

TAB Gıda

AL

İzleme Listesine Ekleme

Başarısı Kanıtlanmış, Büyüyen, Karlı İş Modeli

TAB Gıda'yı %52 artış potansiyeline işaret eden 12 aylık 197.36 TL/hisse hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz. Pazarın üzerinde büyüme sunmaya devam eden, kanıtlanmış iş modeli ve sağlıklı bilançosu ile güçlü nakit yaratma yeteneğinin TAB Gıda için cazip bir yatırım teması oluşturduğuna inanıyoruz.

Geniş marka portföyü ile hızlı servis restoran sektöründe lider

TAB Gıda 5 global (Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro ve Subway), 2 yerli marka (Usta Pideci ve Usta Dönerci) ve 1.615 adet restoran ile Türkiye hızlı servis restoran sektöründe lider konumdadır.

Büyümeyi destekleyici pazar dinamikleri

Genç nüfus, artan şehirleşme ve kadınların iş gücüne katılımının artması, hızlı servis restoran sektöründe büyümeyi destekleyen en önemli faktörlerdir. TAB Gıda, verimli iş modeli, güvenilir ürün kalite ve standartları ile tüketicilere uygun fiyatlı alternatifler sunmaktadır.

Dikey entegrasyonun getirdiği tedarik güvenliği ve verimlilik

TAB Gıda, patatesten, ekmeğe, etten, lojistik hizmetlere kadar uzanan geniş bir ekosistemin parçasıdır. Halihazırdaki iş modeli, tedarik güvenliği sağlarken maliyet ve verimlilik avantajları da yaratmaktadır.

Güçlü finansal yapısıyla büyüme açık

Halka arz ile giren kaynak dikkate alındığında şirketin 2023 sonunda net nakit pozisyonuna geçmesi beklenmektedir. Tahminlerimize göre, toplam restoran sayısının 2022 yıl sonunda 1.468'den 2027 yılı sonunda 2.540'a yükselmesini beklemekteyiz. Öte yandan, restoranların ortalama günlük fiş sayılarında aynı dönemde yıllık ortalama %5,6 oranında büyüme öngörmekteyiz. Büyümenin ağırlıklı olarak franchise iş modelinden gelecek olması tahmin döneminde FAVÖK marjındaki artış destekleyen en önemli faktördür.

Başlıca risk faktörleri :

i) Ekonomik koşulların kötüleşmesi ve maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmaması ; ii) Tüketici eğilimlerinin değişmesi ve obeziteye yönelik endişeler; iii) Yeni mağaza açılışlarının gecikmesi ertelenmesi ve/veya açılış maliyetlerinin artması ; iv) AVM'lere olan talebin azalması ve/veya faaliyetlerinin kısıtlanması ; v) Marka sahiplerinin markalarına ve/veya ürünlerine olan itibarın sarsılması, marka sahipleri ile yapılan sözleşme şartlarında değişikliğe gidilmesi.

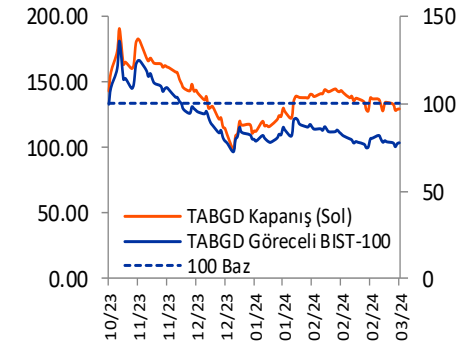
Yükselme Potansiyeli 52%

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	129.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	197.36
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	33,837
Halka Açık PD (mn)	6,791
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	196.9
Hisse sayısı (Adet mn)	261
Takas Saklama Oranı (%)	20
Yabancı Oranı (%)	8

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-10.4	10.5	0.0
ABD \$	-14.4	1.4	0.0
BIST-100 Relatif	-7.5	-7.1	0.0

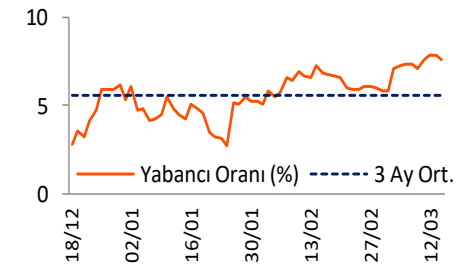
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	93.5	16.6	8.6
PD/DD	35.7	5.0	3.2
FD/FAVÖK	45.1	9.9	5.5

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 129.50 129.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 7.90



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

TAB Gıda

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Tfı Tab Gıda Yatırımları Anc Diğer	79.91 TAB Gıda Türkiye'de Burger King, Sbarro, Popeyes, Arby's, Subway ve My BK Cafe markalarının isim haklarına sahiptir. Usta Dönerci ve Usta Pideci markalarının kurucusudur. Hızlı tüketim sektöründe yer almaktadır.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T	Bilanço (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	3,834	8,620	16,695	30,171	42,194	Dönen Varlıklar	423	834	6,521	8,751	9,508
Brüt Kar (Zarar)	615	1,182	4,040	7,635	10,791	Nakit ve Nakit Benzerleri	29	170	5,450	6,977	7,129
Operasyonel Giderler	325	685	1,647	3,258	4,636	Ticari Alacaklar	213	342	598	1,065	1,469
Esas Faaliyet Karı	290	497	2,393	4,377	6,155	Stoklar	82	147	299	533	735
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	59	72	0	0	0	Diğer Dönen Varlıklar	99	175	175	175	175
Net Finansman Gelir (Gideri)	-504	-262	-301	894	882	Duran Varlıklar	2,321	4,627	6,488	10,282	14,206
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	-153	289	2,074	5,253	7,020	Maddi Duran Varlıklar	1,386	2,286	3,077	4,245	5,796
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-22	-73	42	1,313	1,755	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	98	216	249	324	421
Net Kar	-130	362	2,033	3,940	5,265	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	838	2,125	3,162	5,714	7,990
Düzeltilmiş Net Kar	-130	362	2,033	3,940	5,265	Toplam Varlıklar	2,744	5,461	13,009	19,033	23,715
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	232	569	2,351	3,064	4,400	Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,531	2,744	4,098	5,895	7,675
FAVÖK	621	1,277	3,565	6,434	9,417	Finansal Borçlar	701	1,393	1,950	2,443	3,133
Büyümeler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T	Ticari Borçlar	637	994	1,648	2,952	4,042
Büyümeler						Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	193	357	500	500	500
Net Satışlar	77%	125%	94%	81%	40%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,340	1,769	2,177	2,464	2,859
Faaliyet Karı	n.a	71%	382%	83%	41%	Finansal Borçlar	586	1,454	1,937	2,200	2,568
FAVÖK	809%	106%	179%	80%	46%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	230	218	240	264	290
Net Kar	-53%	n.a	462%	94%	34%	Özkaynaklar	-128	948	6,734	10,674	13,181
Operasyonel Performans						Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-128	948	6,734	10,674	13,181
Brüt Marj	16.0%	13.7%	24.2%	25.3%	25.6%	Ödenmiş Sermaye	32	232	261	261	261
Faaliyet Kar Marjı	7.6%	5.8%	14.3%	14.5%	14.6%	Rezerv ve Diğer Kalemler	-30	353	4,440	6,473	7,655
FAVÖK Marjı	16.2%	14.8%	21.4%	21.3%	22.3%	Dönem Net Karı (Zararı)	-130	362	2,033	3,940	5,265
Efektif Vergi Oranı	14.6%	-25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	Toplam Kaynaklar	2,744	5,461	13,009	19,033	23,715
Net Kar Marjı	-3.4%	4.2%	12.2%	13.1%	12.5%	Nakit Akım (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Özkaynak Karlılığı	a.d	a.d	52.9%	45.3%	44.1%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	385	1,355	3,639	5,701	7,836
Aktif Karlılığı	a.d	8.8%	22.0%	24.6%	24.6%	Düzeltilme Öncesi Kar	-130	362	2,033	3,940	5,265
Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T	Amortisman & İtfa Payları	129	286	1,172	2,057	3,261
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	16.6	8.6	6.4	İşletme Sermayesindeki Değ.	-125	187	247	602	485
FD / FAVÖK (x)	a.d	27.6	9.9	5.5	3.7	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	429	210	188	-898	-1,175
FD / Satışlar (x)	9.2	4.1	2.1	1.2	0.8	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-253	-853	-1,164	-1,696	-2,218
PD / Defter Değeri (x)	a.d	35.7	5.0	3.2	2.6	Sabit Sermaye Yatırımları	-146	-621	-1,164	-1,696	-2,218
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	1.6	7.8	15.1	20.1	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-107	-232	0	0	0
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.0	0.0	0.0	10.6	Serbest Nakit Akım	132	501	2,475	4,005	5,618
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%	Finansman Faal. Kay. Nakit	-225	-361	2,805	-2,478	-5,467
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	1,069	1,180	-3,560	-4,332	-3,425	Finansal Borçlardaki Değişim	220	140	540	756	1,058
Net Borç / FAVÖK (x)	1.7	0.9	a.d	a.d	a.d	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	-2,758
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	1.2	a.d	a.d	a.d	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-446	-500	2,265	-3,234	-3,767
Kaynak: İş Yatırım						Net Nakit Değişimi	-93	141	5,280	1,528	152

TAB Gıda

UFRS Gelir Tablosu (TL mn)	3Ç22	4Ç22	3Ç23	12A20	12A21	12A22	6A23	9A23
Net Satışlar	2,624	2,664	5,079	2,167	3,834	8,620	7,079	12,158
Brüt Kar	444	408	1,128	147	615	1,182	1,474	2,602
Faaliyet Giderleri	206	180	421	196	325	685	593	1,014
Esas Faaliyet Karı	239	228	707	-49	290	497	881	1,588
FAVÖK	304	305	837	68	419	782	1,121	1,958
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	-57	-81	-192	-292	-443	-208	-230	-422
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	182	147	514	-340	-153	289	651	1,165
Vergi Giderleri (Gelirleri)	113	-30	21	30	22	73	314	335
Net Kar	295	116	536	-310	-130	362	965	1,501

Büyüme & Opr. Perf.	3Ç22	4Ç22	3Ç23	12A20	12A21	12A22	6A23	9A23
Büyüme								
Net Satışlar (yıllık)			94%			125%	112%	104%
Faaliyet Gideri (yıllık)			104%			111%	98%	101%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)			196%			71%	2849%	492%
FAVÖK (yıllık)			175%			87%	548%	311%
Net Kar (yıllık)			82%			-377%	-2048%	511%

Marjlar	3Ç22	4Ç22	3Ç23	12A20	12A21	12A22	6A23	9A23
Brüt Marj	16.9%	15.3%	22.2%	6.8%	16.0%	13.7%	20.8%	21.4%
Faaliyet Gideri / Ciro	7.8%	6.7%	8.3%	9.0%	8.5%	8.0%	8.4%	8.3%
Faaliyet Kar Marjı	9.1%	8.6%	13.9%	-2.3%	7.6%	5.8%	12.4%	13.1%
FAVÖK Marjı	11.6%	11.5%	16.5%	3.2%	10.9%	9.1%	15.8%	16.1%
Net Kar Marjı	11.2%	4.4%	10.5%	-14.3%	-3.4%	4.2%	13.6%	12.3%
Effektif Vergi Oranı	-62.1%	20.7%	-4.1%	8.9%	14.6%	-25.2%	-48.2%	-28.8%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	33.4%	9.7%	17.3%	19.1%	10.0%	15.7%	23.8%	21.1%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	7.2%	0.7%	10.7%	11.6%	3.4%	5.8%	12.2%	11.6%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	289%	85%	105%	604%	92%	173%	150%	131%

UFRS Nakim Akım (TL mn)	3Ç22	4Ç22	3Ç23	12A20	12A21	12A22	6A23	9A23
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	877	259	878	413	385	1,355	1,683	2,561
Düzeltilme Öncesi Kar	295	116	536	-310	-130	362	965	1,501
Amortisman & İtfa Payları	65	77	130	117	129	286	240	370
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	96	169	272	403	511	520	129	401
İşletme Sermayesindeki Değ.	421	-103	-60	203	-125	187	350	290
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-688	-240	-334	-162	-253	-853	-822	-1,156
Sabit Sermaye Yatırımları	-196	-155	-402	-111	-146	-621	-401	-803
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-492	-85	68	-51	-107	-232	-421	-353
Serbest Nakit Akım	189	20	544	251	132	501	861	1,406
Finansman Faal. Kay. Nakit	-192	82	-614	-178	-226	-360	-564	-1,178
Finansal Borçlardaki Değişim	-39	133	-353	78	220	140	-77	-430
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-152	-51	-261	-257	-446	-500	-488	-748
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	0	0	0	0	1	0	0	0
Net Nakit Değişimi	-3	102	-70	73	-93	141	297	227

UFRS Bilanço (TL mn)	3Ç22	4Ç22	3Ç23
Dönen Varlıklar		834	2,880
Nakit ve Nakit Benzerleri		170	397
Ticari Alacaklar		342	736
Stoklar		147	6
Diğer Dönen Varlıklar		175	1,741
Duran Varlıklar		4,627	5,440
Finansal Yatırımlar		0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.		0	0
Maddi Duran Varlıklar		2,286	2,647
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		216	310
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar		720	537
Toplam Varlıklar		5,461	8,320
Kısa Vadeli Yükümlülükler		2,744	3,702
Finansal Borçlar		1,393	1,410
Ticari Borçlar		994	1,563
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		357	729
Uzun Vadeli Yükümlülükler		1,769	2,181
Finansal Borçlar		470	449
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		1,300	1,732
Özkaynaklar		948	2,437
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		948	2,437
Toplam Kaynaklar		5,461	8,320

Yatırımlar ve Borçluluk	3Ç22	4Ç22	3Ç23
Net Sabit Sermaye Yatırımları	196	155	402
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	7.5%	5.8%	7.9%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit)	421	-103	-60
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	16.0%	-3.9%	-1.2%
Net Borç (Nakit)	0	1,693	1,462
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)			1.3

**YATIRIM
ÖZETİ**

TAB Gıda'yı %52 artış potansiyeline işaret eden 12 aylık 197.36 TL/hisse hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz. Pazarın üzerinde büyüme sunmaya devam eden, kanıtlanmış iş modeli ve sağlıklı bilançosu ile güçlü nakit yaratma yeteneğinin TAB Gıda için cazip bir yatırım teması oluşturduğuna inanıyoruz. Hisse, 6.95 x 2024T FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine kıyasla %18 iskonto ile işlem görmektedir.

Geniş marka portföyü ile hızlı servis restoran sektöründe lider

TAB Gıda 5 global (Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro ve Subway), 2 yerli marka (Usta Pideci ve Usta Dönerci) ve 1.615 adet restoran ile Türkiye hızlı servis restoran sektöründe lider konumdadır. (Kaynak: Euromonitor*) Sınırlı hizmet veren zincir restoran satışları kategorisinde %26'lık pazar payı ikinci büyük oyuncunun (%8) üç katından fazladır. Yerel tatları da içeren zengin ürün portföyü ile, aynı standartta, hızlı, uygun fiyatlı, hızlı restoran ve paket servisi hizmeti sunmaktadır. 1.615 restoranın 928'i şirketin kendi işlettiği restoranlardan oluşurken, 687 adedi franchise sahipleri tarafından işletilmektedir. Şirket önümüzdeki dönemde, nispeten düşük sermaye gerektiren franchise iş modeline ağırlık vererek büyümeyi hedeflemektedir.

Şirket amiral markası Burger King için en son 29 Mart 2019'da tadil edilen ve uzatılan anlaşma ile 1 Aralık 2032 yılına kadar münhasır geliştirme ve lisans haklarına sahiptir. Şirket benzer haklara Popeyes için 31 Aralık 2026, Sbarro için 31 Aralık 2032, Subway için ise 31 Aralık 2029 yıllarına kadar sahiptir. Şirketin Arby's ile yapmış olduğu sözleşme 31.12.2022 tarihinde bitmiş olup, marka sahibi Brands Inspire Inc. ile sözleşme 31.12.2027'ye kadar geçerli olacak şekilde güncellenmiştir. Şirketin Arby's operasyonları devam etmektedir.

Büyümeyi destekleyici pazar dinamikleri

Genç nüfus, artan şehirleşme ve kadınların iş gücüne katılımının artması, hızlı servis restoran sektöründe büyümeyi destekleyen en önemli faktörlerdir. TAB Gıda, verimli iş modeli, güvenilir ürün kalite ve standartları ile tüketicilere uygun fiyatlı alternatifler sunmaktadır.

Pandemi sonrası gıda enflasyonunun hızlandığı ve alım gücünün gerilediği ortamda şirketin yüksek fiyat artışlarına rağmen büyümesini hem trafik hem hasılat artışı olarak sürdürdüğü görülmektedir.

Güçlü büyüme rakamları, (9A23 döneminde, fiş adedinde ve toplam hasılatta geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla %15,3 ve %104,4 büyüme) yüksek enflasyon nedeniyle üst gelir gruplarından geçişlerin, TAB Gıda markalarından daha ucuz ürünlere kayma düzeyini fazlasıyla telafi ettiğini göstermektedir. Gıda fiyatlarının arttığı dönemde nispeten ucuz ve markasız ürünlerin kalitesi ile ilgili endişelerin artacağı, bu durumun tüketiciyi, kalite ve sağlık açısından güvenilir tedarikçiler kullanan zincir restoranlara yönlendireceği düşünülmektedir.

Şirketin restoranlarının büyük bir kısmı alışveriş merkezlerinde (AVM'lerde) bulunmaktadır. Dolayısıyla, son yıllarda AVM sayılarında gözlenen artış da büyümeyi destekleyen önemli bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Nitekim 2016 yılında 111 milyon m² olan toplam kiralanabilir alan, 2022 yıl sonu itibarıyla 14,1 milyon m²'ye ulaşmıştır.

Dikey entegrasyonun getirdiği tedarik güvenliği ve verimlilik

TAB Gıda, patatesten, ekmeğe, etten, lojistik hizmetlere kadar uzanan geniş bir ekosistemin parçasıdır. Halihazırdaki iş modeli, tedarik güvenliği sağlarken maliyet ve verimlilik avantajları da yaratmaktadır. Bu ekosistemin parçası olan ve TAB Gıda restoranlarına kızarmış patates ve kaplamalı ürünler tedarik eden Atakey Patates (ATAKP.IS) ile finans ve konuk ağırlama sektöründe platform, yazılım ve hizmetleri geliştiren, Zenia isimli programı ile başta Burger King, Popeyes ve Arby's olmak üzere hızlı servis restoranlarına CRM (Müşteri İlişkileri Yönetimi) çözümleri sunan Ata Teknoloji Platformları (ATATP.IS) da BIST 'te işlem görmektedir.

**Çiğ köfte restoranları hariç tutulmuştur.*

Güçlü finansal yapısıyla büyümeye açık

2023 yılı ilk 9 ay sonu itibarıyla şirketin (son 12 aylık veri ile hesaplanan) Net Borç/FAVÖK rasyosu sadece 0.98x olup, bilançosu büyümeye oldukça müsaittir. Halka arz ile giren kaynak dikkate alındığında şirketin 2023 sonunda net nakit pozisyonuna geçmesi beklenmektedir. Tahminlerimize göre, toplam restoran sayısının 2022 yıl sonunda 1.468'den 2027 yılı sonunda 2.540'a yükselmesini beklemekteyiz. Öte yandan, restoranların ortalama günlük fiş sayılarında aynı dönemde yıllık ortalama %4,6 oranında büyüme öngörmekteyiz. Büyümenin ağırlıklı olarak franchise iş modelinden gelecek olması tahmin döneminde FAVÖK marjındaki artışı destekleyen en önemli faktördür. Nitekim, şirketin FAVÖK marjının 2022 yıl sonunda %14,8'den 2027 yılında %23 oranına yükseleceğini tahmin etmekteyiz. Son olarak, şirketin yarattığı FAVÖK'ün %40,5'i faaliyetlerden nakit akımına dönüşmekte ve büyüme için ciddi bir kaynak oluşturmaktadır. Şirketin işletme sermayesinin negatif olması şirketin nakit yaratımına güçlü katkı sunmaktadır. Tahmin dönemi boyunca işletme sermayesinin satışların yaklaşık -%7-8'ini oluşturacağını tahmin etmekteyiz.

Ağırlıklı franchise ile büyüme ve markalar arası sinerji büyüme ve karlılığı destekliyor

Tahminlerimize göre, 2022-2027 yılları arasında açılmasını öngördüğümüz toplam 1.072 yeni restoranın 843 adedi franchise restoranlardan kaynaklanmaktadır. Hasılat içinde franchise gelirlerinin artması doğrudan FAVÖK marjını olumlu etkileyen bir faktördür. Nitekim, şirket franchise sahiplerinden tahsil ettiği, ciroları üzerinden alınan telif hakkı ücreti ve bir kereye mahsus alınan açılış bedelleri ve diğer ücretlerden marka sahiplerine pay ödemekte, bunun dışında bir gidere katlanmamaktadır. Özellikle AVM'lerin çoğunda şirketin tüm marka portföyü ile bulunması, AVM'ler nezdinde pazarlık gücünü arttırmanın yanı sıra, operasyonel sinerjiler yaratmakta, müşterilerin ihtiyaçlarını büyük ölçüde karşılamakta ve karlılığa olumlu katkı yapmaktadır.

Halka arz gelirlerinin kullanımı

Şirket halka arzdan sermaye artışı yoluyla elde ettiği 3,75 milyar TL tutarında halka arz gelirlerinin %40-45'ini yatırım finansmanı, %20-25'ini yenilenebilir enerji yatırımları (elektrik masrafları 2022 yıl sonu itibarıyla şirketin toplam faaliyet giderlerinin %0,8'ini oluşturmaktadır), %20'sini borç optimizasyonu ve kalan %15'ini teknoloji yatırımları için kullanmayı planlamaktadır. Şirket, müşterilerine dijitalleştirilmiş ve kişiselleştirilmiş hizmetler sunmak, restoran segmentasyonu ve fiyatlama modelleri için yapay zeka kullanımı ve e-ticaret platformları ile entegrasyon amaçlı teknoloji yatırımları yapmaktadır.

Enflasyon Muhasebesinin Etkisi

Şirket 2023/4Ç finansallarını enflasyon düzeltmesi (UMS-29) ile açıklayacaktır. Enflasyon düzeltmesinin finansallara tam etkisini tahmin etmek güç olmamakla birlikte, stok dönemlerinin oldukça kısa olması nedeniyle marjlar üzerinde sınırlı bir aşağı yönlü etki bekliyoruz. Ayrıca, gelir tablosu kalemlerinin 2023 yıl sonuna taşınacak olmasının mutlak değerleri yukarı çekmesi beklenir. Öte yandan, halka arzdan elde edilen gelir 2023 yılının son çeyreğinde elde edildiğinden, parasal kaybın da sınırlı olmasını bekleriz. Ayrıca, gelir tablosu kalemleri 2023 yılına taşındığı için artış olacaktır.

**YATIRIM
RİSKLERİ****Ekonomik koşulların kötüleşmesi ve maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmaması**

Ekonomide daralma, yüksek enflasyon, alım gücünün sert bir şekilde gerilemesi, işsizliğin artması gibi sebepler ile ekonomik koşulların kötüleşmesi şirketin satışlarını, restoran açılışlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmasını güçleştirerek marjlar üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Öte yandan, ekonomik koşullarda bozulma, franchise işletmecilerinin ekonomik durumlarını olumsuz etkileyerek bu alandaki büyümeyi de sınırlayabilmektedir.

Tüketici eğilimlerinin değişmesi ve obeziteye yönelik endişeler

Tüketici eğilimlerinin ve tercihlerin hızlı servis restoranlar aleyhine değişmesi, obeziteye yönelik endişeler ve yasa koyucunun bu yönde özellikle çocuklar ve gençlerin tüketimine karşı kısıtlamalar getirmesi ve şirketin bu durum karşısında ürün kompozisyonunda zamanında ve tam anlamıyla uyarlama gerçekleştirememesi, önümüzdeki dönem büyüme ve karlılık tahminlerimiz için risk oluşturabilmektedir.

Yeni mağaza açılışlarının gecikmesi ertelenmesi ve/veya açılış maliyetlerinin artması

Gerek ekonomik koşullar gerekse rekabet koşulları nedeniyle mağaza açılışlarının öngördüğümüz hızın altında gerçekleşmesi ve/veya maliyetlerin beklentilerin üzerinde kalması tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturabilmektedir. Diğer bir risk unsuru da, alternatif yatırımların cazibesinin artması ve diğer çeşitli nedenlerden dolayı franchise almaya yönelik yatırımcı iştahının azalması olarak sayılabilmektedir. Nitekim, ileriye dönük büyüme beklentilerimiz büyük bir kısmı franchise iş modeli kaynaklıdır.

AVM'lere olan talebin azalması ve/veya faaliyetlerinin kısıtlanması

Şirketin restoranlarının büyük bir kısmı AVM'lerde yer almaktadır. Herhangi bir sebeple AVM'lerde müşteri trafiğinin azalması, çalışma saatlerinde kısıtlamaya gidilmesi faaliyetleri üzerinde olumsuz etki yaratabilecektir.

Ana marka sahipleri ve onlar ile yapılan sözleşmeler ile ilgili riskler

Marka sahiplerinin markalarına ve/veya ürünlerine olan itibarın sarsılması, marka sahipleri ile yapılan sözleşme şartlarında değişikliğe gidilmesi, şirketin faaliyetlerini olumsuz etkileyebilmektedir.

ŞİRKET
ÖZETİ

SUBWAY

Bir Bakışta TAB Gıda

TAB Gıda, 1994 yılında kurulmuş ve hızlı servis restoran sektöründe faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirketin iş modeli iki farklı tür restoran işletmeciliğini içermektedir. Bunlardan ilki şirketin kendisinin yatırım yaparak açtığı ve işlettiği restoranları içeren restoran işletmeciliği iken, diğeri franchising sistemi olarak adlandırılan ve şirket markalarının adları altında işletmesinin franchise hakkı verilen yatırımcılar tarafından yürütüldüğü işletmecilik modelidir. Şirket ikinci tür iş modelinde açılış bedeli, royalti bedeli, proje onay bedeli, ekipman kira bedeli, sisteme giriş bedeli gibi gelirler elde eder.

Ana franchise anlaşması, esas marka hak sahiplerinin kendi markalarının kullanım hakkını bir şirketin belirtilen coğrafya ve belirtilen sürede tek başına temsil edebilmesini sağlayan anlaşmalardır. TAB Gıda, 1995 yılında Burger King restoranlarının ana franchise olma haklarını aldıktan sonra hızlı servis restoran (HSR) sektöründe faaliyetlerine başlamıştır.

2006 yılında Sbarro ve 2007 yılında Popeyes markalarını satış ağına ekleyerek hem ürün çeşitliliğini hem de pazardaki payını artırmıştır. Şirket, hızlı servis restoran ağını genişletmeye 2010 yılında Arby's markasını da dahil ederek devam etmiştir. 2013 yılında Usta Dönerci markası ile global markalara bir alternatif olarak geleneksel tatları da tüketici ile buluşturan şirket, 2019 yılında yine kendi markası olan Usta Pideci ile global markalara kendi bünyesinde bir alternatif sunmuş ve müşteri tabanını genişletmeyi başarmıştır. Şirket son olarak 2022 yılında Subway'yi de bünyesine dahil ederek 5 global marka ana franchise ve 2 yerel marka sahipliği ile Türkiye'nin en büyük hızlı servis restoran zinciri olmuştur.

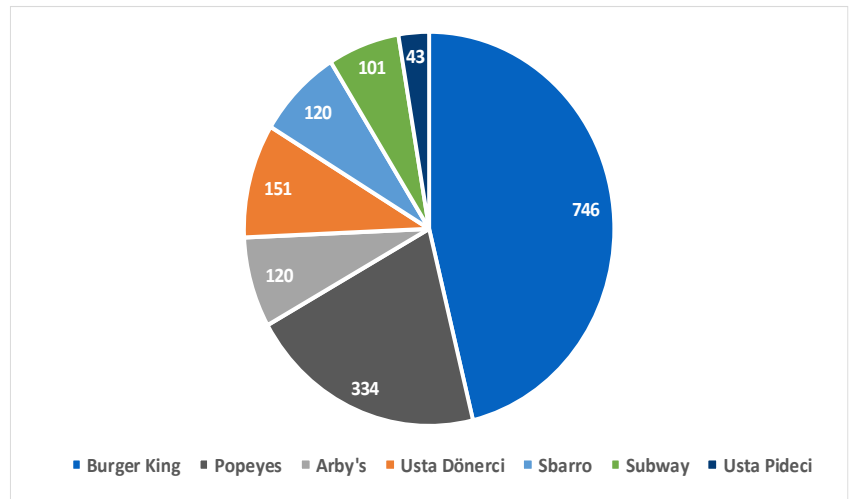
Şirket 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla 15.498 çalışanı ve 1.615 restoranı ile kendi işlettiği ve alt franchise dahil toplam 4 ülke (Türkiye, Kuzey Kıbrıs, Gürcistan ve Kuzey Makedonya) ve 79 şehirde müşterilerine hizmet vermektedir.

TAB Gıda markaları zengin ürün çeşitlilikleri ile geniş bir müşteri tabanına hitap etmektedir. Şirketin hamburgerden İtalyan mutfağına, pide, iskender, lahmacun gibi yerel lezzetlerden çıtır kızartma türevlerine, tatlılardan tost türü atıştırmalıklara, dondurmadan kahveye oldukça geniş olan ürün seçenekleri geniş bir yaş aralığındaki ve farklı ihtiyaca sahip müşteri kitlesine hitap edebilmektedir. Şirketin ürün çeşitliliği, rekabet gücünü arttırmakta ve dönemsel olarak farklılaşabilecek müşteri talebini kendi bünyesinde cevap verebilmesini sağlayarak hızlı servis restoran sektöründeki konumunu güçlendirmektedir. Şirket, pazarlama stratejisini geniş ürün çeşitliliği sayesinde gözlemleyebilmekte ve kampanya yönetimi ile markaları arası trafiği ve satışı artırabilmektedir.

Grafik:

Sistem Genelindeki Restoran
Sayısı

Kaynak: Şirket



TAB Gıda

Şekil: Ürün Portföyü



Kaynak : Şirket Sunumu

Şekil: Şirketin İçinde Bulunduğu Ekosistem



Kaynak : Şirket Sunumu

TFI TAB Gıda Yatırımları, yaklaşık 3.000 restoranı ve 55.000'i aşkın çalışanıyla, Türkiye ve Çin'deki lider hızlı servis restoran (HSR) zinciri işletmecisidir ve TAB Gıda'nın %50 hissedarıdır. (<https://www.tabfoods.com/tr/tfi/tfi-hakkinda>) Grup organizasyon yapısının çatı şirketi olan TFI TAB Gıda Yatırımları'nın ana faaliyet alanını Türkiye ve Çin'de yürüttüğü hızlı servis restoran operasyonları oluştururken, bu operasyonların ürün tedariki, pazarlama, depolama ve lojistik hizmetleri de büyük ölçüde yine TFI TAB Gıda Yatırımları'nın sahip olduğu ekosistem tarafından sağlanmaktadır.

Dikey Entegrasyon

TFI TAB Gıda Yatırımlarının kurduğu ekosistem, kendi içinde dikey bir entegrasyon ile üretim, pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini etkin bir biçimde yürütmektedir.

TAB Gıda markalarında kullanılan et ürünleri Ekur Et Entegre tesislerinde üretilmektedir. Toplam 93.315 m2 alan üzerinde kurulmuş olup, 50.500 m2 kapalı alanda faaliyet gösteren tesis yılda 33.600 ton karkas et işleme kapasitesine sahiptir.

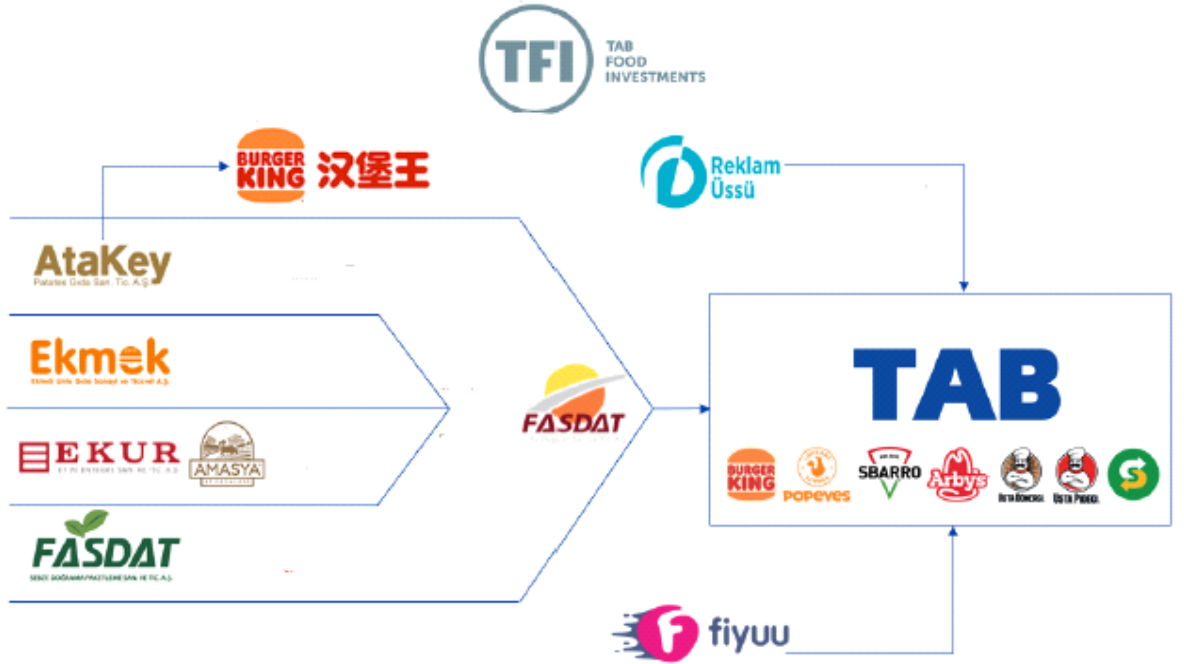
Ekosistemin parçası olan Atakey, markalara patates tedariki sağlamaktadır. Atakey, aylık ortalama 4.000 tonu Türkiye, 2.500 tonu ise Çin'e olmak üzere toplam 6.500 ton patates üretmektedir.

Markaların unlu mamul ihtiyacı Ekmek Unlu Gıda tarafından karşılanmaktadır. Şirket iki fabrikasında saatte 6 ton hamur işleme kapasitesine sahiptir.

Markaların salata ihtiyacı Fasdat Sebze Doğrama Tesisleri'nden sağlanırken, lojistik hizmeti ekosistemdeki bir diğer şirket olan Fasdat Gıda tarafından karşılanmaktadır.

Reklam üssü reklam ve dijital pazarlama hizmeti sunarken, Fiyuu dijital teslim platformu olarak faaliyet göstermektedir.

Şekil 3: Organizasyon Yapısı



Kaynak: Şirket

TAB Gıda Restoran Markaları

Burger King

1954 yılında kurulan Burger King dünyanın ikinci büyük hamburger restoran zinciri olup,100'den fazla ülkede 18.700 noktada ürünlerini tüketici ile buluşturmaktadır. (<https://www.bk.com/about-bk>) Markanın Türkiye operasyonları 1995 yılından bu yana TAB Gıda tarafından yürütülmektedir. Sistem genelinde 746 restoranı ile hizmet veren markanın 341 restoranının işletmeciliği franchise hakkını alan yatırımcılar tarafından yapılmaktadır. Markanın ürün kategorileri burgerler, salatalar, kızartılmış çıtır lezzetler, kahvaltı ürünleri, çocuk menüleri, tatlılar, içecekler ve soslardan oluşmaktadır.

Popeyes

1972'de New Orleans'ta ilk restoranını açan marka 1976 yılında ilk franchise restoranını Louisiana'da açmıştır. Marka dünya genelinde 3.700'ün üzerinde lokasyonda müşterilerine hizmet vermektedir. (<https://www.popeyes.com/our-story>) TAB Gıda 2007 yılında markayı Türkiye'ye getirmiş ve tüketici ile buluşturmuştur. Popeyes menüsünde kızarmış ve çıtır soslu tavuk ürünleri, sandviç ve salatalar, yan ürünler, içecek ve tatlı gibi oldukça geniş bir ürün yelpazesine yer vermektedir. 31 Aralık 2023 itibariyle, sistem geneli Popeyes restoran sayısı 334 olup, bu restoranların 288'i TAB Gıda ve 46'sı franchise restoranlarından oluşmaktadır.

Arby's

1964 yılında kurulan Arby's, dünya genelinde 9 ülkede 3.500 noktada et ürünleri ağırlıklı sandviçlerini tüketiciye sunmaktadır. (<https://www.arbys.com/about-us/>) TAB Gıda Arby's markasını 2010 yılında sahip olduğu markalara dahil etmiştir. Marka biftek sandviç ve kaburga gibi kırmızı et ürünlerinin yanı sıra tavuk sandviç, kızarmış patates ve yan ürünler, salatalar, tatlılar ve içeceklerden oluşan bir menüye sahiptir. 31 Aralık 2023 itibariyle, sistem geneli restoran sayısı 120 olup, bu restoranların 114'i TAB Gıda ve 6'sı franchise restoranlarından oluşmaktadır.

Sbarro

Sbarro 1956 yılında Brooklyn'de kurulmuştur. Günümüzde 28 ülkede ve 630 noktada tüketiciyi İtalyan mutfağı ile buluşturmaktadır. (<https://sbarro.com/about/>) TAB Gıda, Sbarro'yu 2016 yılında Türkiye'ye getirmiştir. Markanın öne çıkan ürünleri İtalyan mutfağına özgü pizza, makarna ve salatalardır. Bunun yanı sıra ürün kategorisinde Türkiye'ye ait geleneksel pide çeşitleri, içecek, tatlı ve ek ürünler de bulunmaktadır. 31 Aralık 2023 itibariyle, sistem geneli restoran sayısı 120 olup, bu restoranların 36 tanesi TAB Gıda ve 84'ü franchise restoranlarından oluşmaktadır.

Subway

1965 yılında, Connecticut'ta ilk Subway restoranı açılmış ve taze ve uygun fiyatlı Subway sandviçleri müşteriye sunulmuştur. Günümüzde 100 ülkede 37.000 restoranda hizmet sunan marka dünyanı en büyük restoran markalarından biridir. (<https://www.subway.com/en-gb/aboutus/history>). TAB Gıda 2022 yılında kapanış dahil net 76 adet Subway restoranını şirket bünyesine dahil etmiştir. 31 Aralık 2023 itibariyle şirket tarafından işletilen restoran sayısı 1 ve franchise tarafından işletilen restoran sayısı 100 olmak üzere toplam 101 adet Subway restoranı bulunmaktadır.

Usta Dönerci

TAB Gıda Usta Dönerci'yi 2013 yılında kurmuştur. Usta Dönerci et döner, tavuk döner, köfte, içecek, tatlı ve çocuk menüsü seçenekleriyle geleneksel ürünleri ulaşılabilir fiyatta tüketiciye sunmayı hedeflemiştir (<https://www.ustadonerci.com/tr/hakkimizda/>). Marka 2020 yılında kabul aldığı Turquality Teşvik Programı'ndan Gürcistan ve Kuzey Makendonya'daki Usta Dönerci restoranlarında faydalanmaktadır. Program Türk markalarının yurtdışı pazarında salt ihracatı değil markalaşma sürecini destekleyen Ticaret Bakanlığı'nca yürütülen bir programdır. (<https://www.turquality.com/hakkimizda/>). Sistem geneli restoran sayısı 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla 78'i franchise olmak üzere toplam 151 adettir.

Usta Pideci

TAB Gıda'nın kendi markası olan Usta Pideci 2019 yılında kurulmuştur. Markanın ürünleri pide çeşitleri, lahmacun, çorbalar, tatlılar ve içeceklerden oluşmaktadır. (<https://www.ustapideci.com.tr/hakkimizda/usta-pideci>) TAB Gıda bu sayede kendi bünyesinde tüketiciye sunduğu geleneksel yemek ürünlerini çeşitlendirebilmiş ve bu ürünlere olan talebi karşılama kapasitesini artıran şirketin pazardaki konumu güçlenmeye devam etmiştir. 31 Aralık 2023 itibarıyla markanın sistem geneli restoran sayısı 43 olurken, bunların franchise tarafından işletilenlerinin sayısı 32'dir.

Tablo: Hasılat

Hasılat (Milyon TL)	2020	2021	2022	9A22	9A23
Restoran Satışları	1,026	3,402	7,739	5,359	10,961
Franchise Gelirleri	155	323	646	463	1044
Franchise Restoranlara Yapılan Satışlar	84	105	225	160	226
Diğer Satışlar	3	4	10	0	3
Toplam	2,167	3,834	8,620	5,982	2,993

Kaynak: Şirket

Şirketin hasılatı, restoran satışları, franchise restoran gelirleri, franchise restoranlara yapılan satışlar ve diğer satışlar kalemlerinden oluşmaktadır. Restoran satışları, şirketin kendi restoranlarından yaptığı satışlardır. Franchise gelirleri, franchise restoranlardan alınan kullanım hakkı ücreti, franchise açılış ücreti ve franchise sözleşmesi yenileme ücretlerinden oluşmaktadır. Franchise restoranlara yapılan satışlar, şirketin yeni franchise restoranlar için anahtar teslim açılış imkanı sunduğu restoranların faaliyete geçince şirkete ödemiş olduğu bedeli ifade etmektedir. Diğer satışlar, şirketin üçüncü taraflara yaptığı satışları kapsamaktadır.

Hasılat toplamı 2020 yılında yaklaşık 2,2 milyar TL iken, 2021 yılında %77 büyüme göstererek 3,8 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2022 yılında da 2021 yılına kıyasla %125 yükselerek 8,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk 9 aylık satışları, 2022 yılının ilk 9 aylık satışları ile kıyaslandığında %104 artış göstermiştir.

Tablo: Satışların Marka Bazlı Kırılımı*

Satışlar (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Burger King	1,983	2,398	3,046	2,292	3,834	8,269
Popeyes	397	400	542	388	864	2,345
Arby's	68	105	140	77	184	493
Usta Dönerci	102	143	192	95	189	488
Sbarro	75	105	121	57	136	439
Subway	0	0	0	0	0	90
Usta Pideci	0	0	2	17	35	68
Toplam	2,625	3,151	4,043	2,926	5,242	12,192

Kaynak: Şirket

* Şirketin kendi işlettiği restoranların ve franchise restoranların satış gelirleri toplamının markalara göre dağılımını göstermektedir.

Markaların 2017-2022 yılları arası satışları incelendiğinde tüm yıllarda Burger King markasının en yüksek ciroal katkısı sağladığı görülmektedir. Popeyes yaklaşık 2,4 milyar TL satış geliri ile ikinci sırada yer alırken, Arby's, Usta Dönerci ve Sbarro markalarının gelirlerinin birbirlerine yakınsadığı gözlemlenmektedir. Şirket Subway markasını kendi bünyesine 2022 yılı Ekim ayında dahil ettiğinden Tablo 3'te 2022 yılının Ekim, Kasım ve Aralık ayı satış gelirlerini içermektedir. Usta Pideci markası 2019 yılında kurulduğundan, Tablo 3'te markanın gelirleri 2019 yılı ve sonrası için yer almaktadır.

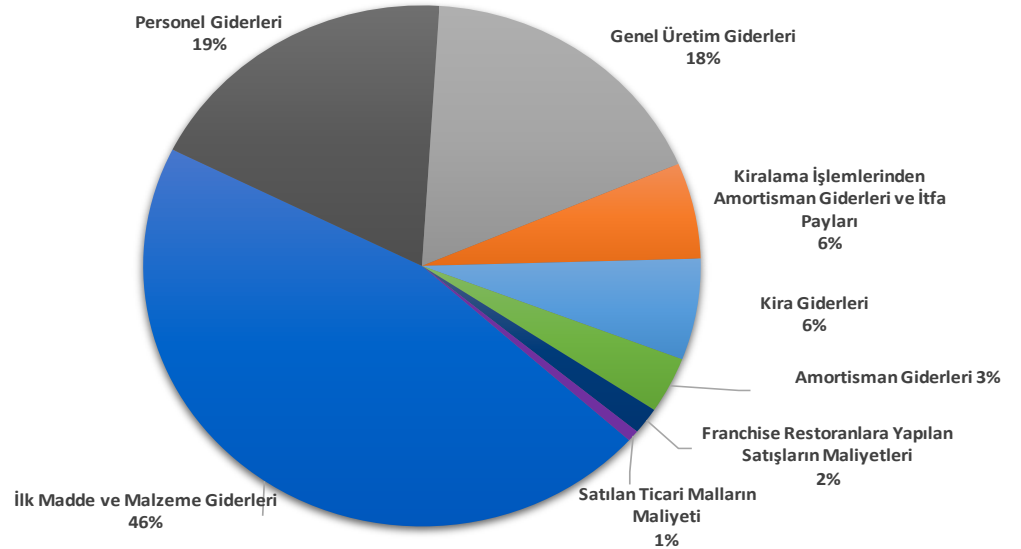
Tablo: Restoran Sayısı

Restoran Sayısı	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Burger King	644	651	657	658	683	718	746
Popeyes	191	208	216	228	244	282	334
Arby's	59	76	78	78	81	94	120
Usta Dönerci	114	143	137	136	142	150	151
Sbarro	78	80	74	79	88	110	120
Subway	0	0	0	0	0	76	101
Usta Pideci	0	0	24	41	43	38	43
Toplam	1,086	1,158	1,186	1,220	1,281	1,468	1,615

Kaynak: Şirket

Şirket gelirleri marka bazlı incelendiğinde de ortaya çıkan farkın temel sebebini markaların restoran sayıları arasındaki farktan kaynaklandığı görülmektedir. Nitekim en yüksek restoran sayısına Burger King markası sahip olduğundan en büyük katkıyı da Burger King toplam satışları sağlamaktadır. Popeyes markası da benzer şekilde hem restoran sayısı hem de satış gelirleri anlamında ikinci sırada yer almaktadır. 2022 yılına gelindiğinde Arby's ve Usta Dönerci markalarının restoran sayılarında farklılık olmasına rağmen benzer satış gelirlerine sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu durumun sebebi restoran kampanyalar ve buna bağlı mağaza trafiği, online paket servis sipariş adedi büyümesi gibi sebeplerle açıklanabilmektedir.

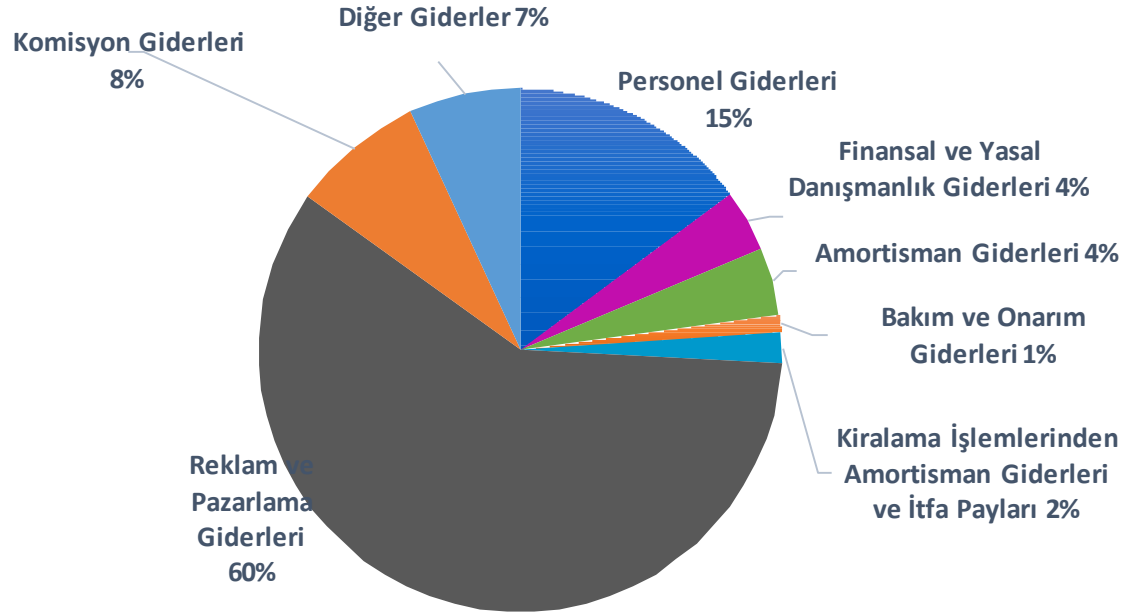
Grafik: Satışların Maliyeti (9A23)



Kaynak: Şirket

Satışların maliyeti 2021 yılı ile kıyaslandığında, %131 artış göstererek 7,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. Grafikte de görüldüğü üzere satışların maliyetinin en önemli kalemini ilk madde ve malzeme giderleri oluşturmaktadır. Bunu sırasıyla personel giderleri ve genel üretim giderleri takip etmektedir. Genel üretim giderleri içinde yer alan enerji ve paket servis maliyetleri özellikle pandemi sürecinde yükseliş göstermiştir. Bu sebeple genel üretim giderleri, 2022 yılında 2021 yılına oranla %160 yükseliş göstererek 1,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Grafik: Operasyonel Giderler (9A23)



Kaynak: Şirket

Grafik'deki diğer giderler kalemine tahliye bedellerinin itfa payları, sigorta giderleri, şüpheli alacak karşılığı, hisse bazlı ödeme giderleri, resim, harç ve diğer vergi giderleri, dava karşılıkları ve seyahat giderleri de diğer kalemine dahil edilmiştir.

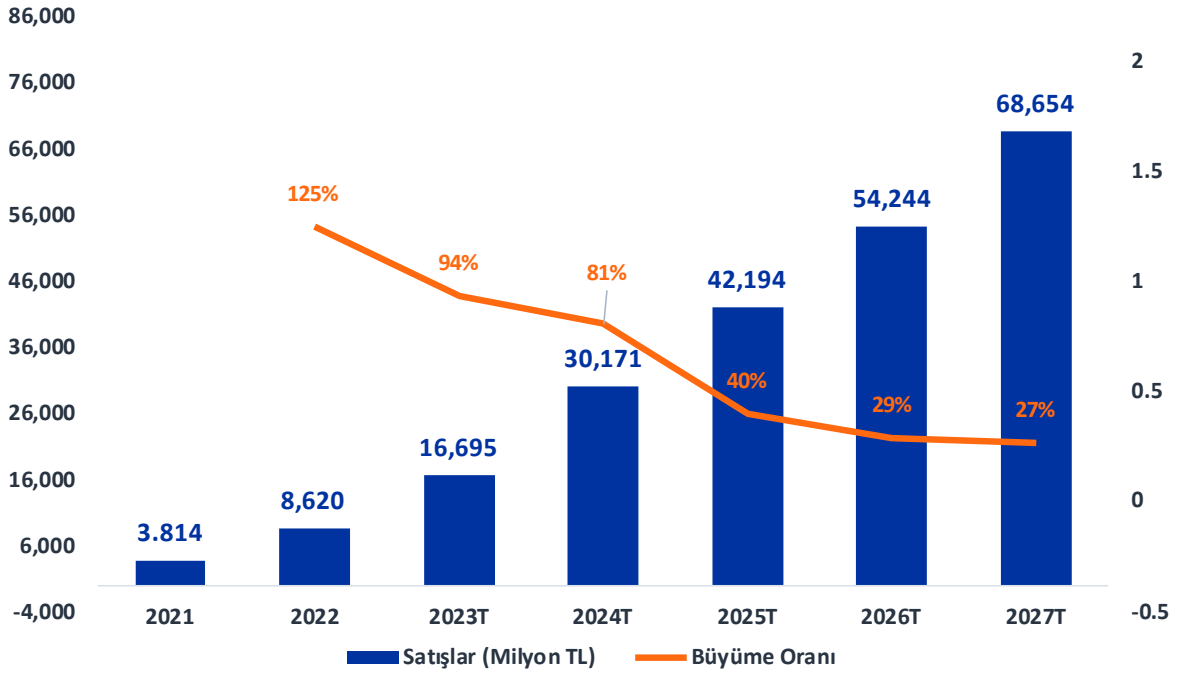
Şirketin operasyonel giderleri toplamı 2022 yıl sonunda 685 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Operasyonel giderlerin alt kırılımları incelendiğinde operasyonel giderlerin içindeki en büyük payın %60 oranı ile reklam ve pazarlama giderlerine ait olduğu görülmektedir. Şirket reklam ve kampanyalara büyüme stratejisinin bir parçası olarak önem vermektedir. Operasyonel giderlerin içinde öne çıkan bir diğer kalem %8 oranı ile komisyon giderleri olmuştur. Komisyon giderleri, yemek siteleri üzerinden alınan siparişler için bu site sahiplerine ödenen komisyon tutarlarını ifade etmektedir.

FİNANSAL
ANALİZ

Satışlar

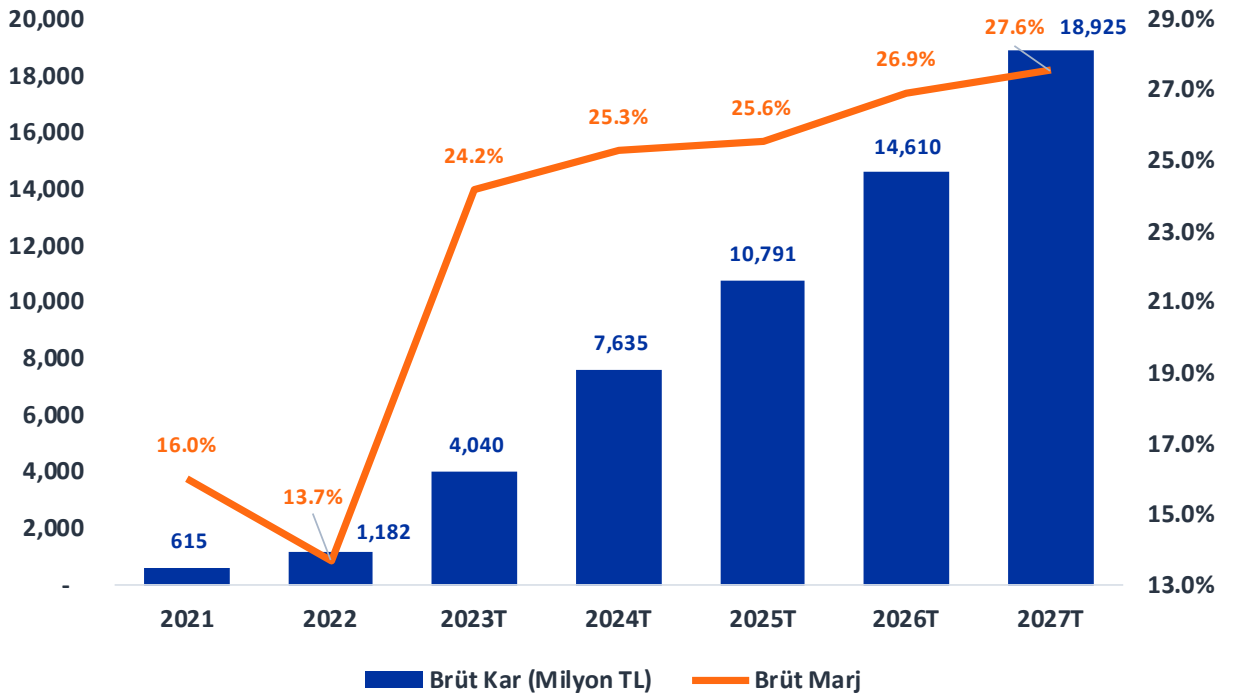
Net satışlar 2022 yılında pandemi sonrası normalleşmenin de etkisiyle yıllık bazda %125 büyümeye göstermiştir. Uzun vadede şirketin restoran açılışları ve enflasyon üstü fiyatlandırması ile beraber güçlü satış büyümesinin devam edeceğini öngörmekteyiz.

Grafik: Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

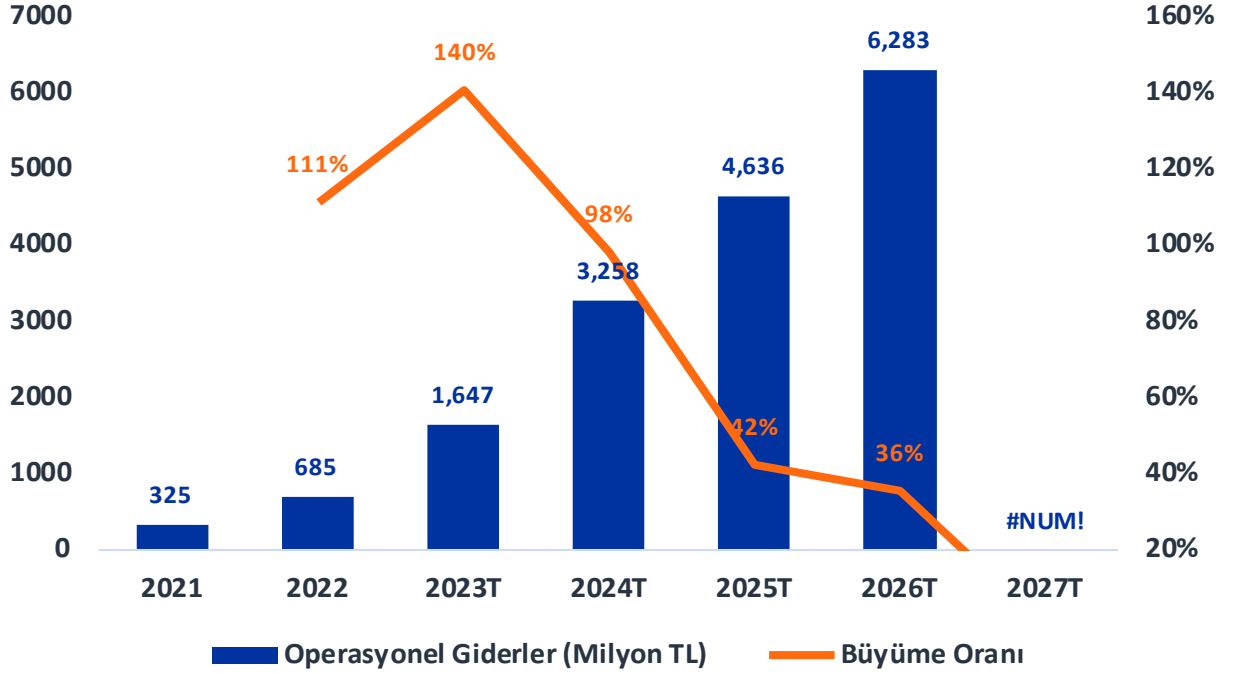
Grafik: Brüt Kar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Brüt kar, 2022 yılında satış büyümesinin altında yıllık bazda %92 büyümeye göstermiştir. Brüt kar marjı ise 2021 yılında kaydedilen %16'ya kıyasla yaklaşık 230 baz puan daralma ile %13,7'ye düşmüştür. Brüt kar marjının enflasyon üstü fiyat artışları ile beraber uzun vadede %20 üstü seviyelerde kalmasını beklemekteyiz.

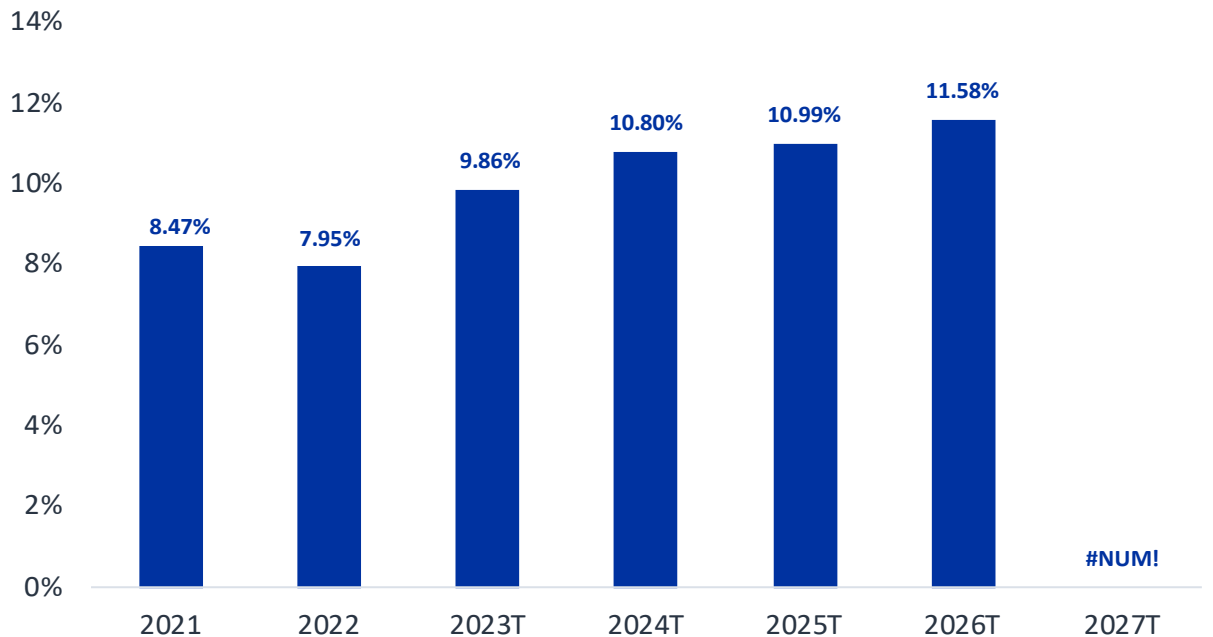
Grafik: Operasyonel Giderler



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

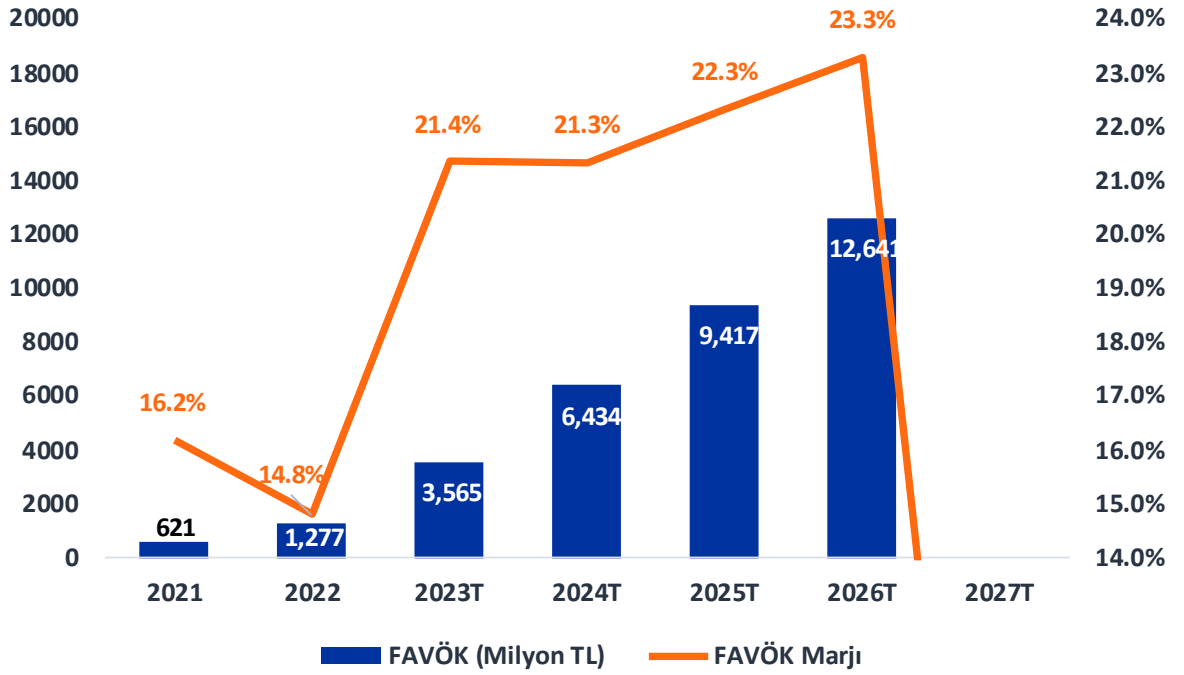
Şirketin operasyonel giderleri 2022 yılında %111 büyümeye ile 685 milyon TL seviyesine yükselirken personel ve reklam giderlerindeki artışa rağmen operasyonel giderlerin satışlara maliyeti %8,5'ten %8'e gerilemiştir. Uzun vadede ise, operasyonel giderlerin satışlara maliyetinin %5-6 seviyesinde kalacağını düşünmekteyiz.

Grafik: Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

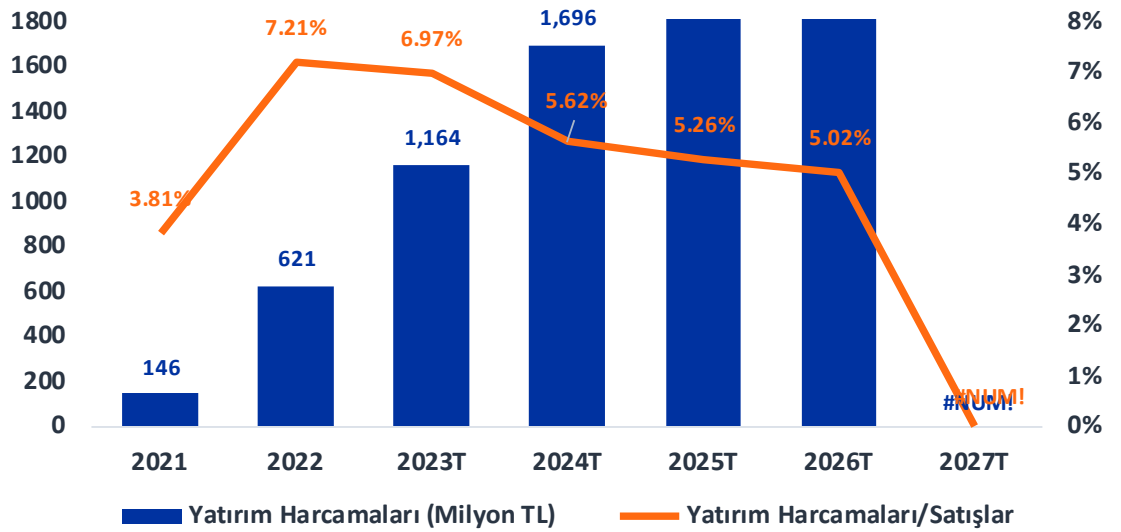
Grafik: FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

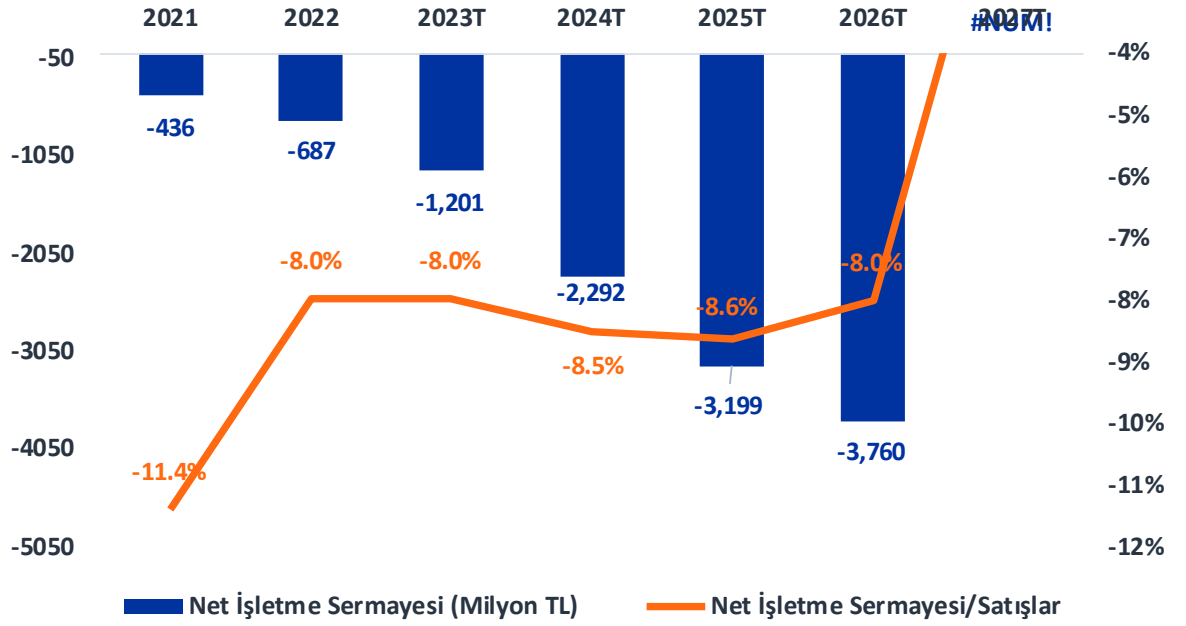
Şirketin güçlü operasyonel gider kontrolüne rağmen, brüt kar marjındaki düşüş sebebi ile FAVÖK marjı 2022 yılında 2021 yılına kıyasla 150 baz puan daralma ile %14,4 seviyesine gerilemiştir. Fiyat artışları ve sıkı maliyet yönetimi ile beraber şirketin FAVÖK marjının 2023 yılında %20 seviyesini aşmasını beklemekte ve uzun dönemde ise iyileşme göstermeye devam edeceğini öngörmekteyiz.

Grafik: Yatırım Harcamaları



2021 yılını 146 milyon TL yatırım harcaması ile kapatan şirket 2022 yılında 621 milyon TL yatırım harcaması yaparak yatırım harcamalarının satışlara oranını %7,21 oranına yükseltmiştir. Şirketin yatırım harcamalarının satışlara oranında hafif bir düşüş beklemekteyiz.

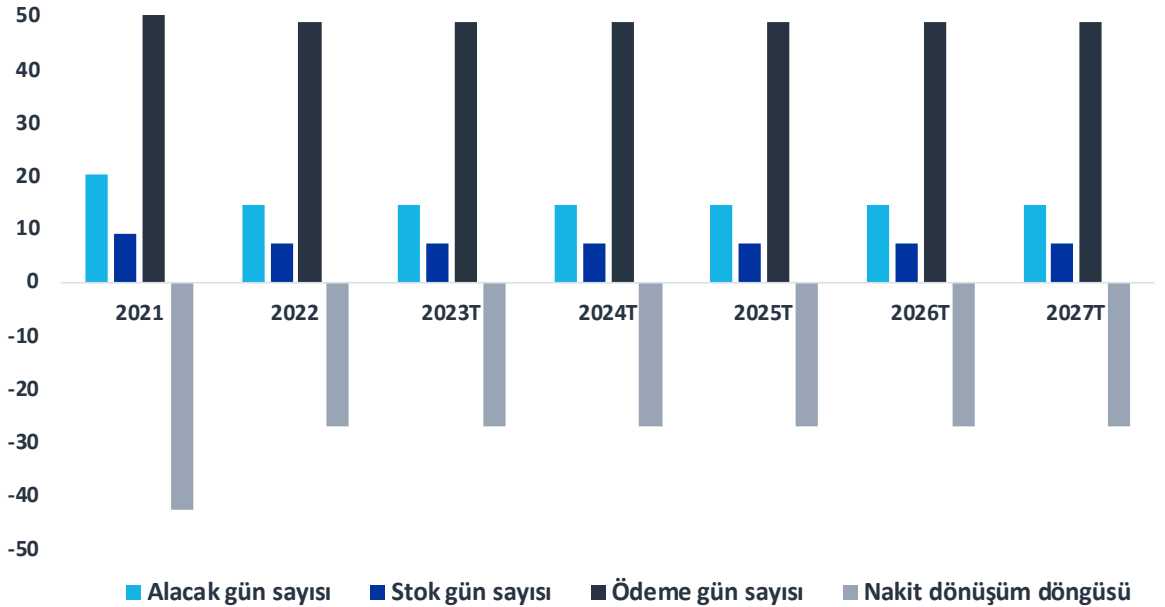
Grafik: Net İşletme Sermayesi



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

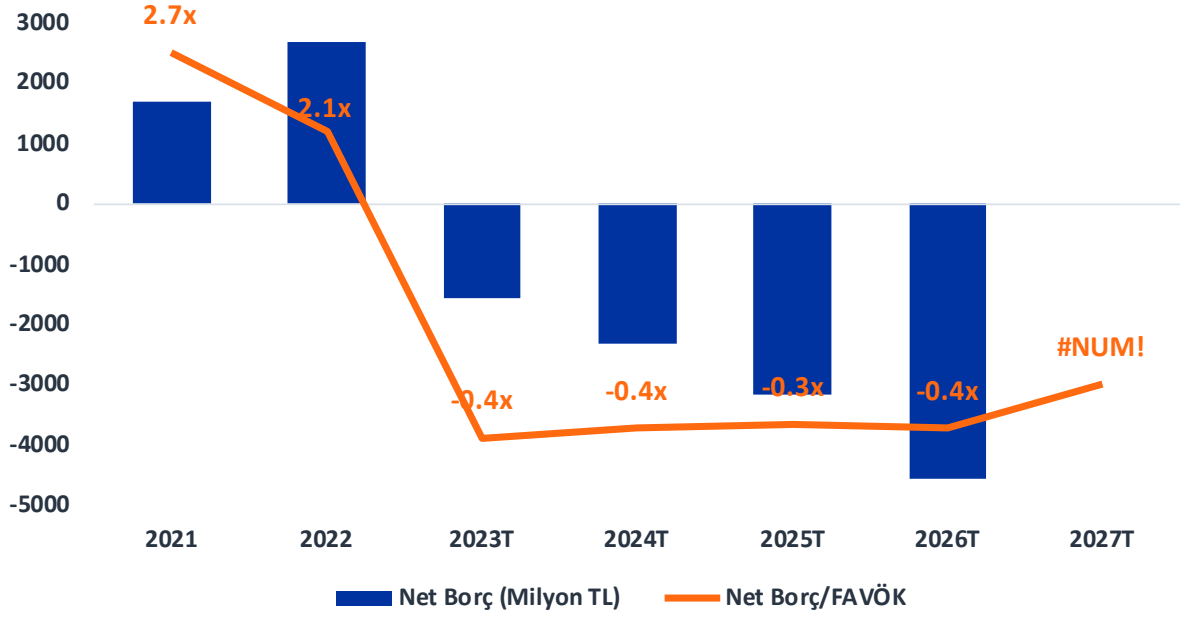
Şirketin 2021 yılı sonundaki -436 milyon TL olan işletme sermayesi 2022 yılı sonu itibarıyla -687 milyon TL'ye gerilemiş durumdadır. Alacak ve stok günleri kısalmasına rağmen borç günlerindeki düşüş sebebi ile nakit çevrim gün sayısı -43 günden -27 güne düşüş göstermiştir. Uzun vadede şirketin nakit çevrim günün bu seviyelerde kalmasını beklemekteyiz.

Grafik: Nakit Dönüşüm Döngüsü ve Gün Sayıları



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

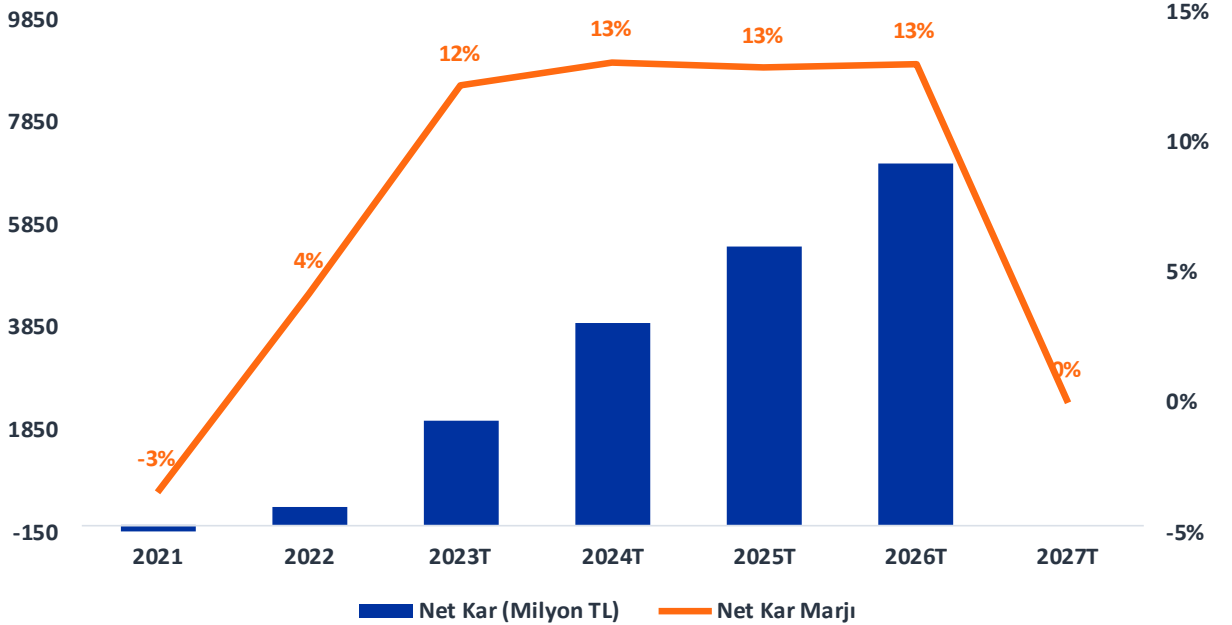
Grafik: Net Finansal Borç Pozisyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

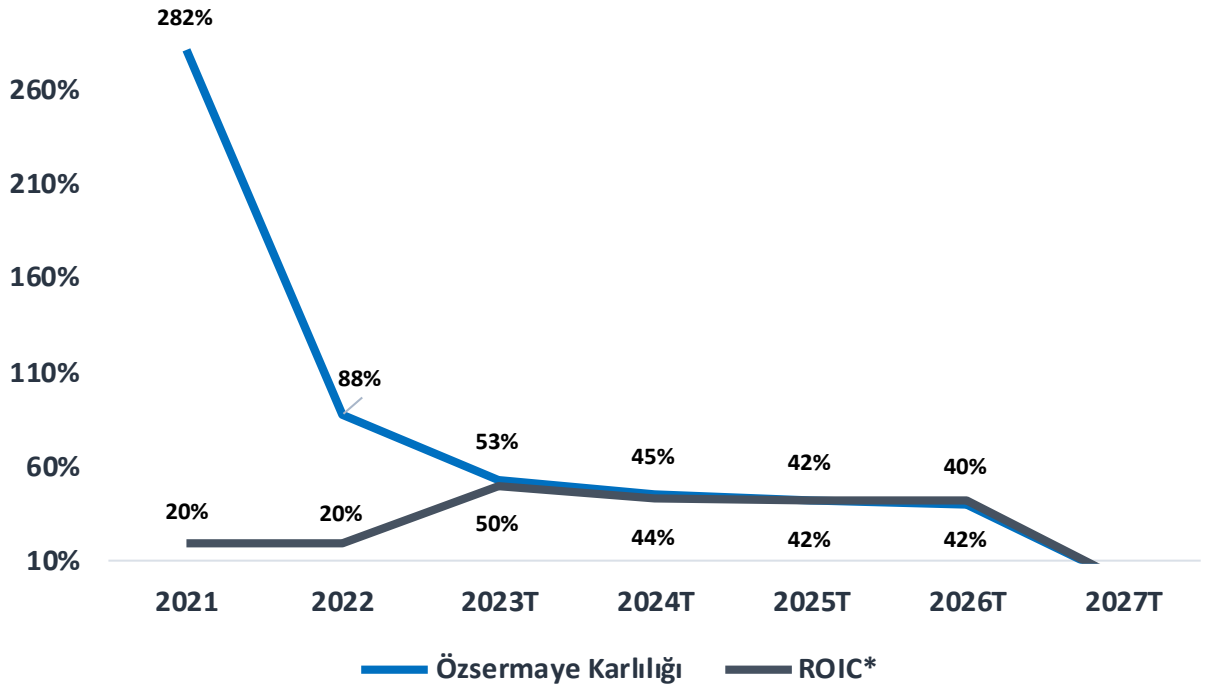
Şirketin net borcu (UFRS etkisi dahil) 2021 sonundaki 1,7 milyar TL seviyesinden 2,7 milyar TL seviyesine yükselse de net borç/FAVÖK oranı 2,8x'den 2,2x'e gerilemiş durumdadır. Halka arzdan gelen TL 3.753 milyon kaynak ile birlikte şirketin net nakit pozisyonuna geçmesi ve orta uzun vadede güçlü nakit yaratımı ile beraber net nakit pozisyonunu korumasını beklemekteyiz.

Grafik: Net Kar ve Net Kar Marjı



2021 yılında yüksek finansman gideri sebebiyle 130 milyon TL net zarar kaydeden şirket, güçlü ciro büyümesi, düşüş gösteren finansman gideri ile beraber 2022 yılında 362 milyon TL net kar kaydetmiştir. 2023 yılında satışlardaki büyüme, marjlardaki iyileşme, halka arz gelirinin faiz katkısı ile beraber şirketin yaklaşık 2,045 milyar TL net kar kaydetmesini ve uzun vadede sağlıklı karlılık büyümesinin devam etmesini beklemekteyiz. Projeksiyon döneminde şirketin net kar marjının %12- %14 arasında seyredeceğini öngörmekteyiz.

Grafik: Özsermaye Karlılığı ve ROIC*



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

*Yatırımlardan elde edilen getiri oranını ifade etmektedir. Vergi sonrası faaliyet karının faaliyetler için yatırılan sermayeye bölünmesi formülü ile hesaplanmaktadır.

Projeksiyon döneminde ROIC ve Özsermaye karlılığının ortalama %46 ve %53 seviyeleri arasında kalacağını tahmin ediyoruz.

9A23 FİNANSAL SONUÇLARI: GÜÇLÜ OPERASYONEL KARLILIK

Şirketin 9A23 dönemine ait hasılatı 9A22 dönemine kıyasla %104'lük bir büyüme göstererek, 5,9 milyar TL'den yaklaşık 12,2 milyar TL'ye yükselmiştir. Restoran satışlarındaki artışın, restoran büyümelerinin yanı sıra enflasyonun yüksek seyrinin fiyatlara yansıtılabilmesinin de etkisi olmuştur. Şirketin restoran satışlarından gelirleri 2022 ilk 9 aylık dönem kıyasla yaklaşık %105 artarak 11 milyar TL'ye ulaşmıştır. Franchise gelirleri ise 9A22 dönemine kıyasla 9A23 döneminde %125 oranında büyümüştür. 2022 yılını 934 adet kendi işlettiği restoran ve 534 adet franchise restoran ile kapatan şirket, 30 Eylül 2023 itibarıyla restoran adetlerini sırasıyla 919 ve 653 olarak gerçekleştirmiştir.

Şirketin brüt karı 9A22 döneminde yaklaşık 744 milyon TL seviyesinde iken 9A23 döneminde 3 buçuk kat artış göstermiş ve 2,6 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Brüt kar marjı da yine aynı dönemler için 890 baz puanlık bir iyileşme göstermiş ve %12,5 oranından %21,4 oranına iyileşmiştir. Benzer iyileşme FAVÖK rakamlarında da görülmektedir. Şirket 9A23 finansallarında, geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %201 oranında oldukça güçlü bir artışla yaklaşık 2,5 milyar TL FAVÖK açıklamış ve FAVÖK marjı 9A22 dönemi ile karşılaştırıldığında 670 baz puan iyileşmeyle yaklaşık %20,7 oranına ulaşmıştır.

Önceki yılın ilk 9 aylık dönemini 245 milyon net kar ile kapatan şirket, 9A23 dönemini 1.500 milyon TL net kar ile kapatmıştır. Şirketin güçlü operasyonel karlılığının yanı sıra işletme sermayesinden sağlanan güçlü nakit akışı da bu artışa katkı sunmuştur. Net kar marjı ise 9A23 döneminde 9A22 dönemindeki %4.12 seviyesinden %12,3 seviyesine iyileşmiştir.

Son olarak, şirketin 2022 yıl sonunda net finansal borcu yaklaşık 2,68 milyar TL iken, 2023 yılı ilk 9 aylık sonu itibarıyla bu rakam 2,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2022 yıl sonunda 2,1x olan Net Finansal Borç/Düzeltilmiş FAVÖK rasyosu 2023 yılı ilk 9 ay sonu itibarıyla 0,98x oranına gerilemiştir. Ekim 2023 tarihinde şirketin halka arzından gelen 3.754 Milyon TL kaynağa göre düzeltildiğinde şirketin net borcu 854 Milyon TL net nakit pozisyonuna dönmektedir.

**Rasyo hesabı için kullanılan Düzeltilmiş FAVÖK rakamı son 12 aylık veri üzerinden hesaplanmıştır.*

Şirket değerlemesinde TL bazlı İndirgenmiş Nakit Akışı yöntemi ve yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketleri baz alan çarpan analizinin ağırlıklandırılmasıyla (%50-%50) nihai değere ulaşılmıştır.

DEĞERLEME

Tablo: İndirgenmiş Nakit Analizi

mn TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	16,695	30,171	42,194	54,244	68,654
Faaliyet Karı	2,393	4,377	6,155	8,327	11,289
FAVÖK (TFRS 16 hariç)	2,766	4,905	6,822	9,237	12,419
FAVÖK Marjı (TFRS 16 hariç)	18.3%	18.2%	18.4%	19.7%	21.3%
FAVÖK (TFRS 16 dahil)	3,565	6,434	9,417	12,641	16,519
Vergi	598	1,007	1,108	1,499	2,032
İşletme Sermayesi Değişimi	-514	-1,091	-907	-561	-830
% satışlara oranı	-3.1%	-3.6%	-2.1%	-1.0%	-1.2%
Yatırım Harcamaları	-1,164	-1,696	-2,218	-2,723	-3,372
% satışlara oranı	-7%	-6%	-5%	-5%	-5%
Serbest Nakit Akışı	1,518	3,294	4,403	5,576	7,846

Kaynak: İş Yatırım

Ana Varsayımlar

Şirketin net satışlarının yeni restoran açılışları, restoran başı trafik ve fiş büyümesi oranına paralel biçimde artmasını beklemekteyiz. Restoran başı trafiğin projeksiyon döneminde yaklaşık ortalama %4,6 olmasını beklemekteyiz. Varsayımımızdaki +/-%2'lik orandaki bir değişimin değerlemeyi nasıl etkilediği ilgili tablolarda yer alan hassasiyet analizinde incelenmiştir.

Trafik büyümesinin özellikle 2023 ve 2024 dönemimde ortalama varsayımımızın üstünde bir oranda gerçekleşmesini sonrasında ise ortalama varsayımımızın birkaç puan altında normalleşmesini beklemekteyiz. Değerlememizdeki net satış varsayımlarımız şirketin kendine ait restoranlardaki satışları ile ilerlerken Franchise restoranlardan elde edilen net gelir/giderleri faaliyet karına dahil etmekteyiz. Şirketin kendine ait restoran açılışının projeksiyon döneminde YBBO %5 civarında, Franchise restoran adedinin ise güçlü bir biçimde YBBO'nun %21 civarı artacağını varsaymaktayız.

Şirketin enflasyonun üstündeki fiyat artışları ile beraber uzun vadede operasyonel marjlarda iyileşme göstereceğini öngörmekteyiz. Franchise satışlarından elde edilen karın, restoran açılışlarındaki güçlü büyüme ile beraber projeksiyon döneminde YBBO %75 oranında büyümesini ve karlılığı desteklemesini beklemekteyiz.

INA değerlemesi hesabımızda satışların maliyeti kalemini yalnızca ilk madde ve malzeme giderleri oluşturmaktadır. Diğer giderlerin tamamı, operasyonel giderler kalemine dahil edilmiştir. İlk madde ve malzeme giderleri, 2022 yılında yaklaşık 3,4 milyar TL iken projeksiyon dönemi boyunca enflasyon tahminimizin hafif üzerinde artış göstermesi ve 2027 yılında 32 milyar TL'ye yaklaşması beklenmektedir. Değerlememizdeki net satışlardan ilk madde ve malzeme giderlerini çıkarıldığında elde edilen brüt kar rakamı 2022 yılında 4,1 milyar TL olarak hesaplanırken, 2027 yılına gelindiğinde 38,9 milyar TL'ye ulaşmaktadır.

Şirketin maliyet kalemlerinin bir kısmını enflasyon oranında artırırken, bir kısmını ise toplam sipariş miktarındaki büyüme + enflasyon oranında büyütülmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) varsayımımızda ise uzun vadede düşmesini beklediğimiz risksiz getiri oranı sebebi ile AOSM'nin %29,1'den %21,8 seviyesine düşmesini beklemekteyiz. AOSM hesabımızda beta değeri için benzer şirketlerin uzun vadeli ortalaması olan 1'i kullanılmıştır. Şirketin ise risksiz getiri oranının %4 üstünde borçlanacağını ve borcun sermayedeki oranının %20 olacağını varsaymaktayız.

Şirketin yatırımlarının ise restoran açılışı başına dolar bazında bir değişiklik göstermeyeceğini varsaymaktayız. Bu yüzden, özellikle şirketin 2023 yılındaki restoran açılışı beklentimiz sebebi ile yüksek bir yatırım harcaması miktarı beklessek de, uzun vadede yatırım harcamalarının şirketin kendi restoranlarındaki satışlara oranının %2-%3 seviyesinde kalmasını beklemekteyiz.

Negatif işletme sermayesi ile çalışan şirketin alacak, stok ve borç günlerinin 2022 yılına paralel devam etmesini ve işletme sermayesindeki değişimin satışlara oranının %1-3 arasında kalmasını beklemekteyiz.

Uç değer hesaplamamızda ise diğer varsayımlarımıza bağlı olarak projeksiyon dönemimizin son yılında oluşan serbest nakit akışının sonsuz büyüme oranı varsayımımızdaki rakam ile büyümesini beklemekteyiz.

Tablo: AOSM Varsayımları

AOSM	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Getiri Oranı	25.0%	23.0%	22.0%	18.0%	17.0%
Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	31.0%	29.0%	28.0%	24.0%	23.0%
Borçlanma Maliyeti	29.0%	27.0%	26.0%	22.0%	21.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	21.7%	20.8%	21.3%	18.0%	17.2%
Borç / (Borç+Özsermaye)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
AOSM	29.1%	27.4%	26.7%	22.8%	21.8%

Kaynak: İş Yatırım

Tablo: Değerleme Özeti

	Hedef Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış HPD
İNA	47,771	50%	23,885
Ulus. Benzer Şirket Değ.	55,366	50%	27,683
12 Aylık Hedef Değer			51,568.25
TABGD Hedef Fiyat (TL/hisse)			197
Cari Fiyat			130.00
Getiri Potansiyeli			52%

Kaynak: İş Yatırım

Uluslararası benzer şirket yönteminde 2024 hedef FAVÖK çarpanı olarak 8.5x kullanılmıştır. (Sayfa: 46)

Hassasiyet Analizi

Tablo: Özsermaye Değerinin Sonsuz Büyüme ve Fiş Adedi Büyümesine Hassasiyeti (Milyon TL)

		Restoran Fiş Adedi Büyümesi					
		2.6%	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	
Sonsuz Büyüme Oranı	5.0%	41,570	42,638	43,737	44,866	46,027	
	6.0%	43,347	44,471	45,626	46,815	48,037	
	7.0%	45,363	46,550	47,771	49,027	50,318	
	8.0%	47,670	48,929	50,225	51,558	52,929	
	9.0%	50,337	51,680	53,062	54,484	55,946	

Kaynak: İş Yatırım

Tablo: İşaret Edilen 2024T FD/ FAVÖK* Çarpanı

		Restoran Fiş Adedi Büyümesi					
		2.6%	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	
Sonsuz Büyüme Oranı	5.0%	6.0x	6.2x	6.3x	6.5x	6.6x	
	6.0%	6.3x	6.5x	6.6x	6.8x	6.9x	
	7.0%	6.6x	6.8x	6.9x	7.1x	7.3x	
	8.0%	7.0x	7.2x	7.3x	7.5x	7.7x	
	9.0%	7.4x	7.6x	7.8x	8.0x	8.1x	

Kaynak: İş Yatırım

*Hesaplama da kullanılan FAVÖK rakamına TFRS 16 etkisi dahil edilmiştir.

Tablo: İşaret Edilen 2024T F/K Çarpanı

		Restoran Fiş Adedi Büyümesi					
		2.6%	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	
Sonsuz Büyüme Oranı	5.0%	10.7x	10.9x	11.1x	11.3x	11.6x	
	6.0%	11.1x	11.3x	11.6x	11.8x	12.1x	
	7.0%	11.6x	11.9x	12.1x	12.4x	12.6x	
	8.0%	12.2x	12.5x	12.7x	13.0x	13.3x	
	9.0%	12.9x	13.2x	13.5x	13.8x	14.1x	

Kaynak: İş Yatırım

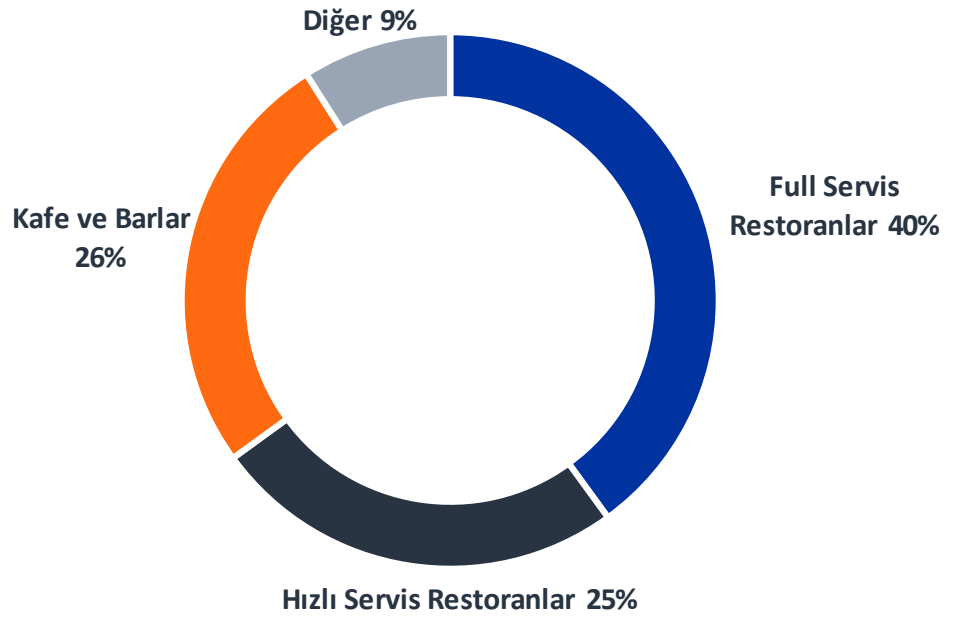
Tablo: İşaret Edilen 2024T FD/Satışlar Çarpanı

		Restoran Fiş Adedi Büyümesi					
		2.6%	3.6%	4.6%	5.6%	6.6%	
Sonsuz Büyüme Oranı	5.0%	1.3x	1.3x	1.3x	1.4x	1.4x	
	6.0%	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.5x	
	7.0%	1.4x	1.5x	1.5x	1.5x	1.5x	
	8.0%	1.5x	1.5x	1.6x	1.6x	1.6x	
	9.0%	1.6x	1.6x	1.7x	1.7x	1.7x	

Kaynak: İş Yatırım

**SEKTÖRE
GENEL
BAKIŞ
VE RAKİP
ANALİZİ**

Türkiye’de yemek sektörü full servis restoranları, hızlı servis restoranları, kafe ve bar işletmeleri, self servis kafeterya işletmeleri ve büfe ve kiosklardan oluşmaktadır. Full servis restoranlar, müşterilerin oturarak yemek yediği ve masa servis hizmetinin verildiği restoran işletmeleridir. Hızlı servis restoranları, fast food ve eve servis hizmetleri sunan işletmelerdir. Kafe ve bar işletmeleri odağın içecek üzerinde olduğu fakat çeşitli yemekler ve aperatifler de sunan işletmelerdir. Büfeler ve kiosklar hazır ürünleri görece uygun fiyatlarla müşterilerle buluştururlar.

Grafik: Yemek Sektörü Pazar Payı Dağılımı

Kaynak : Deloitte Yemek Hizmet Raporu (2023)

Deloitte Yemek Hizmet Pazarı Raporu verisine göre, pazarın büyüklüğü 2021 yılı itibarıyla 144 milyar TL'ye ulaşmıştır. Pazardaki en büyük pay %40 ile full servis restoranlara ait iken, %25 ile kafe ve barlar ikinci sırada yer almaktadır. Fast food restoranları pazarın %25'ini alırken, kiosk ve büfelerin içinde bulunduğu diğer grubu pazarın yaklaşık %9'una sahiptir.

Full servis hizmeti sunan restoranların odak noktalarından ürünün garsonlar aracılığı ile masalara servisi ve aksaklıkların minimumda tutulması gayreti iş gücü ihtiyacını ön plana çıkarmaktadır. Bu konuda, restoran zinciri parçası olmayan işletmelerde kurumsal yapının niteliği oldukça önemlidir. Fast food ve eve servis hizmeti veren hızlı servis restoran işletmeleri için en önemli faktörlerden biri hizmetin olabildiğince kısa sürede sunulmasıdır. Oturmalı restoran hizmeti, gel al ve paket servis hizmetleri sunan bu restoranların personel kategorileri kasiyer, kurve ve mutfak personellerinden oluşmaktadır. Bu durum maliyet yönetimi konusunda hızlı servis restoran işletmelerini avantajlı kılabilir. Pandemi bu yana kullanımı katlanarak artan online yemek uygulamaları sayesinde paket servis yemek hizmetine talep de katlanarak artmaktadır.

Hızlı servis restoran işletmelerini kurye hizmeti sunsa da talebin büyük kısmı online yemek uygulaması kanalıyla restoranlara ulaştığından ve bu uygulamaların kurye hizmeti sağlamasından ötürü hızlı servis sunan restoranların kurye ile paket servis hizmeti maliyeti rahatlamıştır.

Full servis restoranların bir kısmı da paket servis hizmeti sağlamaktadır fakat hızlı servis restoranlarına kıyasla paket teslim satışlarının toplam satışlarındaki oranları düşüktür. Bunun temel sebebi, düşük hız ve görece yüksek fiyatlar olarak özetlenebilmektedir. Full servis restoranların menüleri büyük oranda pişirme süresi uzun, yüksek kaliteli ürün içermektedir. Bu sebeple full servis restoranlar, paket servis satışlarında geride kalabilmektedir. Yine de görece uygun fiyatlı döner, kebab, lahmacun gibi yöresel yemek satışı yapan full servis restoranlar paket servis konusunda oldukça iddialıdır. 2022 yılı sonunda hem Yemeksepeti hem de Getir'in yayınladığı verilerde platformlarında en çok sipariş edilen ürünlerin lahmacun, döner dürüm ve adana dürüm gibi ürünler olduğu belirtilmiştir.

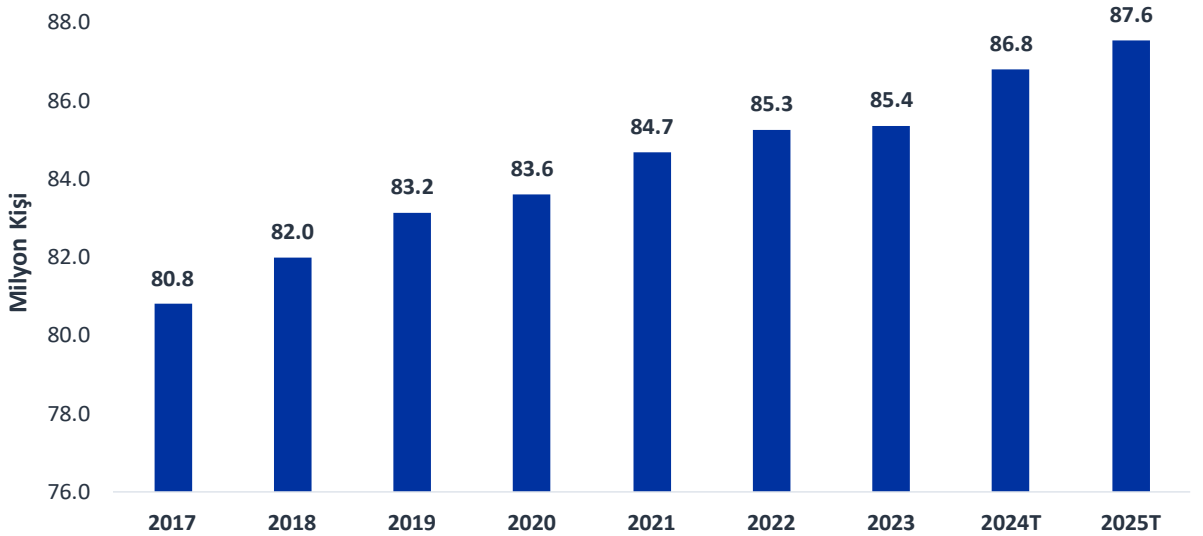
Bahsedilen ürünlerin görece uygun fiyata kısa sürede hazırlanabilir olması geleneksel ürün satışı yapan bütçe dostu full servis restoranlarını hızlı servis restoranların en büyük rakibi yapmaktadır.

Yemek hizmeti sektörüne olan talebi etkileyen başlıca faktörler ülkenin demografik yapısı, kadınların işgücüne katılımı, kişi başı harcanabilir gelir ve özellikle hızlı servis restoran işletmeciliğinin önemli bir büyüme bileşeni olan alışveriş merkezleri (AVM) olarak özetlenebilmektedir.

Demografi

Türkiye, nüfus artış hızı yüksek ve genç nüfusa sahip bir ülkedir. TÜİK rakamlarına göre Türkiye nüfusu 2023 yıl sonu itibarıyla 85 milyonu aşmıştır. İlerleyen yıllarda %0,9'luk nüfus artış hızı öngörümüzle, 2025 yıl sonu itibarıyla Türkiye nüfusunun yaklaşık 88 milyona ulaşmasını bekliyoruz.

Grafik: Türkiye Nüfusu

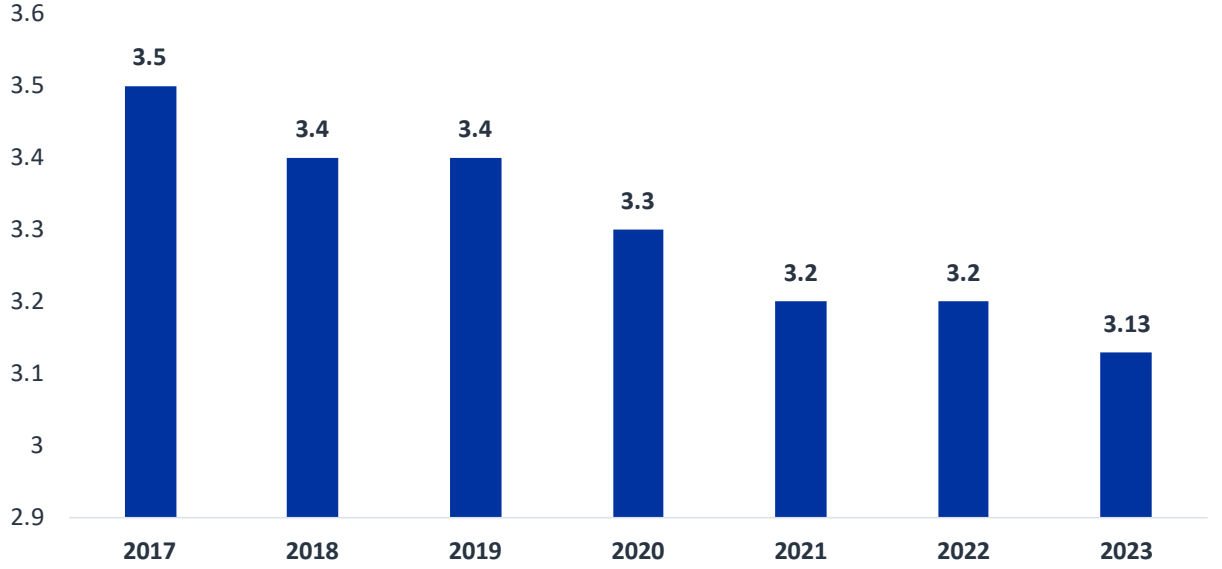


Kaynak : TÜİK, İş Yatırım

TAB Gıda

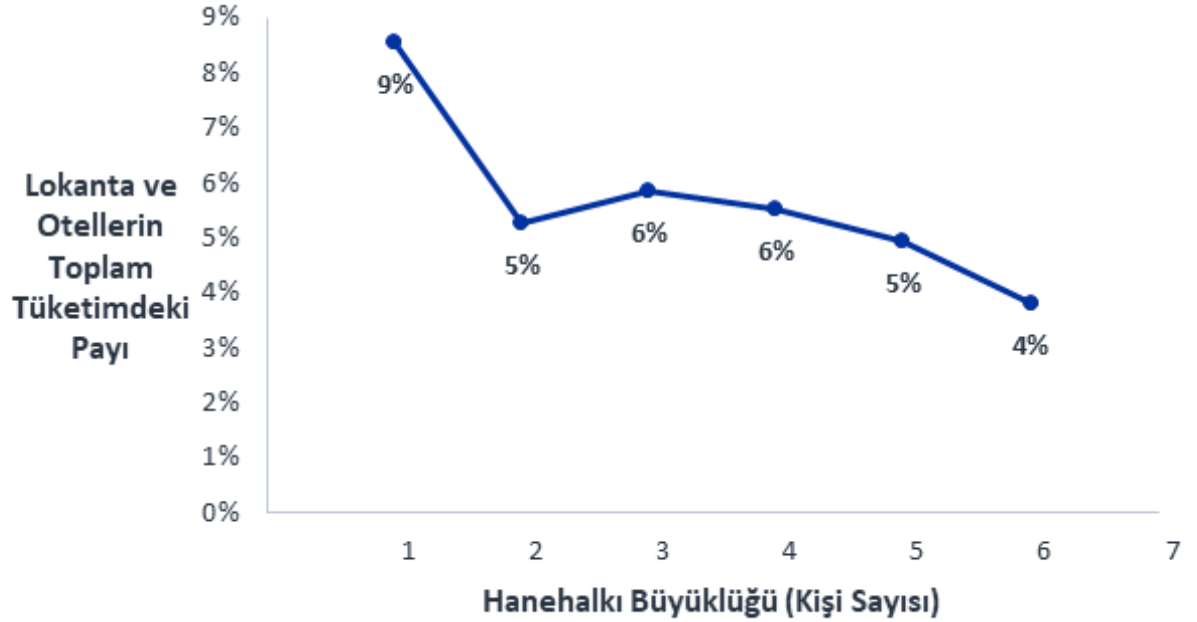
Ortalama hane halkı büyüklüğü düşüş eğilimi göstermektedir. Öte yandan, hane halkı büyüklüğü olarak nitelendirdiğimiz ailedeki kişi sayısındaki artış ile restoran ve otel harcamalarının toplam tüketim içindeki payı arasında negatif bir korelasyon bulunmaktadır.

Grafik: Türkiye’de Hanehalkı Büyüklüğü (Kişi Sayısı)



Kaynak : TÜİK

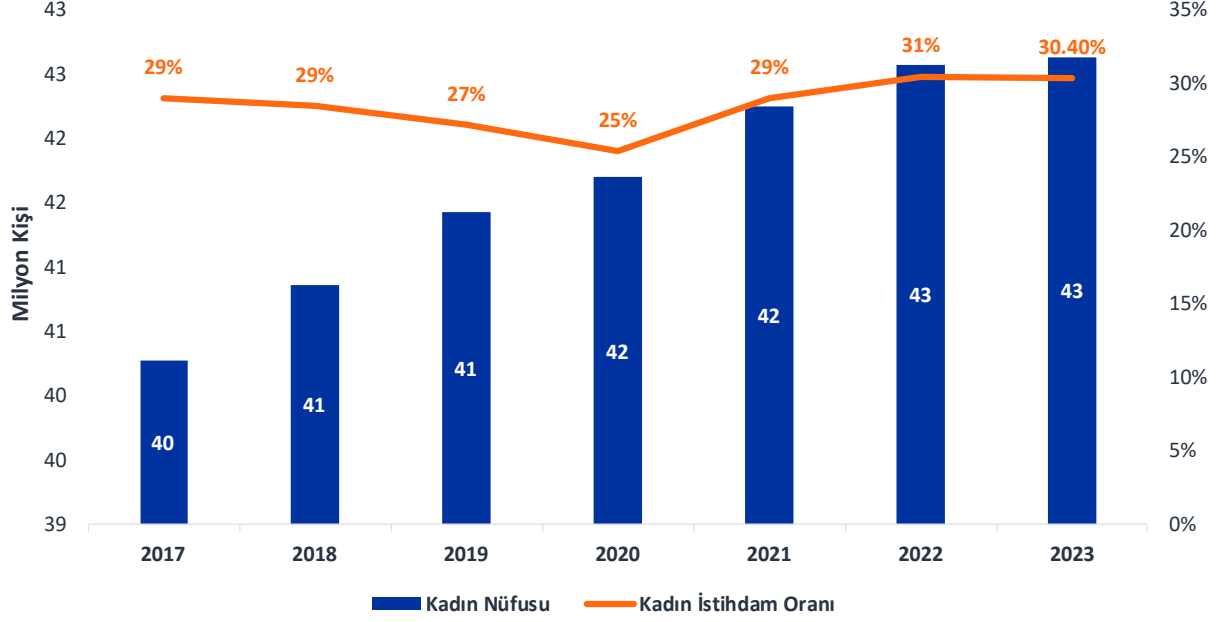
Grafik: Hanehalkı ve Lokanta ve Otel Harcamaları



Kaynak : TÜİK

Yemek hizmet sektörüne talep artışının bir diğer sebebi de kadınların iş gücüne katılımının yıldan yıla artışıdır.

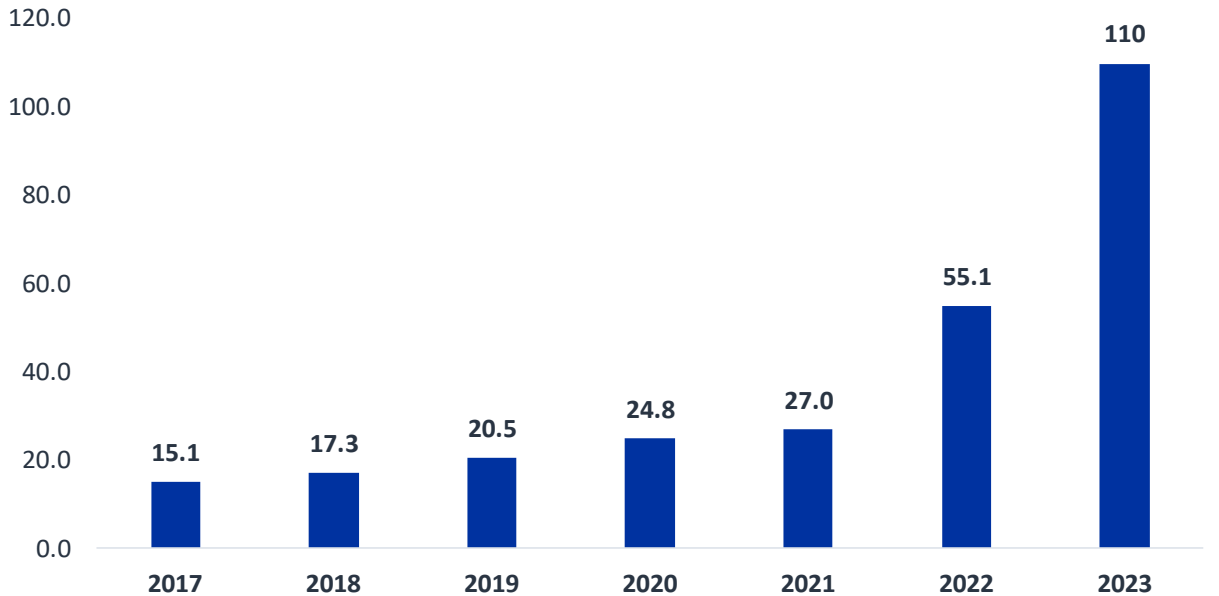
Grafik: Kadın İstihdamı ve Kadın İstihdam Oranı



Kaynak : TÜİK

Yemek hizmet sektörüne talep artışının bir diğer sebebi de kadınların iş gücüne katılımının yıldan yıla artışıdır. Grafikte Türkiye'deki toplam kadın nüfusu ve kadın istihdam oranını gözlemlenmektedir. 2019 ve 2020 yılında bu oranda düşme gözlemlense de 2021 yılında eski trendini yakalamış ve 2023'te %30.4 seviyesine gelmiştir.

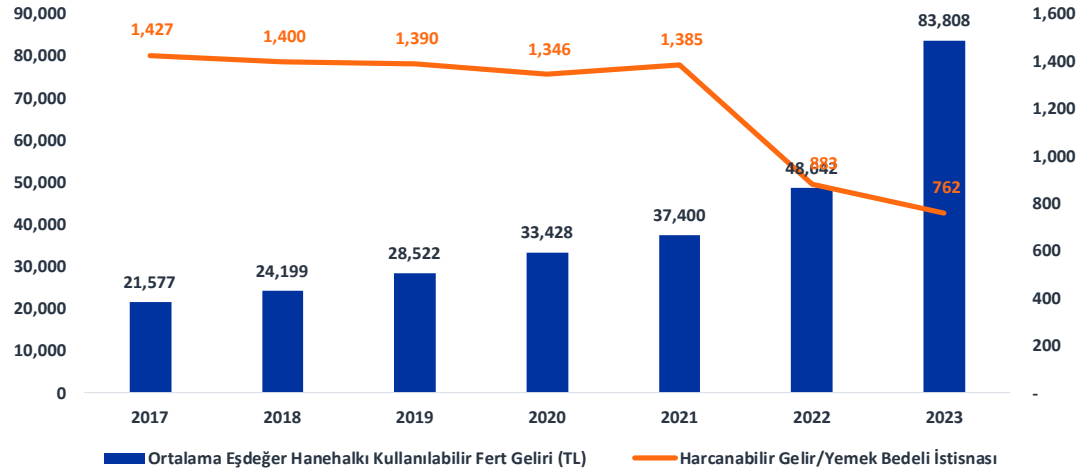
Grafik: Yıllara Göre Yemek İstisna Bedeli (TL)



Kaynak : TÜİK

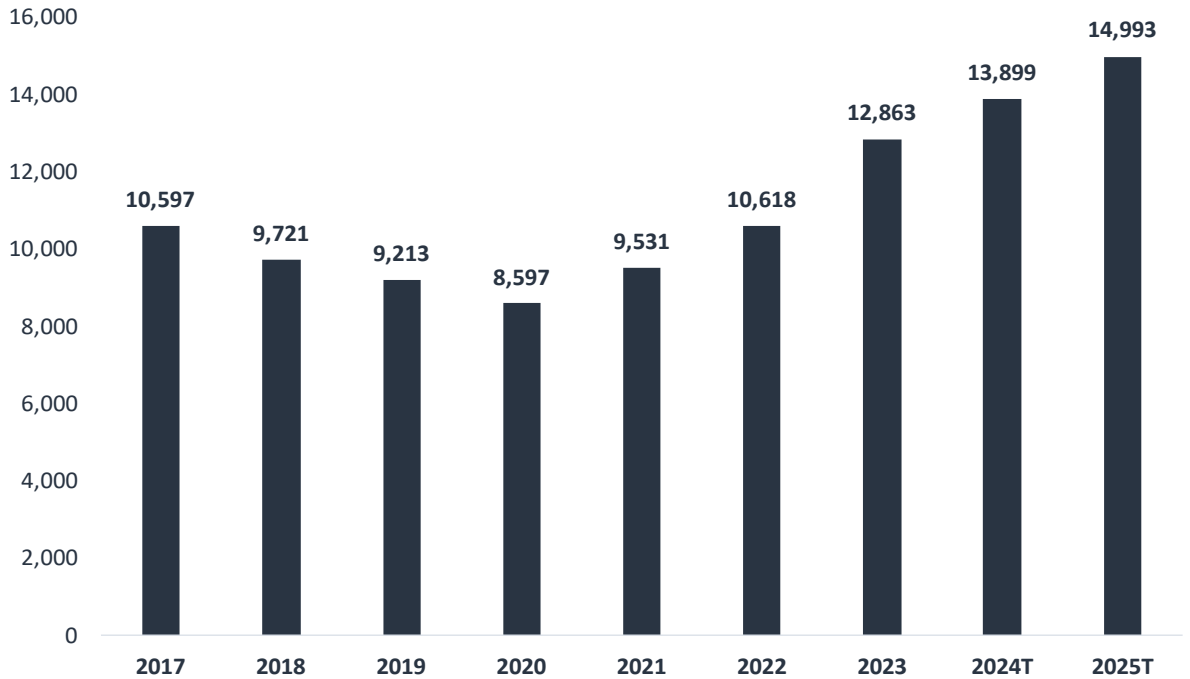
Devlet tarafından belirlenen yemek istisna bedeli, şirketlerin çalışanlarına yemek ödemesi yaparken vergi muafiyetine sahip olmaları imkanını sağlamaktadır. Devletin belirlediği bu tutar, yani ortalama bir öğün ücreti, 2023 yılı için KDV dahil 121 TL'dir. 2022 yıl sonunda 55,08 TL olan istisna bedeli temel alınarak hesaplanan ortalama kullanılabilir fert geliri ile 883 öğün tüketilebiliyorken bu rakam, 2017 yılında 1.427 öğüne tekabül etmektedir.

Grafik: Harcanabilir Gelir ve Yemek Bedeli İstisnası



Kaynak : TÜİK

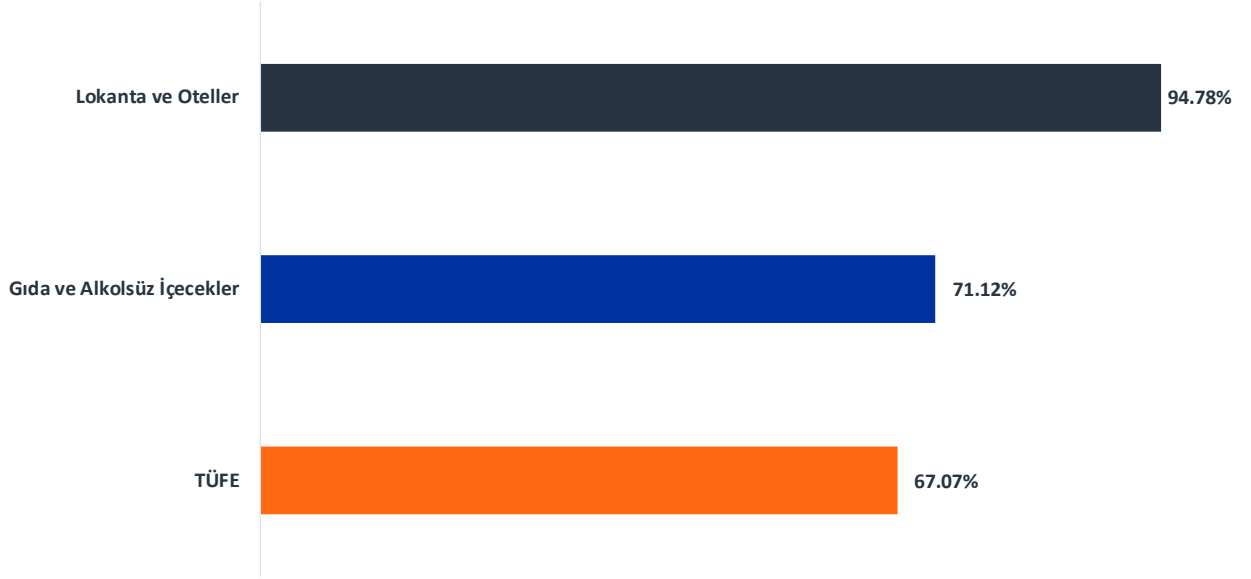
Grafik: Türkiye’de Kişi Başı Gelirin Yıllara Göre Dağılımı (Dolar)



Kaynak : TÜİK

Hanehalkı harcanabilir gelir düzeyi, TL bazında yıldan yıla yükseliş gösterse de, dolar bazlı incelendiğinde 2017 yılından itibaren gerilediği gözlemlenmektedir. 2023 yılında ise tekrar yükselişe geçmiştir.

Grafik: TÜFE Ana Harcama Gruplarına Göre Yıllık Değişim Oranları* (Şubat 2024)



Kaynak : TÜİK

* Grafikteki değişim oranları 2023 ve 2024 yıllarının Şubat ayları kıyaslanarak elde edilmiştir.

Enflasyonda gözlemlenen artış trendi yemek hizmet sektörü ürünlerinde de fiyat artışlarına sebep olmuştur. Gıda ve alkolsüz içeceklerdeki fiyat artışları tüketici fiyat endeksindeki yükselişin oldukça üzerinde seyretmektedir. Restoranların içinde bulunduğu lokanta ve otel enflasyonu ise gıda ve alkolsüz içecek enflasyonunu da aşmış durumdadır.

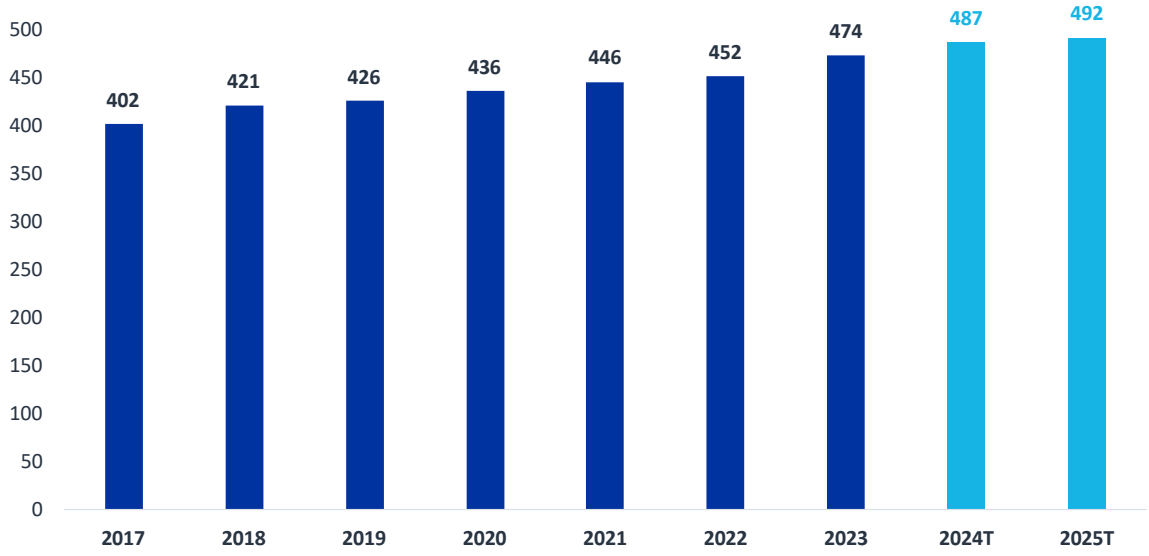
Fiyat artışlarının menülere yansımaları müşteriler tarafında talebin azalmasına sebep olabileceği de daha düşük fiyatlı alternatiflere yönelen müşterilerin azalan talebini, üst gruptan müşteri kazanımları telafi edebilmektedir. Bu noktada, özellikle hızlı servis restoranlar sundukları uygun fiyatlı yeni menü seçenekleri ile talep üzerindeki aşağı yönlü hareketi sınırlamakta ve üst gruptaki müşterileri kazanımını artırmaktadır. Böylelikle, restoranlar promosyon ve kampanyalarla menü maliyetlerinin negatif etkisine karşın önlem alabilmektedirler. Bunun en başarılı örnekleri, büyük zincir fast food restoranlarında yapılan avantajlı, ikili menülerdir.

Alışveriş Merkezleri

Alışveriş merkezleri, özellikle hızlı servis restoran zincirleri için önemli bir gelir kaynağıdır. Fast food zincirlerinin şubeleri ağırlıklı olarak AVM'ler içerisinde yer almaktadır.

Türkiye'de 2023 yılı itibarıyla toplamda 474 adet AVM bulunmaktadır ve inşaatı devam eden projelerle birlikte 2025'te bu sayının 492 adete yükselmesi beklenmektedir.

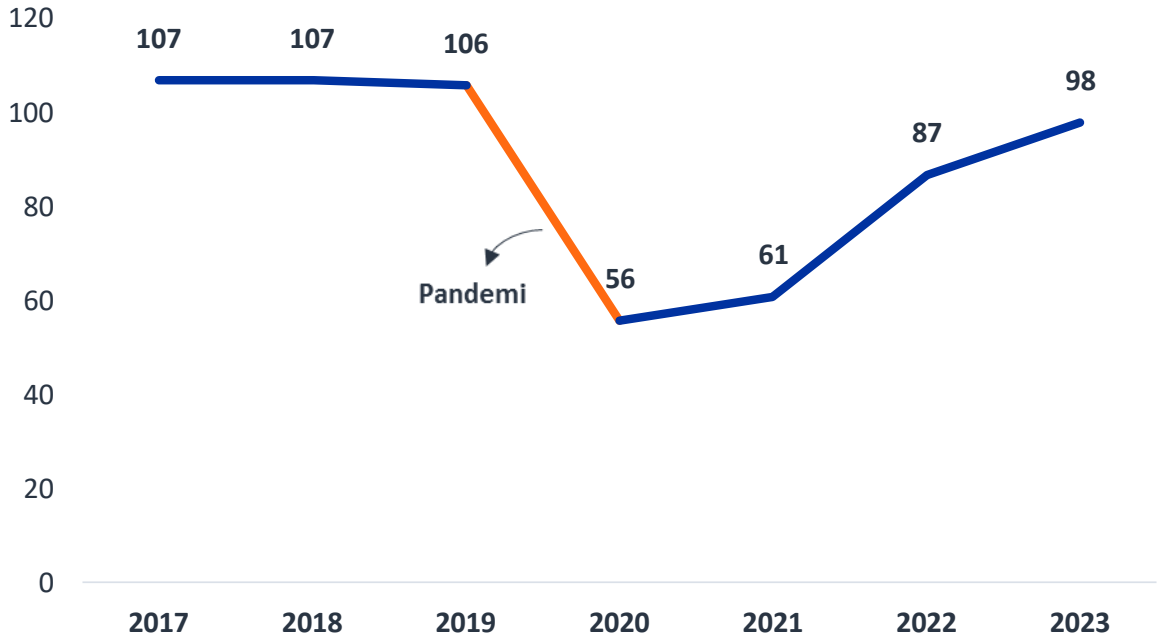
Grafik: Türkiye Geneli AVM Sayısı*



Kaynak : GYODER

*2024 ve 2025 yılı rakamları GYODER verilerine göre inşası tamamlanması planlanan AVM'ler temel alınarak bulunmuştur.

Grafik: AVM Ziyaret Endeksi



Kaynak : AYD

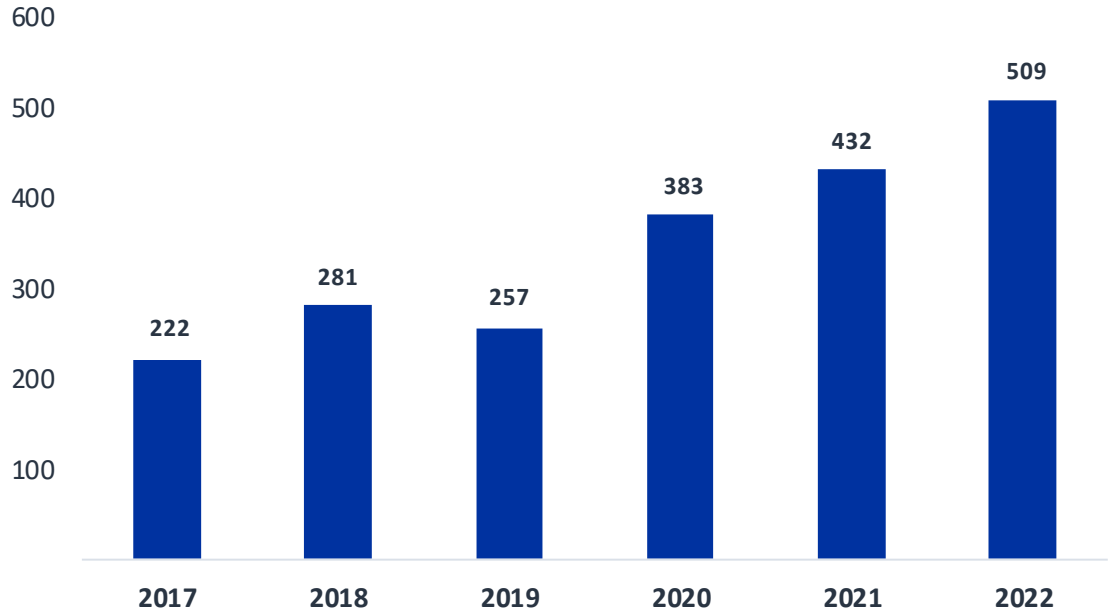
Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği (AYD) tarafından her yıl yayınlanan endekse göre AVM'lerin ziyaretçi sayıları halen pandemi öncesi dönemin altındadır. 2010 yılı 100 baz alınan endekste 2019 yılı 106 seviyesindeyken 2023 yılına gelindiğine 98 seviyesini görmektedir.

Tüketicilerin fast food tüketim sıklıklarıyla alışveriş sıklıkları arasında pozitif bir ilişki vardır. Areda araştırmasına göre, özellikle fast food alışkanlığının görece yüksek olduğu X-Y-Z kuşaklarının %40-50'si fast food yemeyi alışverişteyken tercih etmektedir. (Areda, "Pazarın Hakimi McDonald's", 2022)

Dondurulmuş Gıdalar

Enflasyonist süreçlerde, gıda fiyatlarındaki artış bireylerin ucuz gıda arayışını tetikleyebilmektedir. Bu süreçlerde, hem pratikliği hem de uygun fiyatlı seçenekleri ile dondurulmuş gıdalar cezbedici bir konuma sahiptirler. Manti, pizza, köfte, fast food restoranlarında bulunabilecek çıtır tavuk gibi ürünler dondurulmuş haliyle perakende marketlerde satışa sunulmaktadır. Dondurulmuş gıdaların vergi oranları da ev dışı yemek hizmetleri ile karşılaştırıldığında dondurulmuş gıdaların lehinedir. Gıda maddeleri kategorisindeki dondurulmuş gıdaların KDV oranı %1 iken, bu oran dışarıdan ev dışı yemek hizmetleri için %10'dur. (gib.gov.tr)

Grafik: Dondurulmuş Gıda Satışları* (Bin Ton)



Kaynak : TÜİK

* *Hazır yemek (esas olarak et, sakatat veya kan içeren), hazır yemek (esas olarak sebze içeren) ve diğer hazır yemekler olarak sınıflandırılan dondurulmuş gıdaların verilerini içermektedir.

2017 yılından itibaren dondurulmuş gıda satışları yıllık ortalama %18 büyümeye kaydetmiştir. Hem pratiklik hem de uygun fiyat gibi avantajlara sahip bu gıdalara olan talep, evlerde yaygınlaşan yeni teknolojik mutfak aletleriyle birlikte de artış göstermeye devam etmektedir.

Gelecek Trendler

Yemek sektöründeki ivmelenen eğilimin paket servisi hizmetine yönelik olduğu söylenebilmektedir. Gelişen ve büyüyen paket servisi hizmeti kategorisinin verilen yemek siparişlerinin artışına katkısı yadsınamaz olsa da, gıda ve market alışverişlerine de oldukça büyüktür. Ticaret Bakanlığı verilerinde ifade edildiği üzere, 2022 yılında e-ticaret yemek harcamaları bir önceki yıla %35 artış gösterirken, gıda ve süpermarket harcamaları %95 artış göstermiştir. Yine aynı yılda gıda ve süpermarket harcamaları 26,5 milyar TL, yemek harcamaları 19,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Metro Türkiye'nin Konda ile ortak yayınladığı araştırmada ise, insanların %60'ının evde yemek yemeyi daha sağlıklı ve güvenli bulduğu ifade edilmiştir. (Metro Türkiye, "Türkiye'nin Yeme İçme Alışkanlıkları", 2022).

Yine aynı araştırmaya göre, pandemi sonrasında da evde yemek yapma eğilimi artış göstermektedir. 2017 yılında %55 olan oran, 2021 yılında %57'ye yükselmiştir. Raporda belirtilene göre, Türkiye'de insanların %62'si tuz, şeker, un, ekme, yağ, kızartmadan biri ya da birden fazlasını azaltmaktadır.

Deloitte'in Türkiye Yemek Hizmet Pazarı raporunda, tüketicilerin %83'ü fast food restoranlarının yeterince sağlıklı besinler sunmadığını ifade etmiştir. Toplumda sağlıklı besin konusunda artan bir bilinçlenme söz konusu olup, ilerleyen yıllarda bunun etkisi devam edebilecektir. Tüketiciler yedikleri yemeklerde besin değerleri, kalori ve besinin organik olup olmaması gibi özelliklere daha çok dikkat etmektedir. Özellikle bu konu, gündelik restoranları fast food restoranlara karşı avantajlı kılmaktadır. Zincir restoranların da artışıyla beraber tüketiciler yemek konusunda sağlık açısından bir premium ödemeyi göze alabilmektedirler. Benzer durum farklılaşan diyetler sonucunda da görülebilmektedir. Bu konuya eğilen restoranlar, farklı diyetlere sahip müşteriler için de menülerini çeşitlendirse de, seçenekler görece daha pahalıya mal olmaktadır.

Sağlıklı beslenmenin yanı sıra artan bir sürdürülebilirlik bilinçlenmesi de toplumda kayda değer bir yükseliş göstermektedir. Tüketiciler plastik tüketimi ve gıda israfı gibi konularda artık daha dikkatli davranmaktadırlar. Nitekim, bu durum zincir restoranların satış ve pazarlama stratejilerinde de gözlemlenebilmektedir.

Tüketicilerde görülen sağlık ve sürdürülebilirlik temelli bilinçlenme, pratik mutfak aletlerinin yaygınlaşması, pratik ve uygun fiyatlı dondurulmuş gıdalarda artan çeşitlilik, artan fiyatlarla da birleştiğinde tüketicilerin evde yemek yapma alışkanlıklarına pozitif bir etki edebilmektedir. Bütün bunlara rağmen, restoranlar değişen tüketici alışkanlıklarına kendilerini adapte edebilmektedirler. Gıda fiyatları dezavantajlarına rağmen sosyalleşme, kutlama gibi konularda özellikle oturmalı restoranlar, rutin ihtiyaç ve pratiklikte ise sınırlı servis restoranları hala oldukça yüksek oranda tercih edilmektedir.

RAKİPLER

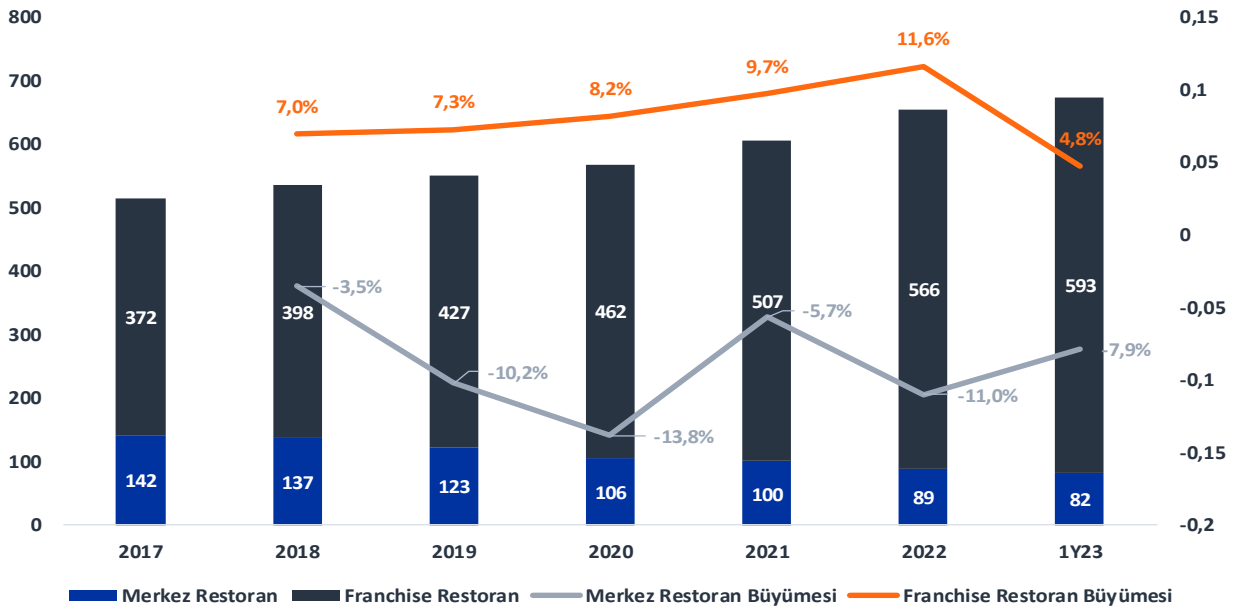
DP Eurasia

Dünyanın en büyük pizza zinciri olan Domino's Pizza'nın Türkiye'deki kolu Dominos Türkiye, DP Eurasia çatısı altında faaliyetlerini yürütmektedir. Türkiye'deki restoranlarının yanı sıra Azerbaycan ve Gürcistan'da aktif olan şirketin satışlarının yaklaşık %97'si Türkiye satışlarından oluşmaktadır. Şirket bu üç ülke dışında Rusya'da da faaliyette bulunmuş fakat Ukrayna Savaşı sebebiyle Rusya pazarından çekilmek durumunda kalmıştır.

Domino's Pizza sınırlı hizmet modeli ile hizmet veren bir pizza hızlı servis restoran zinciridir. Şirket, 655 adet restoranı ile Türkiye'nin en büyük pizza zinciri konumundadır. Restoranların 89'unu şirket kendisi işletirken, 566'sı franchise bayiler olarak işletilmektedir. Şirketin kendi işlettiği restoranları, ilgili grafikte merkez restoran olarak sınıflandırılmıştır. Şirketin odağı, franchise iş modelidir ve bu doğrultuda, franchise payını artırmaya devam etmektedir. Son 5 yılda franchise büyüme oranı ortalama %9 iken kendisine ait restoran sayısı 2017'de 142 iken 2022'de 89 adede gerilemiştir.

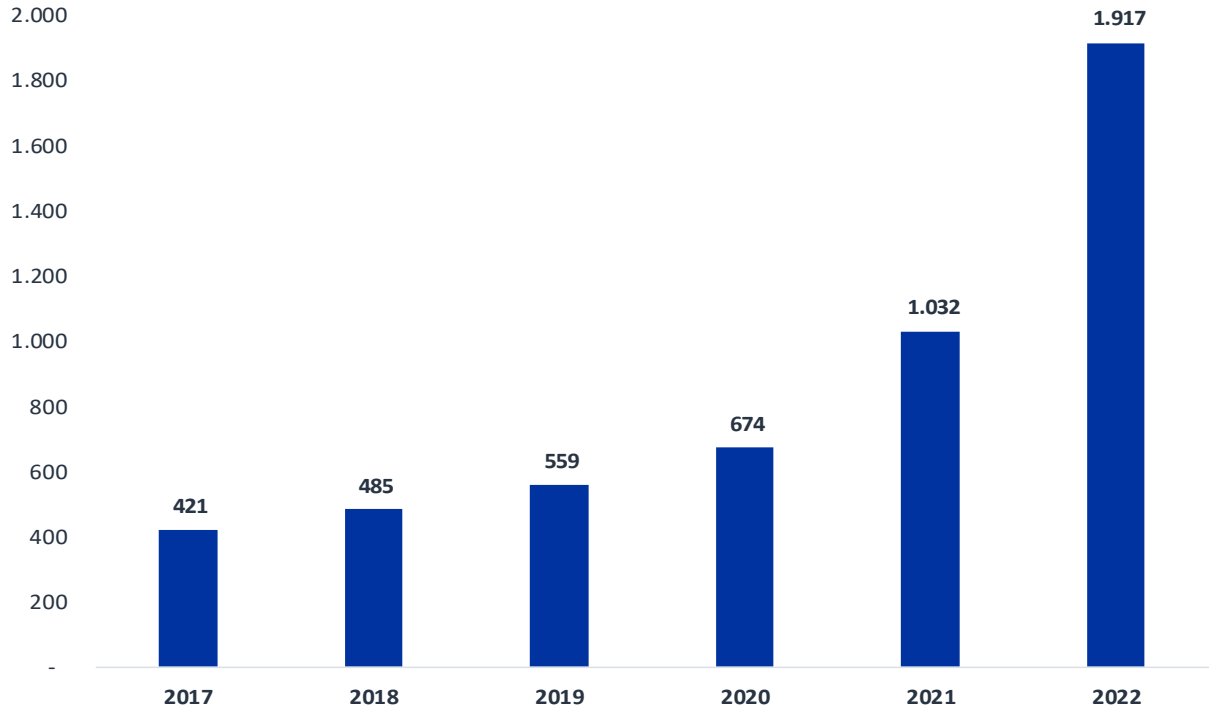
2021 yılında pizza zincirlerine ek olarak COFFY markası ile kahve iş kolunda da faaliyet göstermeye başlayan DP Eurasia, 2021'de 11 şube açarken %163 artış ile 2022'de 29 adet kahve dükkanına ulaşmıştır. 2022 yılı itibarıyla 10'u şirketin kendisi ve 19'u franchise tarafından işletilen toplam 29 işletme mevcuttur. COFFY markası piyasada bulunan kahve zincirlerinden tek fiyat stratejisi ile ayrılarak kahveyi günlük hayatın bir parçası yapma hedefi ile ilerlemektedir. Menülerinde bulunan aynı kategorideki kahveleri tüketiciye tek fiyatla sunan COFFY, rakiplerine kıyasla oldukça rekabetçi bir fiyatlandırma politikasına sahiptir. Mobil uygulaması ile ön sipariş verilebilen COFFY toplam satışlarının % 10'unu bu kanal aracılığıyla gerçekleştirmektedir. COFFY, 2022 yılında 53,6 milyon TL satış ile şirketin grup satışlarının %1,7'sini oluşturmuştur.

Grafik: Restoran Sayıları ve Büyümeleri



Kaynak : DP Eurasia

Grafik: Hasılat* (Milyon TL)



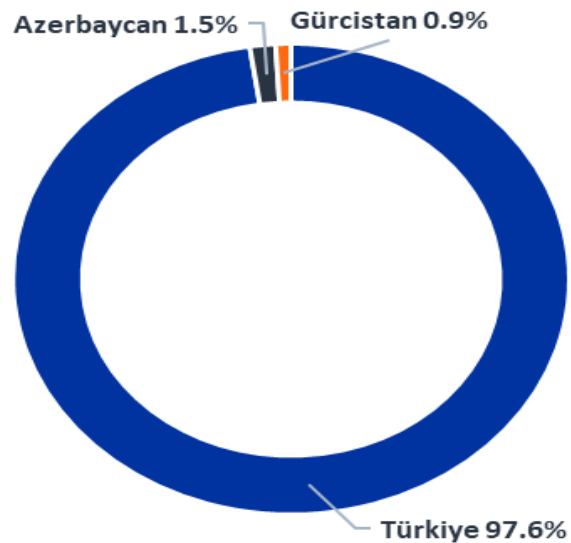
Kaynak : DP Eurasia

*Hasılat grafiği verisi Rusya operasyonlarından arındırılmıştır.

2022 yılı sonu grup satışları toplam 3,1 milyar TL, toplam hasılat 1,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

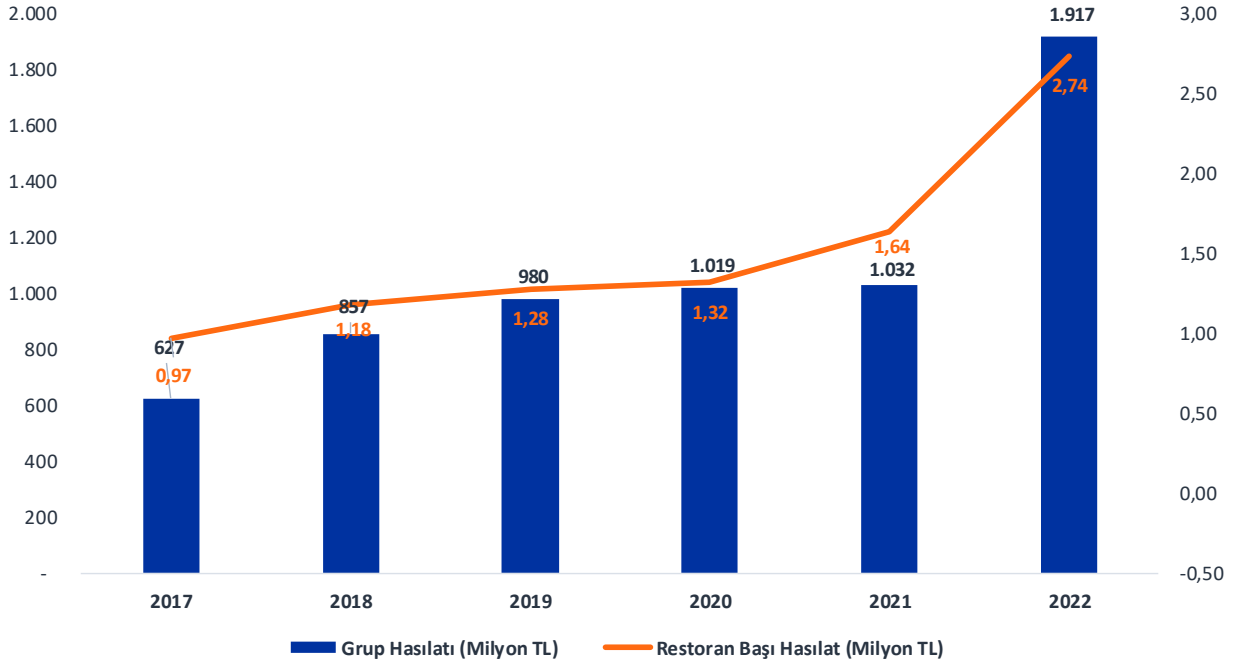
Satışların içerisinde en büyük pay %98 oranı ile Türkiye'ye aittir. Satışlar, şirketin kendi işlettiği restoran satışları ile franchise restoran satışları toplamını içerirken, hasılat şirketin kendi işlettiği restoranları ile franchise restoranlardan elde edilen gelirlerinin toplamını ifade etmektedir.

Grafik: Satışların Ülke Bazlı Dağılımı (2022)



Kaynak : DP Eurasia

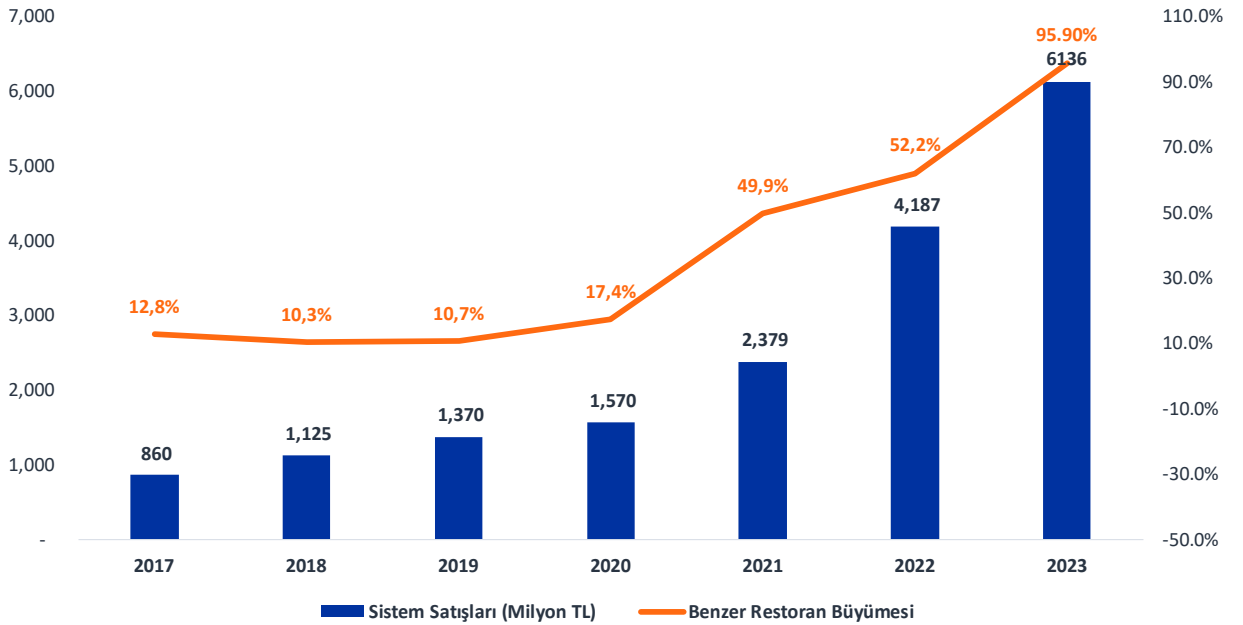
Grafik: Restoran Başı Hasılat (Milyon TL)



Kaynak : DP Eurasia

Geçmiş yıllara bakıldığında, restoran başına düşen grup hasılatının yükseldiği görülmektedir. 2022 yılı itibarıyla grup hasılatının restoran başına düşen kısmının 2,74 milyon TL' ye denk geldiği gözlemlenmektedir.

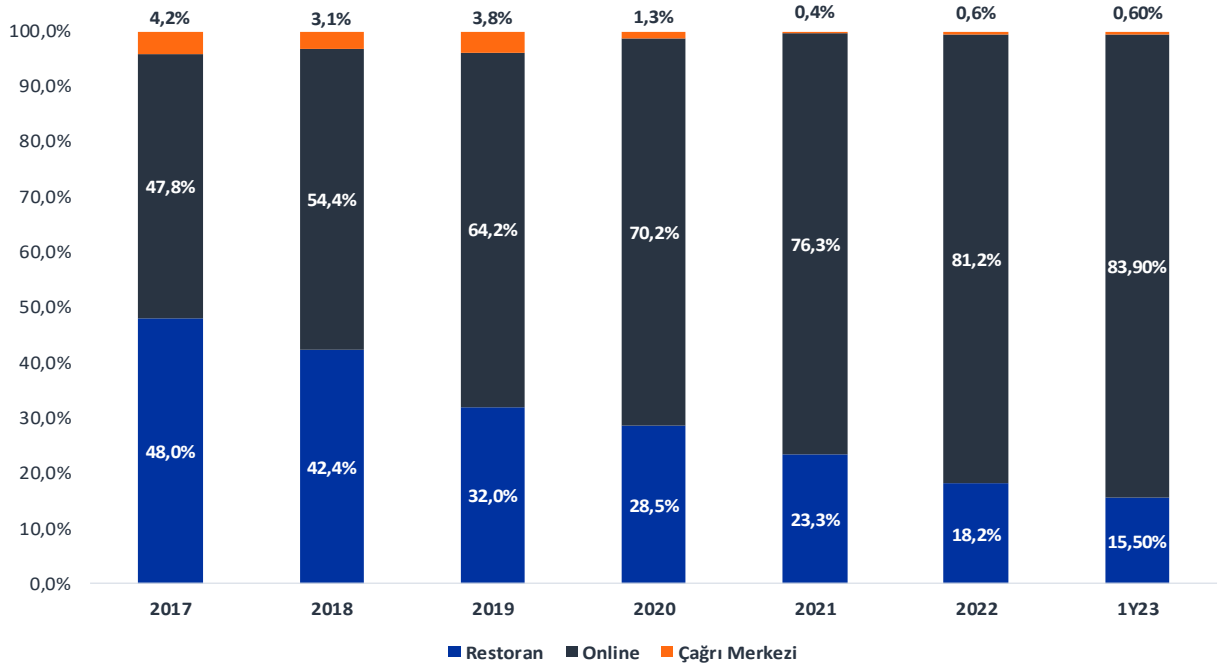
Grafik: Benzer Restoran Büyümesi



Kaynak : DP Eurasia

Grubun franchise dahil bütün satışlarını temsil eden sistem satışları, 2022 yıl sonunda %62 benzer restoran büyümesi ile 4.187 milyon TL olarak gözlemlenmiştir.

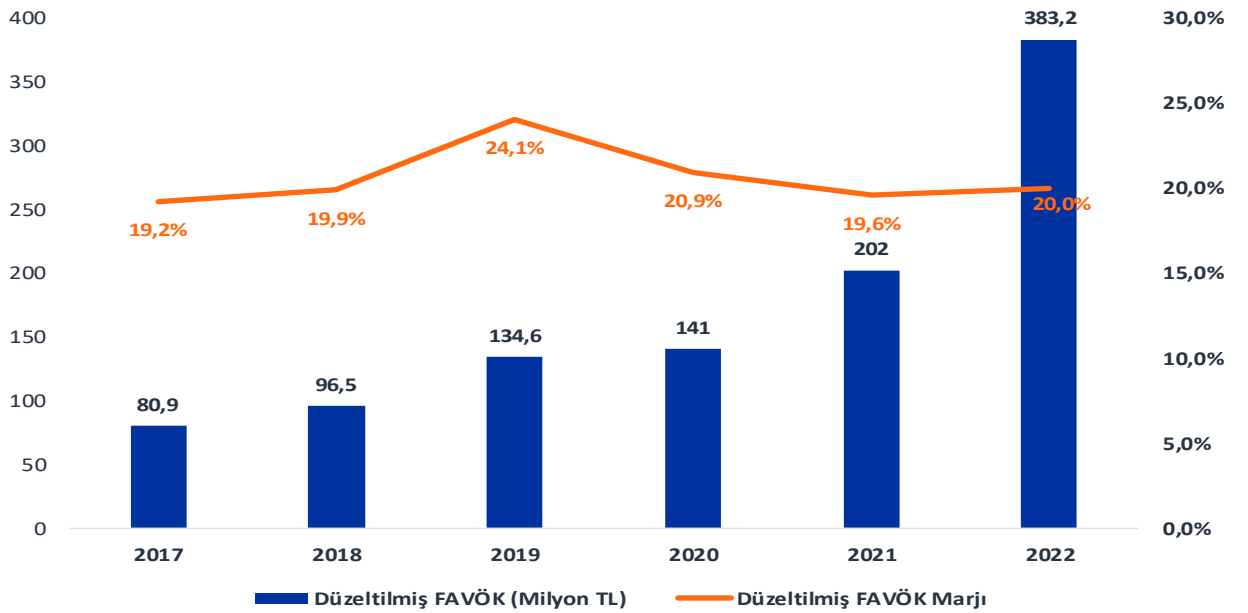
Grafik: Türkiye Satışlarının Kanal Bazlı Kırılımı



Kaynak : DP Eurasia

Grafikte de görüldüğü üzere, şirketin Türkiye satışlarının kırılımı incelendiğinde 2017 yılında satışların yaklaşık % 48'ini oluşturan online kanalın toplam içindeki payı yıldan yıla artış göstermiş, 2022 yıl sonunda %81'i aşmış ve 2023 yılının ilk yarısında yaklaşık %84 oranına ulaşmıştır.

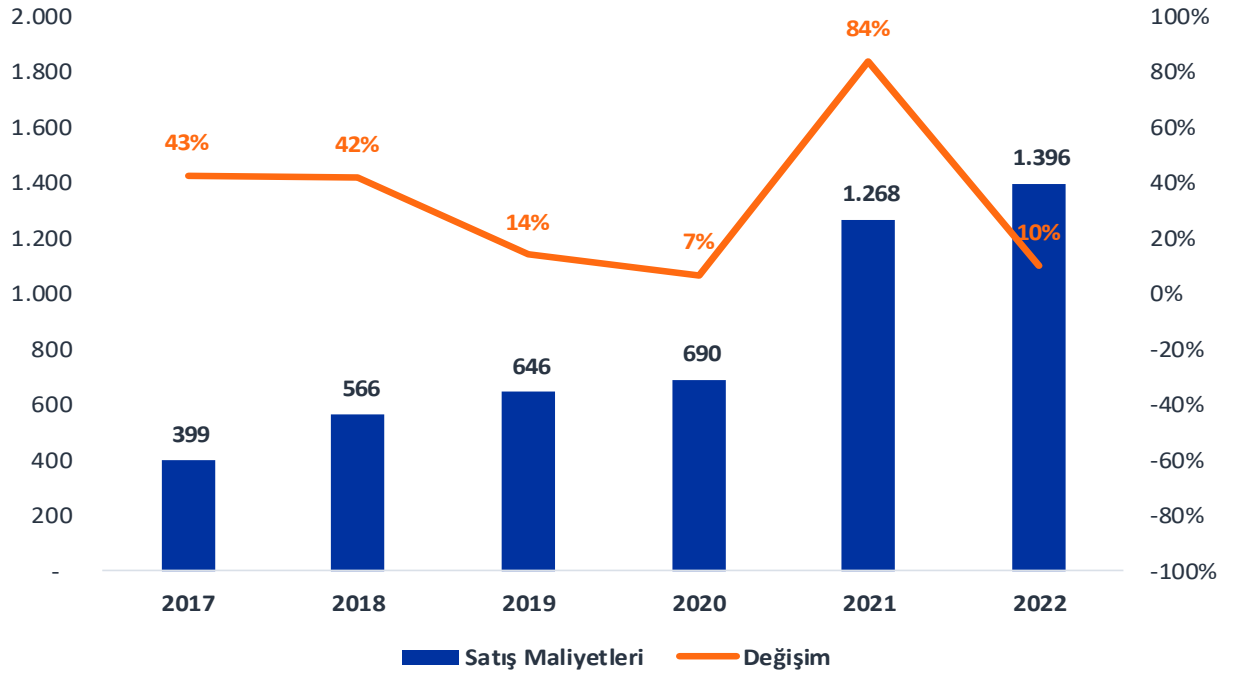
Grafik: Düzeltilmiş FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Kaynak : DP Eurasia

Şirketin, Türkiye faaliyetlerinden 2022 yılında 383 milyon TL düzeltilmiş FAVÖK elde etmiştir. Artan online satışların da etkisiyle beraber şirket pandemi sırasında hasılatını artırmaya devam etmiş, satışlar 2020 yılında %20 oranında ve 2021 yılında %53 oranında büyümüştür. Düzeltilmiş FAVÖK marjı ise sırasıyla %20,9 ve %19,6 seviyesinde seyrederken, 2022 yılında %20 seviyesinde gerçekleşmiştir.

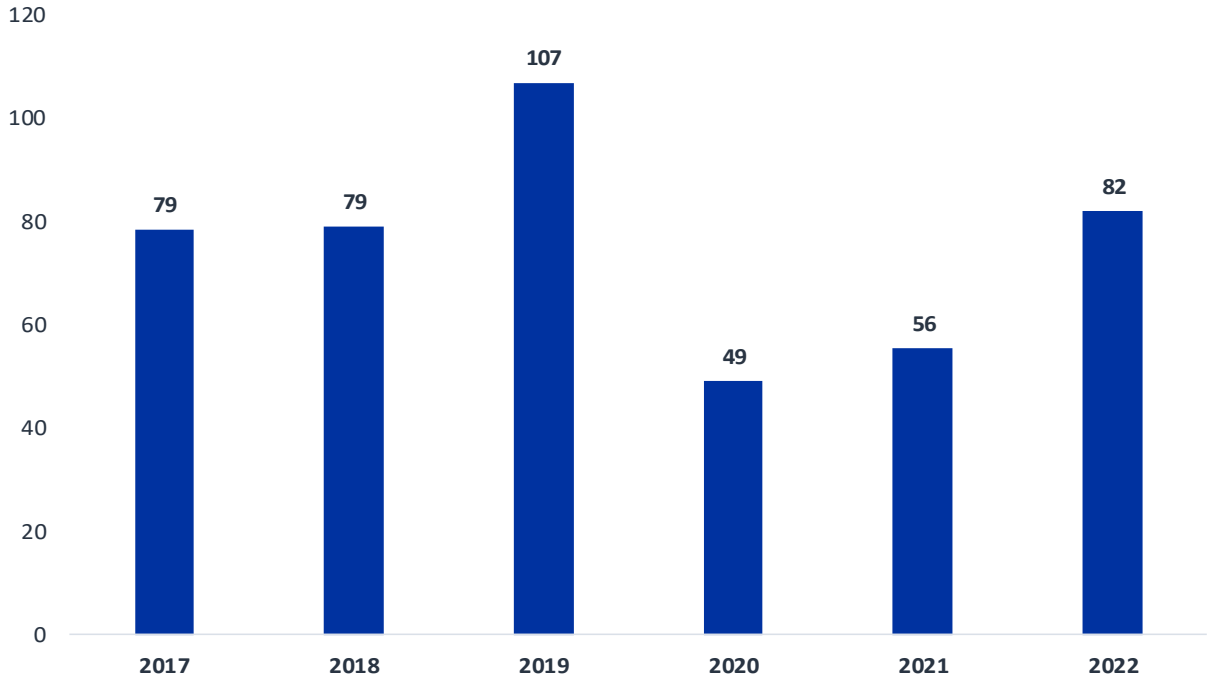
Grafik: Satışların Maliyeti (Milyon TL)



Kaynak : DP Eurasia

Pandemi sonrası yüksek gıda enflasyonu dolayısıyla 2021 yılında %84 artış kaydeden satış maliyetleri, 2022 yıl sonunda 1.396 milyon TL olarak kaydedilmiştir.

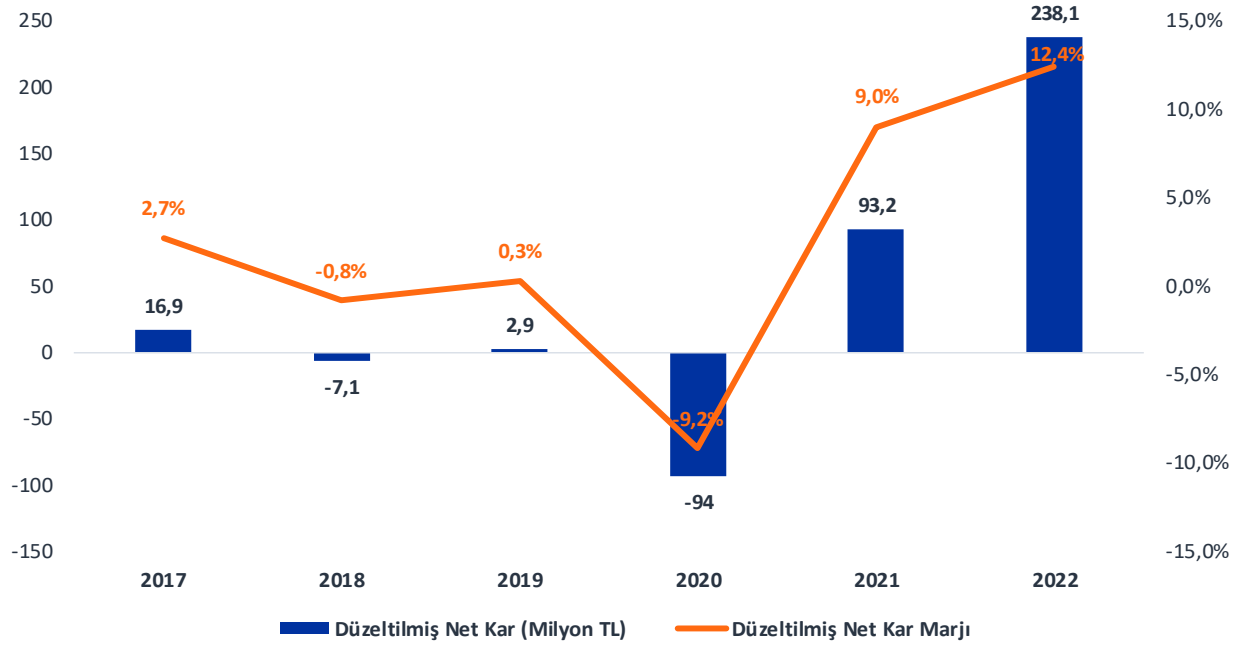
Grafik: Yatırım Harcamaları (Milyon TL)



Kaynak : DP Eurasia

Yine pandemi etkisiyle düşen yatırım harcamaları, restoran büyümelerinin de hızlanmasıyla 2022 yılında 82 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

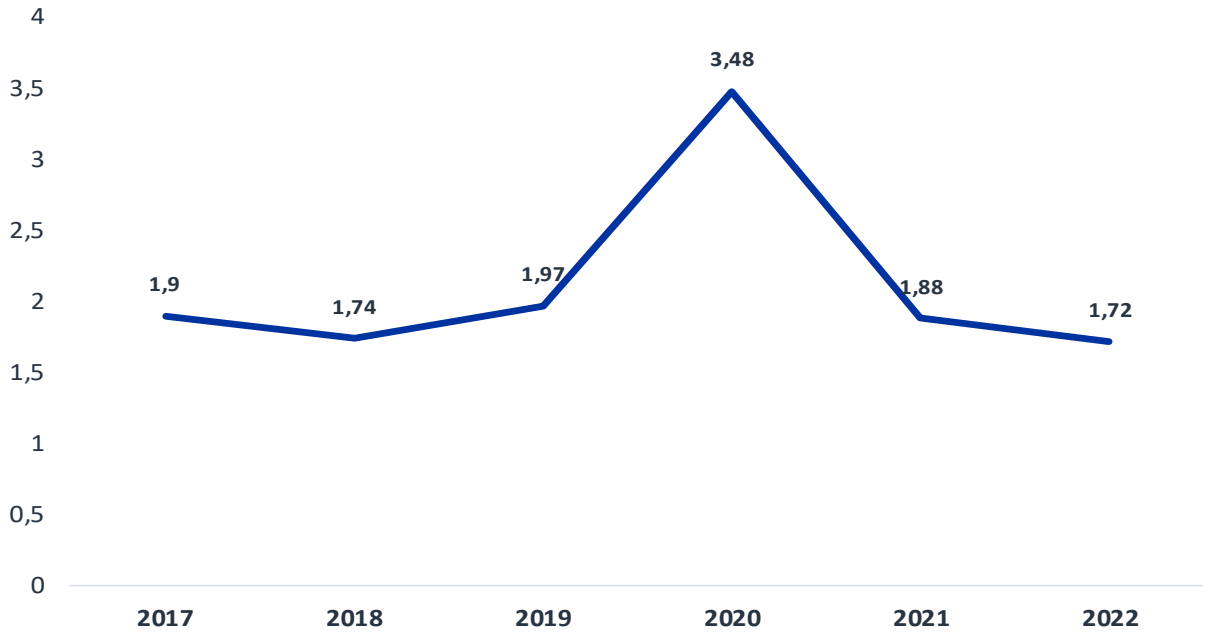
Grafik: Net Kar ve Net Kar Marjı



Kaynak : DP Eurasia

Şirket, pandemi dönemi -%9,2 oranına düşen net karını pandemi sonrası telafi etmiştir. 2021 yılı sonrası Rusya operasyonlarından arındırılmış olarak hesaplanan net kar marjı %12,4 oranına ulaşmıştır.

Grafik: Net Borç/FAVÖK Rasyosu



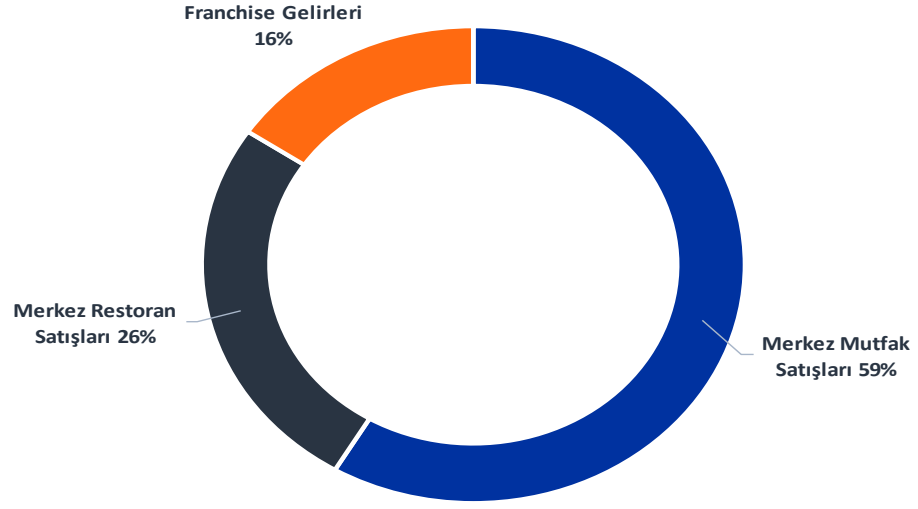
Kaynak : DP Eurasia

Yine pandemi döneminde düşen karlılık nedeniyle 3,48x oranında gerçekleşen Net Borç/FAVÖK pandemi sonrası stabilize olarak 2022 yılında 1,72x seviyesine ulaşmıştır.

Tavuk Dünyası

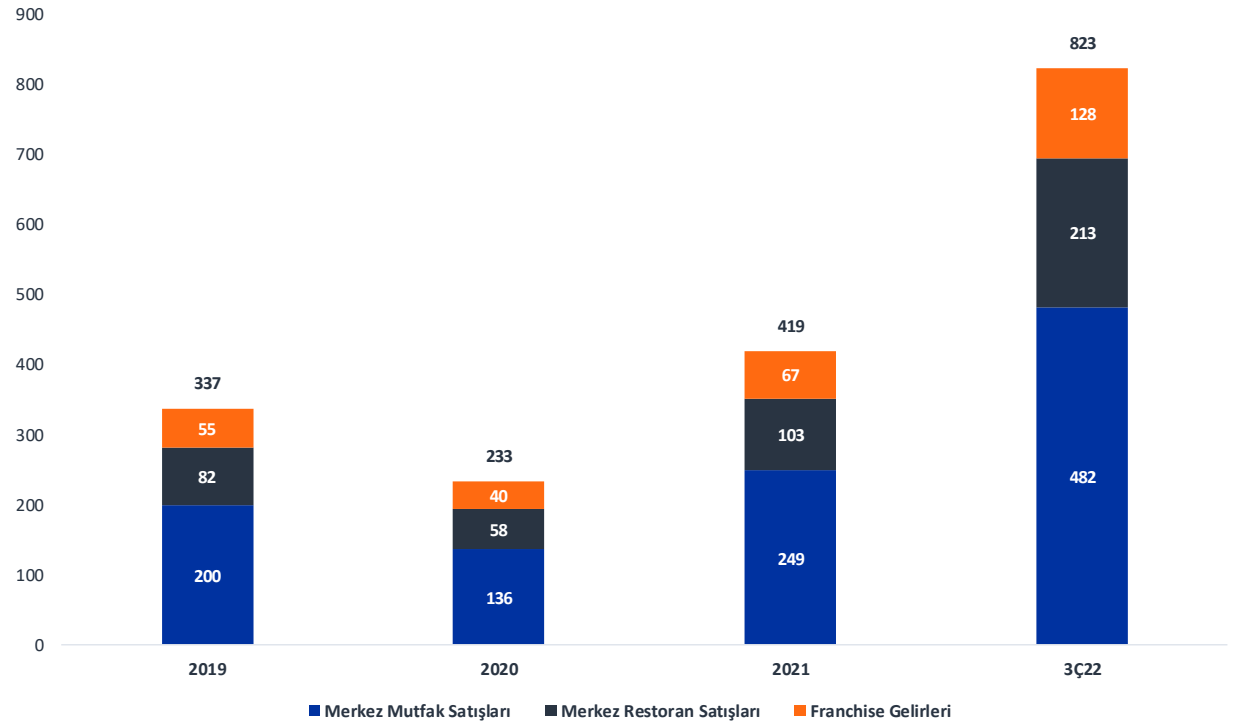
2012 yılından beri hizmet veren Tavuk Dünyası, 2022 üçüncü çeyrek itibarıyla Türkiye genelinde 275. şubesini açmıştır. Tavuk Dünyası hazır yemek sektöründe hızlı alakart deneyimi sunan fast casual modeliyle diğer sınırlı hizmet restoranlarına kıyasla bazı farklılıklara sahiptir. Bu model, sınırlı hizmet restoranlarına ait hızlı servis ve self servis gibi özelliklerin yanı sıra daha yüksek kalitede sunduğu yemek ile fast food ve casual dining arasında konumlanmaktadır.

Grafik: Satışların Dağılımı (3Ç22)



Kaynak : Tavuk Dünyası

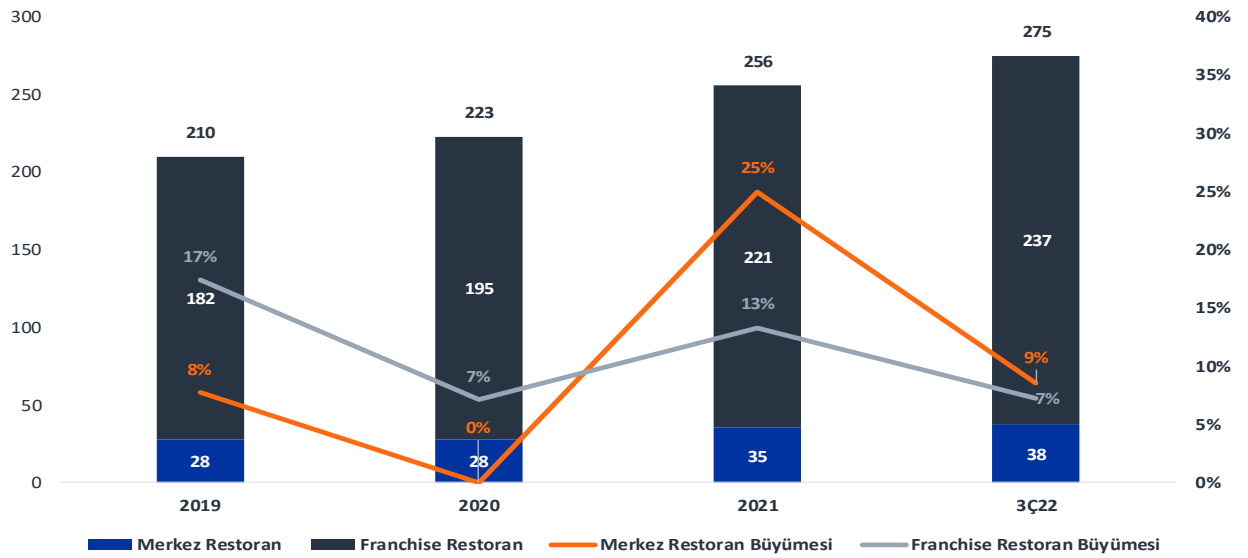
Grafik: Satışların Kanal Bazlı Kırılımı (Milyon TL)



Kaynak : Tavuk Dünyası

Şirketin satış gelirleri üç ana bileşenden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla merkez mutfak satışları, merkez restoran satışları, hizmet gelirleridir. Şirketin gelirlerindeki en büyük pay %59 oranıyla franchise bayilere üretim yapan merkez mutfak satışlarına aittir. Bu oranı %26 oranıyla merkez restoran satışları ve %16 oranıyla hizmet gelirleri takip etmektedir. Ankara Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan merkez mutfak üretim tesis tavukların marinasyonu, sosların hazırlanması gibi nihai (kullanıma hazır) ürünlerin üretimini gerçekleştirmektedir. Hizmet gelirleri, franchise restoranlardan elde edilen gelirleri ve tedarikçilerden elde edilen ciro primlerinden oluşmaktadır.

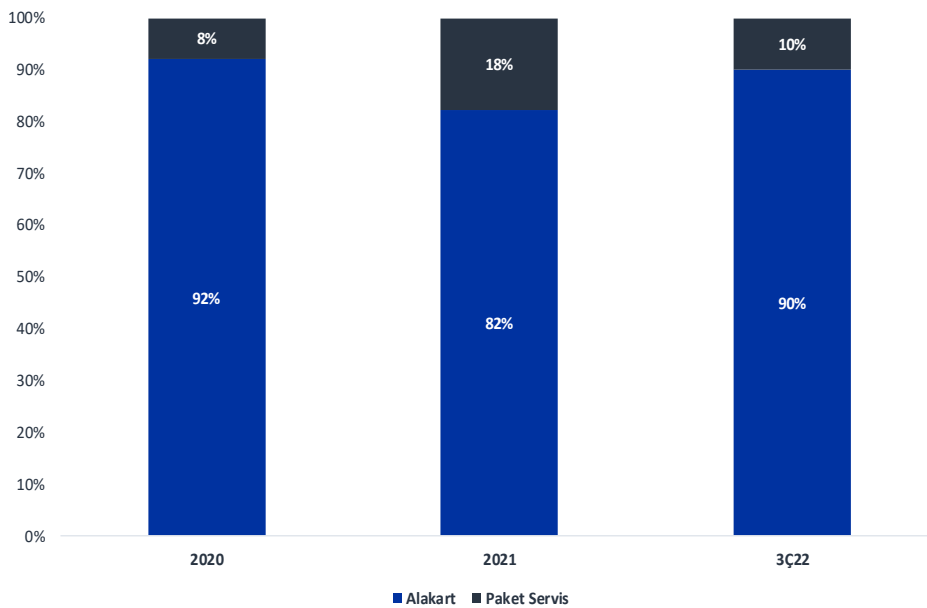
Grafik: Restoran Sayıları ve Büyümeleri



Kaynak : Tavuk Dünyası

Şirket, 2022 yılının 3. çeyreği itibarıyla 38 adet merkez restoran ve 237 adet franchise restoran ile hizmet vermektedir.

Grafik: Siparişlerin Kanal Bazlı Kırılımı



Şirketin 2022 yılının ilk çeyreğinde satışlarının %90'ı alakart, %10'u ise paket servis aracılığıyla gerçekleştirilmiştir.

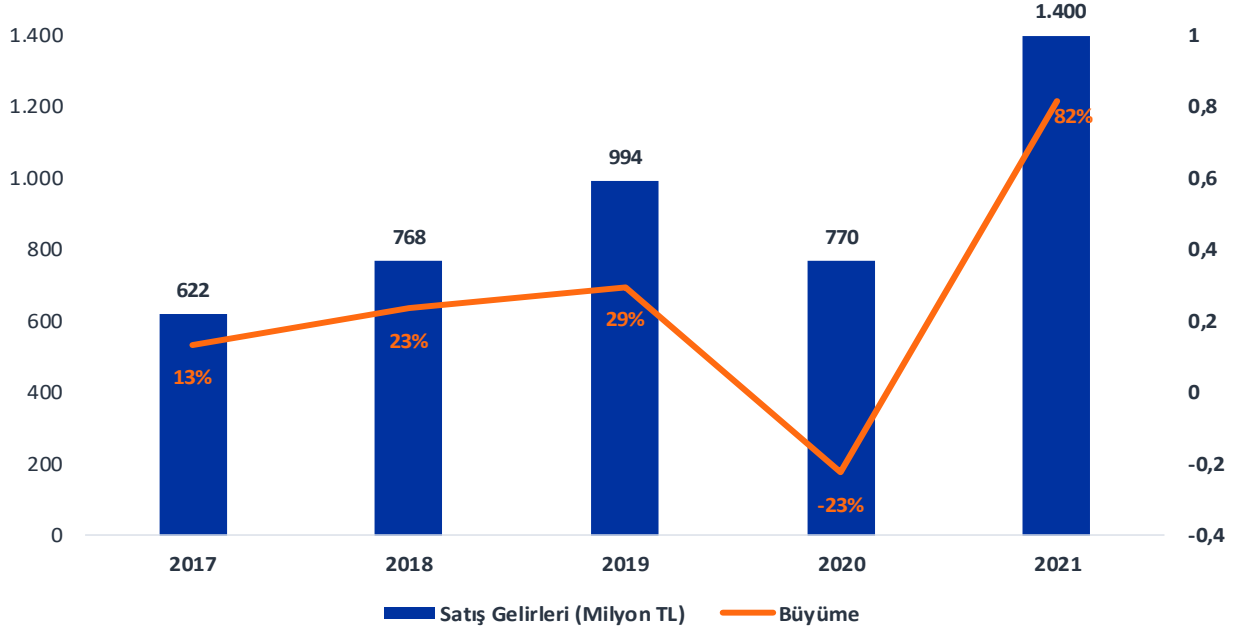
Paket servis oranı 2021 yılında pandeminin etkisiyle %18 seviyesine yükselmiş olsa da, şirket pandemi sonrası bu artışı koruyamamıştır.

Kaynak : Tavuk Dünyası

McDonald's

Dünyaca ünlü hamburger zinciri McDonald's, Türkiye'de 1986 yılından beri faaliyet yürütmektedir. 2022 yılında Anadolu Grup'un 54,5 milyon Dolar'a satışıyla Katarlı Boheme Investment, McDonald's Türkiye'nin yeni lisansörü olmuştur. 2021 yıl sonu itibarıyla Türkiye'de 260 adet McDonald's restoranı bulunmaktadır. Ayrıca, 46 adet McCafe şubesi ile uygun fiyatlı kahve, tatlı ve sandviç çeşitlerini tüketici ile buluşturmaktadır.

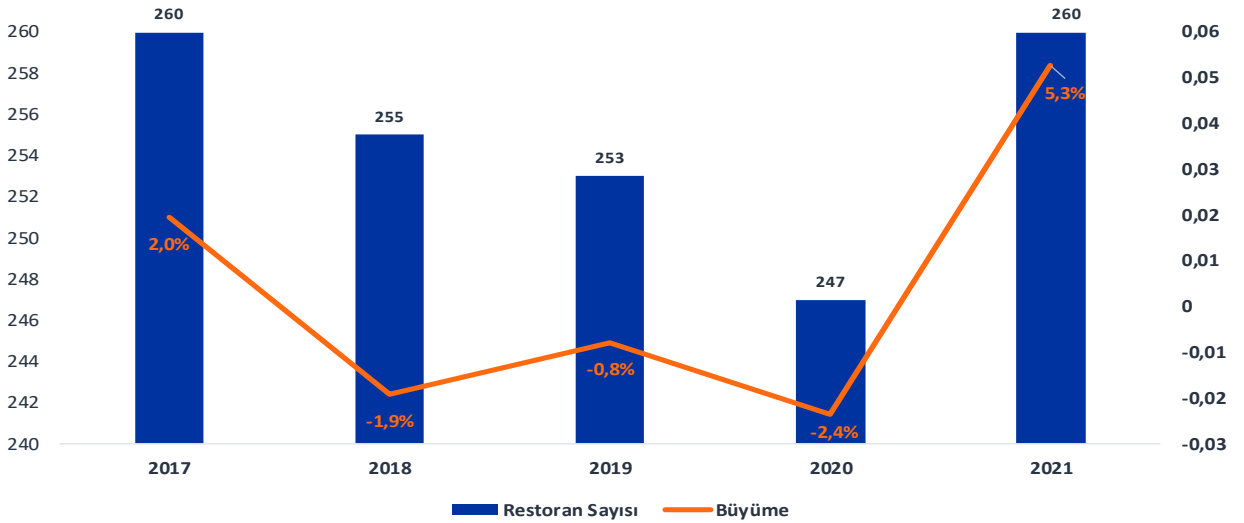
Grafik: Satış Gelirleri (Milyon TL)



Kaynak : Anadolu Grup

Satış gelirlerinde, pandemi döneminde %23 düşüş olmasına rağmen, pandemi sonrası gelirler %82 oranında büyüme göstermiş ve 1,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Grafik: Restoran Sayıları ve Büyümeleri



Restoran sayılarında 2016-2021 yılları arasında dalgalanmalar olsa da, periyot başı ve sonunda büyüme gözlemlenmemektedir.

Kaynak : Anadolu Grup

TAB Gıda

Tablo: Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirketler	Ülke	Piyasa Değer mn USD	FD/FAVÖK/FD/Satışlar			F/K			FD/FAVÖK/FD/Satışlar		
			Son 12 Ay (Cari)	Son 12 Ay (Cari)	Son 12 Ay (Cari)	23Y	23Y	2023	24Y	24Y	24Y
YUM CHINA HOLDINGS, INC.	Çin	16,362.1	19.3	8.3	1.4	21.3	9.1	1.6	18.6	8.2	1.4
DOMINO'S PIZZA ENTERPRISES LIMIT	Avustralya	2,720.2	67.0	14.3	2.2	31.1	16.0	3.6	32.8	15.2	3.4
MCDONALD'S HOLDINGS COMPANY	Japonya	6,152.9	36.0		2.0	37.6	16.0	328.4	31.8	13.6	307.1
JUBILANT FOODWORKS	Hindistan	3,617.3	84.7	24.4		69.6	26.9	510.6	101.8	28.4	492.5
DOMINO'S PIZZA GROUP PLC	Birleşik Krallık	1,833.8	12.6			19.8	13.5	2.1	17.7	12.3	2.0
AMREST HOLDINGS SE	İspanya	1,403.7		5.8	1.0	20.4	6.7	0.9	14.2	5.8	0.9
ALSEA, S.A.B. DE C.V.	Meksika	3,265.7	19.0	5.6	1.2	24.5	6.0	21.0	18.2	5.4	19.3
ARCOS DORADOS HOLDINGS INC.	ABD	2,464.0	12.8	5.6	0.9	14.2	6.4	0.9	12.6	5.8	0.9
RESTAURANT BRANDS NEW ZEALAND	Yeni Zelanda	243.0	24.2	7.1	0.9	27.9	7.7	1.6	16.2	7.1	1.5
COLLINS FOODS	Avustralya	807.2	41.0	8.2	1.3	24.1	10.4	2.2	19.7	8.5	2.0
WESTLIFE FOODWORLD LIMITED	Hindistan	1,432.1	106.1	115.4	4.9	96.8	33.3	460.2	126.8	32.9	438.6
Restaurant Brands Asia LTD	Hindistan	623.6					39.8	240.2		25.7	208.7
KFC HOLDINGS JAPAN, LTD.	Japonya	658.3	23.2								
BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA	Brezilya	218.1		3.6	0.6		4.8	3.5	85.4	4.6	3.2
CARROLS RESTAURANT GROUP, INC.	ABD	489.7	27.0	5.9	0.9	19.6	6.1	0.9	16.6	5.8	0.9
PT FAST FOOD INDONESIA TBK	Endonezya	184.9									
IBERSOL, SGPS, S.A.	Portekiz	297.2	10.6			18.5	4.5	0.7	14.3	3.4	0.7
DP EURASIA N.V.	Hollanda	545.5	36.0								
JOLLIBEE FOODS CORP	Filipinler	5,340.7	44.0			34.6	11.6	84.5	30.2	10.3	76.0
Americana Restaurants International PLC	Birleşik Arap Emirlikleri	7,820.7	30.2		3.2	26.5	13.7	3.2	27.3	12.9	3.1
Medyan		1,417.9	28.6	7.1	1.2	24.5	10.4	3.2	19.1	8.5	3.1
Ortalama		2,824.0	37.1	18.6	1.7	32.4	13.7	98.0	36.5	12.1	91.9

Kaynak : Bloomberg (08.03.2024)

*DP Eurasia 'nın çoğunluk hisselerine Jubilant FoodWorks tarafından 16 Ocak'ta hisse başına 110 pence teklif verilmiştir. Bu toplam şirket için 161.2 milyon sterlin tutarında bir değere ve 2023/6 ay sonu itibariyle 17.86x FD/FAVÖK çarpanına işaret etmektedir.

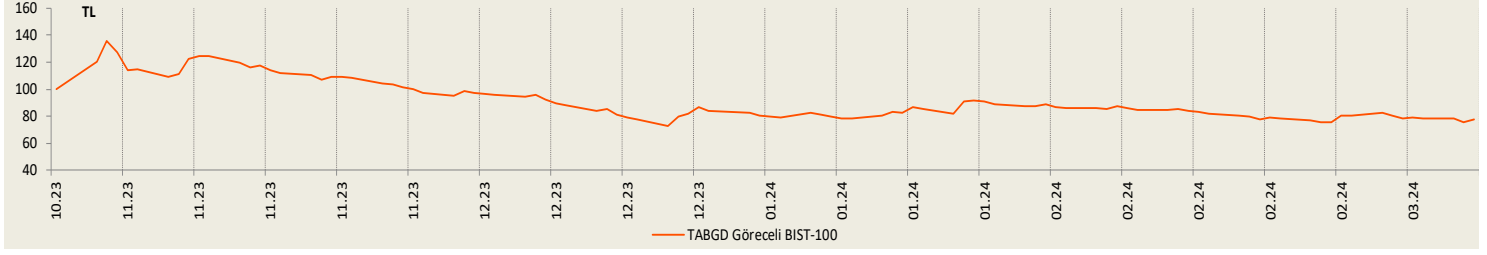
Tablo: Makro Tahminler

Makro Veriler	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Enflasyon (yıl sonu)	11.8%	14.6%	36.1%	64.3%	64.8%	42.0%	22.0%	17.0%	17.0%
Enflasyon (ortalama)	15.2%	12.3%	19.6%	72.3%	53.9%	56.1%	27.5%	18.5%	17.0%
TL/Dolar (ortalama)	5.67	7.01	8.89	16.56	23.74	35.80	45.00	52.40	60.34
TL/Dolar (yıl sonu)	5.94	7.34	12.98	18.70	29.40	41.22	47.90	56.20	64.48
TL/Euro (ortalama)	6.35	8.03	10.47	17.38	25.68	43.46	50.09	58.28	67.96
TL/Euro (yıl sonu)	6.65	9.01	14.68	19.88	32.69	44.11	50.77	59.01	67.71
Gösterge 10 Yıllık TL Tahvil Faizi	12.2%	12.9%	22.7%	8.9%	25.0%	23.0%	22.0%	18.0%	17.0%

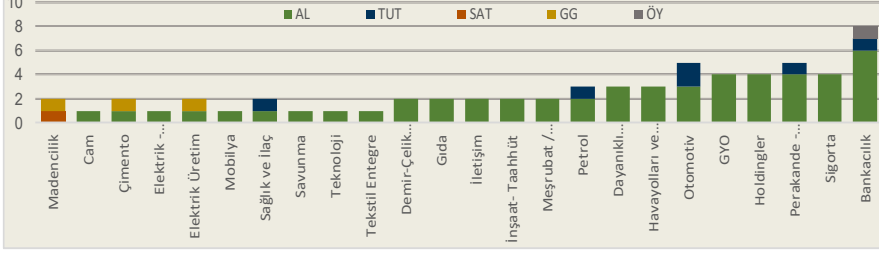
Kaynak : İş Yatırım, TCMB

TAB Gıda

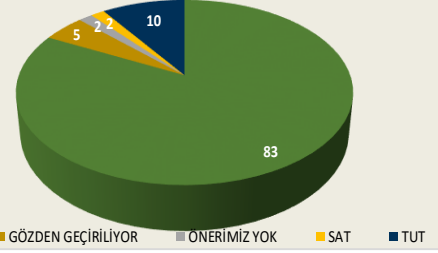
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



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

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

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