	(10.697)	(9.128)
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç veya Kayıpları	(2.518)	(10.697)	(9.128)
Hisse Senedi İhraç Primleri	5.605.159	5.605.159	5.605.159
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	458.173	455.922	455.922
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	15.519.753	13.551.296	28.120.888
Net Dönem Karı / (Zararları)	(1.970.708)	14.569.592	18.284.556
Toplam Özkaynaklar	22.850.528	37.411.941	55.698.066
Toplam Kaynaklar	68.472.145	76.425.509	83.755.488

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu			
(bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	3.307.707	4.201.418	5.010.863
Satışların Maliyeti	(1.042.720)	(1.581.081)	(1.842.067)
Brüt Kar / Zarar	2.264.987	2.620.337	3.168.796
Genel Yönetim Giderleri	(90.386)	(104.117)	(162.590)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(57.014)	(27.003)	(38.927)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.955.745	10.970.388	10.294.328
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2.297.929)	(1.311.155)	(1.122.752)
Esas Faaliyet Kar / Zarar	5.775.403	12.148.450	12.138.855
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	851.014	178.461	375
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	(7.105)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarındaki paylar	233.832	1.827.297	2.219.062
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar / Zararı	6.860.249	14.154.208	14.351.187
Finansman Gelirleri	2.680.221	2.587.101	10.691.852
Finansman Giderleri	(20.871.251)	(11.839.815)	(23.007.830)
Parasal Kazanç	10.713.859	13.213.133	12.072.651
Vergi Öncesi Karı / Zararı	(616.922)	18.114.627	14.107.860
Vergi Gelir / Gideri	(1.353.786)	(3.545.035)	4.176.696
Dönem Vergi Gideri	(353)	(30)	(121.062)
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	(1.353.433)	(3.545.005)	4.297.758
Dönem Karı / Zararı	(1.970.708)	14.569.592	18.284.556

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 16 Şubat 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer Analizi ("NAD")) ve Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Net Aktif Değer Analizi

GYO'ların ve gayrimenkul yatırım şirketlerinin değerlemesinde sıklıkla kullanılan Net Aktif Değer, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Net Aktif Değer hesaplamasında TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan değerleme raporları ve Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2023 tarihli finansal tabloları dikkate alınmıştır.

Şirket'in 31.12.2023 itibarıyla toplam gayrimenkul portföy değeri **85.488.458 bin TL**'dir. Mevcut portföy kapsamında 31.12.2023 itibarıyla hesaplanan net aktif değer ise **62.823.317 bin TL**'dir. Net Aktif Değer hesaplama tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 6: Rönesans Gayrimenkul NAD Hesaplaması (31.12.2023)

bin TL	Gayrimenkul Tanımı	31.12.2023
Ticari Gayrimenkuller		
Karşıyaka Hilltown AVM	AVM	14.554.465
Maltepe Piazza AVM & Ofis & Konut	AVM & Ofis & Konut	11.380.480
Küçükyalı Hilltown avm & Ofis*****	AVM & Ofis	8.699.485
Optimum İzmir AVM*	AVM	8.042.470
Maltepe Park AVM & Ofis	AVM & Ofis	8.851.795
Samsun Piazza AVM & Otel	AVM & Ofis	7.622.565
Optimum Adana AVM	AVM	7.207.825
Kahramanmaraş Piazza AVM	AVM	4.340.595
Optimum İstanbul AVM*	AVM	4.045.523
Şanlıurfa Piazza AVM	AVM	3.307.485
Optimum Ankara AVM*	AVM	2.899.948
Küçükyalı Ofis & TED Rönesans Koleji*****	Ofis & Okul	2.995.790
Kozzy AVM*****	AVM	727.795
Devam Eden Projeler		
Antalya Arsa (Beachtown)***	Arsa	0
Ümraniye Arsa*	Arsa	796.668
Ataşehir Arsa	Arsa	15.570
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (KDV Hariç)		85.488.458
(+) Diğer Dönen Varlıklar		2.990.591
Nakit ve Nakit Benzerleri**		1.933.233
Finansal Yatırımlar		46.935
Ticari Alacaklar		405.106
Diğer Alacaklar		2.160
Türev Araçlar		88.419
Peşin Ödenmiş Giderler		370.084



bin TL	Gayrimenkul Tanımı	31.12.2023
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		15.178
Diğer Dönen Varlıklar**		129.476
(+) Diğer Duran Varlıklar		2.642.534
Diğer Alacaklar		2.236
Maddi Duran Varlıklar***		82.412
Kullanım Hakkı Varlıkları		179.531
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		1.469
Peşin Ödenmiş Giderler		8.018
Ertelenen Vergi Varlıkları****		0
İndirilecek KDV**		8.540
Diğer Duran Varlıklar**		2.360.328
(-) Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler**(****)		28.298.266
Net Aktif Değer		62.823.317

*Şirket'in iş ortaklıklarındaki ortaklık oranı (%50) doğrultusunda düzeltilmiş halini temsil etmektedir.

**Bağımsız Denetçi Raporu Dipnot 3 uyarınca özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar olarak takip edilen iş ortaklıklarının Rönesans Gayrimenkul'ün payına düşen ilgili bakiyeleri dahil edilmiştir.

***TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2023REVC420 numaralı değerlendirme raporunda 826.180 bin TL pazar değeri takdir edilen Beachtown projesi, 31.12.2023 tarihi itibarıyla hazırlanan özel bağımsız denetçi raporunda maddi duran varlıklarda takip edilen 60.822 bin TL maliyet bedeli ile dikkate alınmıştır.

****Avrupa Kamu Gayrimenkul Birliği tarafından belirlenen standart NAD hesaplama yöntemi olan EPRA NAD hesaplaması, gayrimenkul yatırım iş modelinde gerçekleşmesi beklenmeyen belirli kalemleri (örn. Ertelenmiş vergi) içermeyen net varlık değerini gösterir. Bu doğrultuda Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü bakiyeleri "gerçekleşmesi beklenmeyen" bakiyeler olmalarından ötürü, NAD hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

*****31.12.2023 tarihi itibarıyla hazırlanan özel bağımsız denetçi raporu doğrultusunda;

Küçükyaşı Ofis ve Okul projesinin gerçeğe uygun değerleri hesaplanırken düşülen arsa kiralama borçları, TFRS çerçevesinde söz konusu kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesi zorunluluğu nedeniyle 183.655 bin TL (2022: 79.615 bin TL, 2021: 64.021 bin TL) olarak projenin gerçeğe uygun değerine eklenmiştir.

Hilltown AVM ve Ofis projesinin gerçeğe uygun değerleri hesaplanırken düşülen arsa kiralama borçları, TFRS çerçevesinde söz konusu kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesi zorunluluğu nedeniyle 649.205 bin TL (2022: 348.816 bin TL, 2021: 282.439 bin TL) olarak projenin gerçeğe uygun değerine eklenmiştir.

Kozzy AVM projesinin gerçeğe uygun değerleri hesaplanırken düşülen arsa kiralama borçları, TFRS çerçevesinde söz konusu kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesi zorunluluğu nedeniyle 48.350 bin TL (2022: 24.286 bin TL, 2021: 21.240 bin TL) olarak projenin gerçeğe uygun değerine eklenmiştir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Piyasa Çarpanı Analizi

BİST'te işlem görmekte olan ve portföy yapısı itibarıyla Rönesans Gayrimenkul ile benzer olduğu kabul edilen GYO'lara ilişkin piyasa verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Benzer şirketler grubundaki GYO'ların PD/NAD çarpanlarının ortalaması ve medyanı hesaplanmış ve nihai olarak PD/NAD çarpanı medyan değerinin piyasa çarpanları analizinde dikkate alınması uygun görülmüştür. Tabloda kırmızı ile belirtilip üzeri çizilen çarpan değerleri uç değer olarak kabul edilmiş ve medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Tablo 7: BİST'te İşlem Görmekte Olan Benzer Şirketler

Şirket	15.02.2024 Pay Fiyatı (TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Net Aktif Değer (mn TL)	PD/NAD (x)
Akiş GYO	16,74	13.476	19.904	0,68
Akmerkez GYO	212,80	7.930	5.574	1,42
Avrupakent GYO	48,68	19.472	25.482	0,76
Doğuş GYO	38,08	12.643	7.177	1,76
İş GYO	18,94	18.159	27.706	0,66
Kiler GYO	5,49	7.659	21.232	0,36

Şirket	15.02.2024 Pay Fiyatı (TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Net Aktif Değer (mn TL)	PD/NAD (x)
Nurol GYO	7,53	2.525	3.322	0,76
Özak GYO	9,88	14.385	39.601	0,36
Panora GYO	42,48	3.696	7.021	0,53
Pera GYO	23,40	3.336	1.377	2,42
Servet GYO	329,25	17.121	14.221	1,20
Torunlar GYO	38,20	38.200	80.345	0,48
TSKB GYO	6,70	4.355	3.327	1,31
Yeni Gimat GYO	42,92	10.383	12.824	0,81
Ortalama				0,99
Medyan				0,78

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, benzer şirketler kümesinde bulunan hiçbir şirketin 31.12.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarının henüz KAP'ta yayımlanmadığı görülmektedir. Bu nedenle, benzer şirketler kümesinde bulunan şirketlerin net aktif değeri hesaplanırken, KAP'ta ve şirketlerin internet sitelerinde yayımlanmış en güncel gayrimenkul değerleme raporları ve ilgili şirketlerin 30.09.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları kullanılmıştır. Benzer şirketlerin net aktif değer hesaplama metodolojisi ile uyumlu olabilmesi için Rönensans Gayrimenkul'ün net aktif değeri hesaplanırken, 31.12.2023 tarihli gayrimenkul değerleme raporları ve 30.09.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Rönensans Gayrimenkul'ün 31.12.2023 tarihli toplam gayrimenkul portföyü ve 30.09.2023 tarihli diğer dönen varlıkları, diğer duran varlıkları, kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerine göre hesaplanan net aktif değer hesaplaması bulunmaktadır. Buna göre Şirket'in net aktif değeri **64.036.521 bin TL** hesaplanmaktadır.

Tablo 8: Rönensans Gayrimenkul NAD Hesaplaması (31.12.2023 ve 30.09.2023)

bin TL	Gayrimenkul Tanımı	
Ticari Gayrimenkuller (31.12.2023)		
Karşıyaka Hilltown AVM	AVM	14.554.465
Maltepe Piazza AVM & Ofis & Konut	AVM & Ofis & Konut	11.380.480
Küçükyalı Hilltown avm & Ofis*****	AVM & Ofis	8.234.660
Optimum İzmir AVM*	AVM	8.042.470
Maltepe Park AVM & Ofis	AVM & Ofis	8.851.795
Samsun Piazza AVM & Otel	AVM & Ofis	7.622.565
Optimum Adana AVM	AVM	7.207.825
Kahramanmaraş Piazza AVM	AVM	4.340.595
Optimum İstanbul AVM*	AVM	4.045.523
Şanlıurfa Piazza AVM	AVM	3.307.485
Optimum Ankara AVM*	AVM	2.899.948
Küçükyalı Ofis & TED Rönensans Koleji*****	Ofis & Okul	2.881.716
Kozzy AVM*****	AVM	688.951
Devam Eden Projeler (31.12.2023)		
Antalya Arsa (Beachtown)***	Arsa	0
Ümraniye Arsa*	Arsa	796.668



bin TL	Gayrimenkul Tanımı	
Ataşehir Arsa	Arsa	15.570
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (KDV Hariç)		84.870.715
(+) Diğer Dönen Varlıklar (30.09.2023)		2.471.537
Nakit ve Nakit Benzerleri**		1.596.500
Ticari Alacaklar		380.720
Diğer Alacaklar		3.013
Türev Araçlar		228.750
Stoklar		1.903
Peşin Ödenmiş Giderler		150.248
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		1.445
Diğer Dönen Varlıklar**		108.958
(+) Diğer Duran Varlıklar (30.09.2023)		2.205.760
Diğer Alacaklar		3.320
Türev Araçlar		9.701
Maddi Duran Varlıklar***		63.621
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		1.196
Peşin Ödenmiş Giderler		8.144
Ertelenen Vergi Varlıkları****		0
İndirilecek KDV**		8.540
Diğer Duran Varlıklar**		2.151.447
(-) Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler** (****) (30.09.2023)		25.551.699
Net Aktif Değer		64.036.521

*Şirket'in iş ortaklıklarındaki ortaklık oranı (%50) doğrultusunda düzeltilmiş halini temsil etmektedir.

**Bağımsız Denetçi Raporu Dipnot 3 uyarınca özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar olarak takip edilen iş ortaklıklarının Rönesans Gayrimenkul'ün payına düşen ilgili bakiyeleri dahil edilmiştir.

***TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 2023REVC420 numaralı değerlendirme raporunda 826.180 bin TL pazar değeri takdir edilen Beachtown projesi, 30.09.2023 tarihi itibarıyla hazırlanan özel bağımsız denetçi raporunda TFRS çerçevesinde kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesinden kaynaklanan 40.209 bin TL değeriyle maddi duran varlıklara eklenmiştir.

****Avrupa Kamu Gayrimenkul Birliği tarafından belirlenen standart NAD hesaplama yöntemi olan EPRA NAD hesaplaması, gayrimenkul yatırım iş modelinde gerçekleşmesi beklenmeyen belirli kalemleri (örn. Ertelenmiş vergi) içermeyen net varlık değerini gösterir. Bu doğrultuda Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü bakiyeleri "gerçekleşmesi beklenmeyen" bakiyeler olmalarından ötürü, NAD hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

*****30.09.2023 tarihi itibarıyla hazırlanan özel bağımsız denetçi raporu doğrultusunda;

Küçükyalı Ofis ve Okul projesinin gerçeğe uygun değerleri hesaplanırken düşülen arsa kiralama borçları, TFRS çerçevesinde söz konusu kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesi zorunluluğu nedeniyle 69.581 bin TL (2022: 42.534 bin TL) olarak projenin gerçeğe uygun değerine eklenmiştir.

Hilltown AVM ve Ofis projesinin gerçeğe uygun değerleri hesaplanırken düşülen arsa kiralama borçları, TFRS çerçevesinde söz konusu kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesi zorunluluğu nedeniyle 184.380 bin TL (2022: 175.622 bin TL) olarak projenin gerçeğe uygun değerine eklenmiştir.

Kozzy AVM projesinin gerçeğe uygun değerleri hesaplanırken düşülen arsa kiralama borçları, TFRS çerçevesinde söz konusu kiralama borçlarının bilançoda finansal yükümlülük olarak gösterilmesi zorunluluğu nedeniyle 9.506 bin TL (2022: 9.621 bin TL) olarak projenin gerçeğe uygun değerine eklenmiştir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer GYO'ların PD/NAD çarpanlarının medyanı ve Şirket'in net aktif değeri neticesinde Şirket'in özsermayesi **50.261.017 bin TL** hesaplanmıştır.



Tablo 9: PD/NAD Analizine Göre Rönesans Gayrimenkul Özsermaye Değeri

bin TL	Hesaplama Formülü	Değer
Benzer Şirketler PD/NAD Medyanı	A	0,78x
Rönesans Gayrimenkul Net Aktif Değeri	B	64.036.521
PD/NAD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	$C=A \times B$	50.261.017

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Sonuç

Değerleme çalışması kapsamında net aktif değer analizi ve piyasa çarpanları analizi kullanılmış ve iki yönteme eşit ağırlık verilmesi uygun bulunmuştur.

Tablo 10: Rönesans Gayrimenkul Özsermaye Değeri

bin TL	Hesaplama Formülü	Net Aktif Değer Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Rönesans Gayrimenkul'ün Özsermaye Değeri	A	62.823.317	50.261.017
Yöntemin Ağırlığı	B	50%	50%
Rönesans Gayrimenkul'ün Ortalama Özsermaye Değeri	$C=\sum(A \times B)$	56.542.167	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması neticesinde, Rönesans Gayrimenkul'ün özsermaye değeri **56.542.167 bin TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 11: Rönesans Gayrimenkul'ün 1 Adet Payı Başına Düşen Değer

	Hesaplama Formülü	Değer
Rönesans Gayrimenkul'ün Özsermaye Değeri (bin TL)	A	56.542.167
Rönesans Gayrimenkul'ün Çıkarılmış Sermayesi (bin)	B	303.717
1 Adet Rönesans Gayrimenkul Payı Başına Düşen Değer (TL)	$C=A/B$	186,17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında 1 adet Rönesans Gayrimenkul payı başına düşen değer **186,17 TL** olarak hesaplanmıştır.

Halka arz fiyatı olarak belirlenen **135,00 TL** için halka arz iskontosu **%27,5** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 12: Halka Arz Fiyatına Göre İskonto Oranı Hesaplaması

(TL)	Hesaplama Formülü	Fiyat
1 adet Rönesans Gayrimenkul Payı Başına Hesaplanan Değer	A	186,17
1 adet Rönesans Gayrimenkul Payının Halka Arz Fiyatı	B	135,00
Halka Arz İskontosu	$C=(A-B)/A$	27,5%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Maliyet Yaklaşımı

Ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları yapmak olan yatırım şirketleri için en uygun değerlendirme yöntemi UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında NAD olarak belirlendiğinden ve Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Net Aktif Değer hesaplaması gayrimenkul ekspertiz şirketinin verilerine dayandığından yaklaşım tarafımızca makul bulunmuştur.

5.2 Pazar Yaklaşımı

- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi ana faaliyet alanları gayrimenkul geliştirmek olan şirketler için sahip oldukları gayrimenkul portföylerinin değerleri ön plana çıktığından en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan olarak PD/NAD çarpanının seçilmesini ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmaktayız.
- Portföyünde ağırlıklı olarak kira getirili gayrimenkuller olan GYO'lardan oluşan bir benzer şirketler grubu seçilmesi uygun olmuştur.
- Halka açık benzer şirketler, Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla 31.12.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarını açıklamadıkları için Rönensans Gayrimenkul'ün çarpan değerlemesinde kullanılan net aktif değer hesabının 30.09.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar üzerinden hesaplanmasını uygun bulmaktayız.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, net aktif değer ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Ak Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (Net Aktif Değer ve Piyasa Çarpanları,) Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemle eşit ağırlık verilmesi makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Ak Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 135,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.