

TAB GIDA: Karlı Büyümenin Tarifi

Türkiye'nin en büyük hızlı servis restoran (HSR) işletmecisi olan TAB Gıda'yı ("TABGD" veya "Şirket") %74 getiri potansiyeline işaret eden 12 aylık hisse başı 236TL hedef fiyat ve "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Halka arz sonrası bilançosu güçlenen ve mevcut zorlu makro ortamda rekabetçi avantajlarıyla pazar payını arttırmasını beklediğimiz TAB için önümüzdeki beş yılda %34 VAFÖK ve %32 net kar YBBO'su öngörüyoruz ve %45 yatırılan sermaye getirisi ve %35 özkaynak karlılığı yakalamasını bekliyoruz. Bu karlılık ve büyüme görünümünde, hissenin 2025 nominal tahminlerimize göre işlem gördüğü mevcut 4,0x FD/VAFÖK ve 7,0x F/K çarpanlarını cazip buluyoruz.

- Türkiye'nin en büyük HSR işletmecisi.** TABGD'nin kapsamlı marka portföyü, "Burger King", "Popeyes", "Sbarro", "Arby's" ve "Subway" olmak üzere dünya çapında tanınmış beş marka ve "Usta Dönerci" ve "Usta Pideci" olmak üzere kendisine ait iki markasıyla toplam yedi markadan oluşmaktadır. Şirket %55'ini kendi işle ttiği ve %45'i franchise olmak üzere 1.781 restoranlık bir sistemi yönetmektedir ve sistem geneli toplam gelirler son 3 yılda %92'lik YBBO ile Eylül 2024 sonu 37 milyar TL'ye ulaşmıştır.
- Tartışmasız Pazar Lideri.** Tab Gıda, Türkiye'deki HSR zincirleri arasında gelirler bazında %30 pazar payına sahiptir ve ikinci sıradaki şirketle arasında ~18 puanlık fark vardır. Tab Gıda, kendinden sonraki dört büyük rakibinin toplamından daha fazla restoran ağına sahiptir. Şirketin pazardaki bu bariz üstünlüğünü (i) başta Burger King olmak üzere HSR pazarındaki neredeyse tüm mutfakları kapsayan çeşitli ve çok markalı büyüme stratejisine (ii) yeni restoran açılışlarıyla birlikte mevcut restoranlarda büyümenin güçlü bir şekilde yürütülmesine (iii) ana hissedar TFI'nin Ekosistemi tarafından desteklenen güçlü tedarik ağı ve ölçek avantajlarının sağladığı sürdürülebilir rekabetçi konumuna (iv) müşteri memnuniyetini arttıran ve şirketin talebi daha iyi tahmin etmesine ve buna göre yeni ürünlerle kampanyalar sunmasına olanak tanıyan lojistik ve dijital yatırımlarına bağlıyoruz. Bu unsurların öngörülebilir gelecekte de geçerliliğini korumasını ve TAB Gıda'nın, Türk restoran sektörünün en hızlı büyüyen alt segmenti olan Türkiye HSR pazarındaki büyümenin başlıca yararlanıcısı olmasını bekliyoruz.
- Büyümenin ana dayanakları.** Şirketin gelecekteki büyümesinin temel dayanaklarının (i) yeni restoran açılışları (ii) franchise restoranların toplam içindeki payının artması (iii) mevcut restoranların ve yeni markaların katkısını arttıracak verimlilik çalışmaları ve (iv) toplam müşteri trafiği ve ortalama fiş büyüklüklerini destekleyen yeni ürün lansmanları ve artan paket servis operasyonları olacağını öngörüyoruz. 2024 yılında %65 ciro büyümesi ve 21% VAFÖK marjı öngördüğümüz TAB'ın, önümüzdeki 3 yılda gelirlerinde %49 YBBO yakalamasını, ortalama %21 VAFÖK marjı elde etmesini ve %49 yatırılan sermaye getirisi sağlamasını bekliyoruz.
- Riskler/Tehditler.** (i) Müşteri trafiğinde düşüş (ii) Franchise anlaşmalarının yenilenmemesi (iii) Tedarik zinciri sorunları (iv) Azalmakla birlikte Burger King markasına olan bağımlılığın halen yüksek olması, (v) Büyümeye dair olağan sorunlar.



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL236

Potansiyel Getiri

74%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TABGD.TI / TABGD.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL135,00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	35.274 / 1.030
Hisse Sayısı (mn)	261,292
Saklama Oranı	20%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	143,42 / 4,22

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

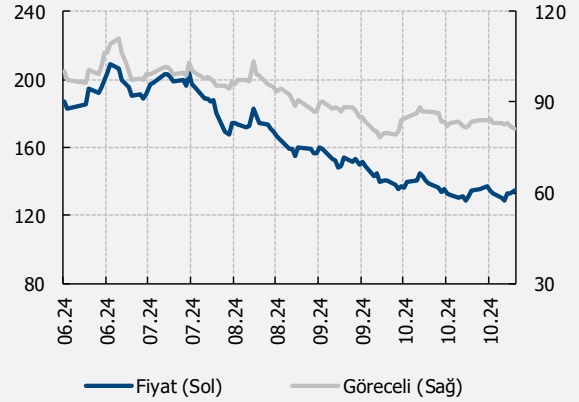
1 Aylık	144,50 / 128,70
1 Yıllık	208,98 / 98,71
Sene başından itibaren	208,98 / 110,87

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	-7%	-8%
3 Aylık	-23%	-15%
Sene başından itibaren	-5%	-23%
Sene başından itibaren	16%	-8%



08 Kasım 2024 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Eren Erciş

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Finansallar (TLmn)	Aralık'24 TÜFE (Tahmin: 2,696)			TMS29 Düzeltmesiz	
	2023T (*)	2024T	2025T	2024T	2025T
Gelir Tablosu					
Gelirler	28.979	31.754	34.090	27.775	39.462
Brüt Kar	4.922	5.469	5.986	6.073	8.761
Faaliyet Giderleri	-2.327	-2.605	-2.812	-2.529	-3.611
VAFÖK (**)	6.137	6.691	7.282	5.627	8.110
Amortisman	3.542	3.827	4.108	2.083	2.959
Net Faaliyet Karı	2.595	2.864	3.173	3.544	5.151
Net Finansman Gelir (Gider)	874	-1.320	-576	-354	-503
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	458	1.524	1.636	1.333	1.894
İştiraklerden Gelir (Gider)	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar Zarar	3.927	3.068	4.234	4.524	6.542
Vergi	-364	-706	-974	-1.040	-1.505
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	3.563	2.362	3.260	3.483	5.037
Bilanço					
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.720	5.819	6.872	5.819	8.694
Stoklar	409	429	606	416	589
Ticari Alacaklar	942	1.294	1.026	1.294	1.297
Diğer Dönen Varlıklar	1.241	1.150	909	1.150	1.150
Dönen Varlıklar	8.312	8.692	9.413	8.679	11.730
Maddi Duran Varlıklar	7.577	8.983	9.748	4.454	5.942
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.116	5.880	6.701	3.643	5.751
Kullanım Hakkı Varlıkları	847	928	1.015	440	578
Finansal Varlıklar & Özakaynak Değerleme	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	97	0	0	0	0
Duran Varlıklar	13.637	15.791	17.464	8.537	12.271
Toplam Varlıklar	21.949	24.483	26.877	17.217	24.001
KV Finansal Borçlar	135	0	0	0	0
KV Kiralama Borçları	1.006	1.300	1.500	1.300	1.898
Ticari Borçlar	2.171	2.378	2.659	2.378	3.365
Diğer KV Yükümlülükler	1.224	1.250	988	1.250	1.250
KV Yükümlülükler	4.535	4.928	5.148	4.928	6.512
UV Kiralama Borçları	1.947	2.441	3.046	2.441	3.853
UV Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Diğer UV Yükümlülükler	1.433	1.864	485	1.864	614
UV Yükümlülükler	3.380	4.305	3.531	4.305	4.467
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	14.034	15.250	18.198	7.984	13.021
Toplam Yükümlülükler	21.949	24.483	26.877	17.217	24.001
Nakit Akım Tablosu					
Faaliyetlerden Nakit	5.065	8.106	7.719	5.764	8.806
Yatırımlardan Nakit	356	-3.048	-2.529	-2.666	-2.927
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-108	761	-4.138	-1.224	-3.005
Toplam SNA Girişi	5.422	5.059	5.191	3.099	5.879
Rasyolar					
FD/VAFÖK (x)	4,6	4,3	3,9	5,9	4,0
F/K (x)	8,6	14,9	10,8	10,1	7,0
Brüt Kar Marjı	17%	17%	18%	22%	22%
VAFÖK Marjı	21%	21%	21%	20%	21%
Net Kar Marjı	12%	7%	10%	13%	13%
Özkaynak Karlılığı	25%	15%	18%	44%	39%
Gelir Büyümesi	-	10%	7%	64%	42%
VAFÖK Büyümesi	-	9%	9%	56%	44%
Net Kar Büyümesi	-	-34%	38%	53%	45%
Net Borç/Özkaynak (x)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7
Net Borç/VAFÖK (x)	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) 2023 finansalları 2024 yılsonuna TÜFE artış tahminimiz ile taşınmıştır (2696/1489=1.81)

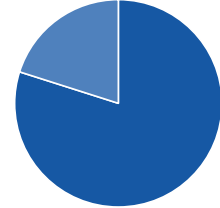
(**) VAFÖK = (Satışlar - SMMM - Faaliyet Gideri + Amortisman) UFRS sonuçları ile şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Sirket Tanımı

TAB Gıda, yedi markadan oluşan kapsamlı marka portföyü ile Türkiye'nin en büyük HSR (Hızlı Servis Restoran) zinciridir. Şirket 1994 yılında Kurdoğlu ailesi tarafından kurulmuştur ve 1995 yılından bu yana Burger King'in Türkiye'deki münhasır ana franchise sahibidir. TAB Gıda, yıllar içinde ürün ve marka portföyünü genişleterek 2006 yılında Sbarro, 2007 yılında Popeyes, 2010 yılında Arby's ve son olarak 2022 yılında Subway'i bünyesine katmıştır. Şirket, dünya çapında tanınan bu beş markanın yanı sıra, 2013 yılında "Usta Dönerci" ve 2019 yılında "Usta Pideci" olmak üzere kendine ait iki markasını kurmuştur.

Şirket, 3Ç24 sonu itibarıyla 1.781 restoranlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Sistem genelindeki mağazaların %55'i TAB Gıda tarafından işletilmekte, %45'i ise franchise olarak faaliyet göstermektedir. Dolayısıyla TAB Gıda'nın gelirleri, şirkete ait mağazalardaki satışların yanı sıra franchise satışlarının da doğrudan bir fonksiyonudur. Bu nedenle, franchiseların finansal sağlığı şirketin büyüme performansında büyük önem taşımaktadır.

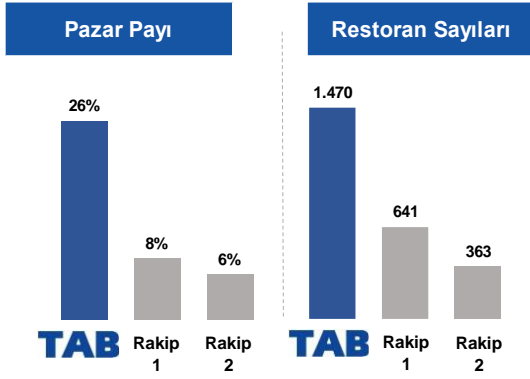
Ortaklık Yapısı



• TFI TAB Gıda Yatırımları Anonim Şirketi
• Others

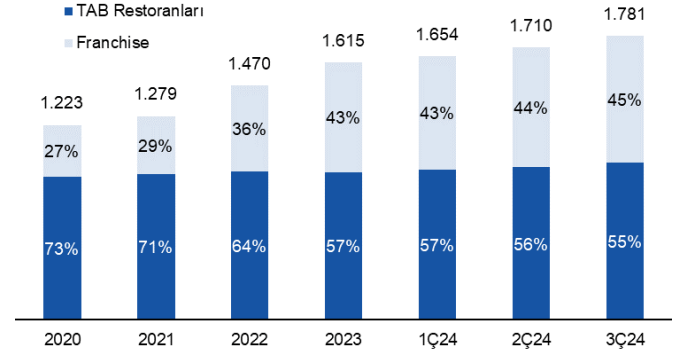
Bir bakışta TAB Gıda

Şekil 1: TAB Gıda Pazar Hakimiyeti (2022*)



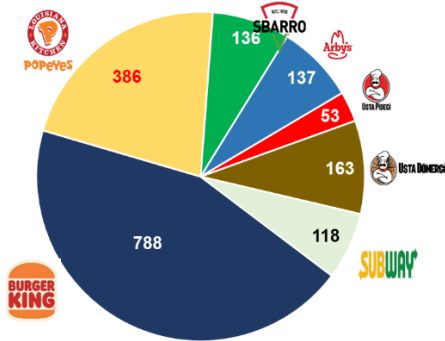
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Halka arz izahnamesine dayanan en son veriler

Şekil 2: Restoran Sayıları (Dönem sonu)



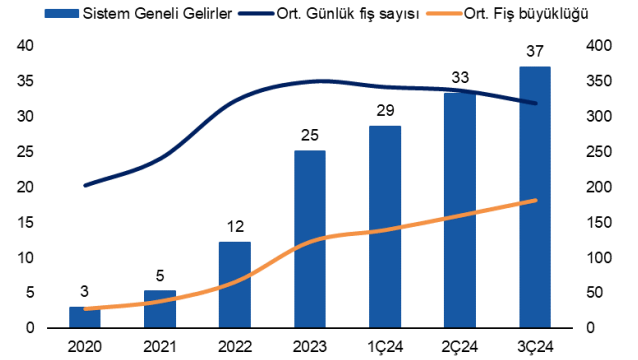
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 3: Marka Portföyü (Sistme Geneli) – 3Ç24



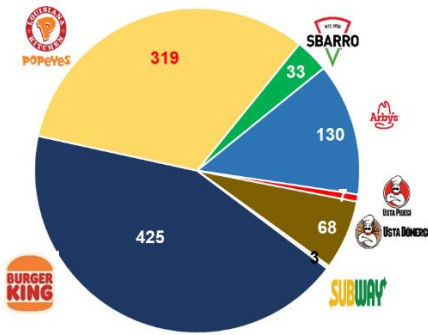
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Sistem Geneli Gelirler (milyar TL), Ort. Günlük Fiş Sayısı Ve Ort. Fiş Büyüklüğü – Son 12 ay



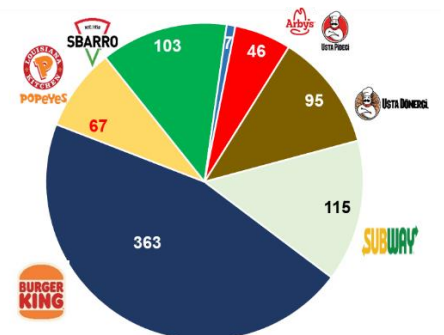
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 5: TAB Restoranlarının Sayısı – 3Ç24



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 6: Franchise Restoranların Sayısı – 3Ç24



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

İÇİNDEKİLER	Sayfalar
Yönetici Özeti	5
Yatırım Teması	6
Riskler & Tehditler	13
Değerleme	14
İNA	15
Benzer Karşılaştırma	16
Model Varsayımları	17
Temel Varsayımlar	18
Şirket	19
Tarihçe	19
Ortaklık Yapısı	19
Operasyonlar ve Markalar	20
Finansallar ve YKY Tahminleri	23
Gelirler	23
Operasyonel Marjlar	27
Net İşletme Sermayesi	28
Yatırım Harcamaları	28
Türkiye HSR Pazarı	30
Ek	33

Yönetici Özeti

TAB Gıda, yedi markadan oluşan kapsamlı marka portföyüyle Türkiye'nin en büyük HSR zinciridir. Şirket 1994 yılında Kurdoğlu ailesi tarafından kurulmuştur ve 1995 yılından bu yana Burger King'in Türkiye'deki münhasır ana franchise sahibidir. TAB Gıda, yıllar içinde ürün ve marka portföyünü genişleterek 2006 yılında Sbarro, 2007 yılında Popeyes, 2010 yılında Arby's ve son olarak 2022 yılında Subway'i bünyesine katmıştır. Şirket, dünya çapında tanınan bu beş markanın yanı sıra, 2013 yılında "Usta Dönerci" ve 2019 yılında "Usta Pideci" olmak üzere kendine ait iki yeni marka kurmuştur.

Şirket, Eylül 2024 itibarıyla 1.781 restoran büyüklüğünde bir sistemi yönetmektedir. Sistem genelindeki mağazaların %55'i TAB'ın kendisi tarafından işletilmekte, %45'i ise franchise olarak faaliyet göstermektedir. Dolayısıyla TAB Gıda'nın gelirleri, şirketin işlettiği restoranlardaki satışların yanı sıra franchise satışlarının da doğrudan bir fonksiyonudur. Bu nedenle, franchiseların finansal sağlığı şirketin büyüme performansında önem arz etmektedir.

TAB Gıda, HSR zincirleri arasında ikinciden yaklaşık 18 puan daha yüksek pazar payıyla güçlü pazar liderliğine sahiptir. Küresel olarak tanınan ve kendini kanıtlamış markaları sayesinde TAB, 2022-2023 yılları arasında, cirosunu nominal %96, reel %20 artırmıştır. COVID-19 salgını sırasında bile, şirketin gelirleri, 2020'de sadece %5 düşmüş ve hemen ardından büyüme patikasına geri dönmüştür. Şirketin pazardaki güçlü konumlanmasını, (i) başta Burger King olmak üzere HSR pazarındaki neredeyse tüm mutfakları kapsayan çeşitli ve çok markalı büyüme stratejisine (ii) yeni restoran açılışlarıyla birlikte mevcut restoranlarda büyümenin güçlü bir şekilde yürütülmesine (iii) ana hissedar TFI'nin Ekosistemi tarafından desteklenen güçlü tedarik ağı ve ölçek avantajlarının sağladığı sürdürülebilir rekabetçi konumuna (iv) müşteri memnuniyetini artıran ve şirketin talebi daha iyi tahmin etmesine ve buna göre yeni ürünlerle kampanyalar sunmasına olanak tanıyan lojistik ve dijital yatırımlarına bağlıyoruz.

Şirketin gelecekteki büyümesinin temel dayanaklarının (i) yeni restoran açılışları (ii) franchise restoranların toplam içindeki payının artması (iii) mevcut restoranların ve yeni markaların katkısını arttıracak verimlilik çalışmaları ve (iv) toplam müşteri trafiği ve ortalama fiş büyüklüklerini destekleyen yeni ürün lansmanları ve artan paket servis operasyonları olacağını öngörüyoruz. Ulusal restoran zincirlerinin, bağımsız işletilen restoranlara göre daha hızlı büyümesine olanak sağlayan mevcut pazar dinamiklerinin de TAB Gıda'nın büyümesini destekleyeceğine inanıyoruz. Sayılarla ifade etmek gerekirse, TAB Gıda'nın mağaza portföyünü 2028 yılına kadar çoğunlukla franchise mağazalar aracılığıyla %7 YBBO ile artırmasını, restoran başı ortalama günlük gelirini (ARS) %27 YBBO ile büyüteceğini varsayıyoruz ve bu varsayımlar, konsolide bazda gelirler ve VAFÖK'de %35 YBBO'ya işaret ediyor.

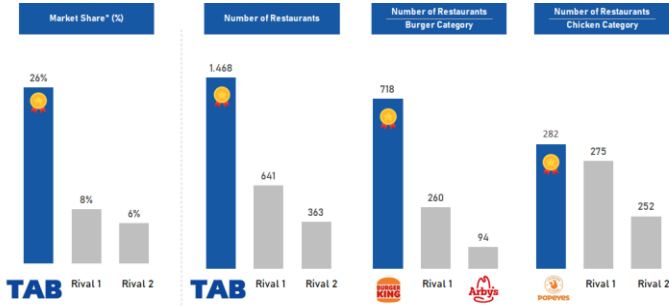
Şirketin önündeki başlıca riskler/tehditler şunlardır: (i) müşteri trafiğinde düşüşe yol açabilecek makro gelişmeler (örneğin pandemi, rekabet, işsizlik, alışveriş merkezlerinin kapanması), (ii) tedarik zinciri sorunları (iii) Münhasır ana franchise sahipliği anlaşmalarının yenilenmemesi (iv) azalmakla birlikte Burger King markasına olan yüksek bağımlılık (v) kalifiye personel eksikliği, daha az kârlı lokasyonlar gibi büyümeyle ilişkili olağan sorunlar.

Yatırım Teması

Açık ara pazar lideri

TAB Gıda, %30'luk pazar payıyla sıralamada ikinci şirketin 18 puan üzerinde ve Türkiye'nin açık ara en büyük HSR zinciri işletmecisidir. Şirket ayrıca 1.781 restoranla en geniş mağaza ağına ve en geniş coğrafi kırıma (Türkiye'de toplam 81 ilin 77'sinde) sahiptir. Şirketin, sonraki en büyük dört oyuncunun toplam restoran ağından daha fazla restorana sahip olması, TAB Gıda'nın yıllar içinde rekabetten ne kadar büyük ölçüde ayrıştığının göstergesidir.

Şekil 7: TAB Gıda Pazar Hakimiyeti (**)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Sınırlı hizmet pazarına sahip zincir restoranlarda (**) Halkaz arz izahnamesinde bulunan en son mevcut veri

Şekil 8: TAB Gıda Geniş Coğrafi Kapsamı (1Y23*)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Halkaz arz izahnamesinde bulunan en son mevcut veri

Farklı mutfaklarda çok markalı stratejiyle büyüyor

TAB Gıda'nın çok markalı portföyünde beş küresel marka (Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's ve Subway) ve kendine ait iki marka (Usta Dönerci ve Usta Pideci) bulunmaktadır. Tüm bu markalar Türk restoran işletmeciliği sektörünün farklı alt segmentlerinde faaliyet göstermekte ve farklı tüketici zevklerine hitap etmektedir. Buna göre, TAB Gıda'nın farklı mutfaklarda ve HSR işinin neredeyse tüm alt segmentlerinde (burger, tavuk, pizza, sandviç, döner, pide) yedi markaya sahip olması, rakiplerine kıyasla daha büyük ölçek ekonomisi avantajıyla tüketici talebinin büyük bir kısmına hitap etmesini sağlamaktadır. TAB Gıda'nın farklı pazar segmentlerinde faaliyet göstermesi, şirketin yerel lezzetleri ve tüketici eğilimlerindeki değişiklikleri daha iyi anlamasını da sağlamaktadır; bu da yeni ürünlerin piyasaya sürülmesi veya etkili kampanyaların başlatılması yoluyla eşlenik mağaza satışlarının sürdürülebilirliği açısından önemli bir unsurdur. Şirketin kapsamlı marka portföyü, konsolide bazda büyümenin, her bir markanın ayrı ayrı büyümesine kıyasla, daha az yatırım harcaması ve daha az net işletme sermayesiyle elde edilmesini sağlamaktadır.

Şekil 9: TAB Gıda'nın Kapsamlı Marka Portföyü






						
	Burger	Tavuk	Akdeniz	Pizza	Sandviç	Sandviç
Restoran Sayıları (3Ç24)	788	386	216	136	137	118
Ana Ürün						

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

TFI Ekosisteminden faydalıyor

TFI, TAB Gıda'nın en büyük hissedarı ve aynı zamanda dünyanın en büyük dördüncü HSR zinciri konumundadır. TFI, 2012 yılından bu yana RBI'nin sahibi olduğu Burger King'in münhasır ana franchise sahipliği haklarını elinde bulundurmaktadır. TFI'nın, dağıtımdan reklama, patates üretiminden ekmeğe üretime kadar, restoran işletmeciliği sektörünün değer zincirinin neredeyse tüm aşamalarını kapsayan ve Ekosistem adı verilen dikey entegre tedarik zinciri sistemi bulunmaktadır. TAB'ın, TFI Ekosistemi'nin bir parçası olması, hem maliyet avantajı sağlamakta hem de öngörülebilirliği daha yüksek verimli bir tedarik zincirini mümkün kılmaktadır.

Şekil 10: TFI / Ekosistemi

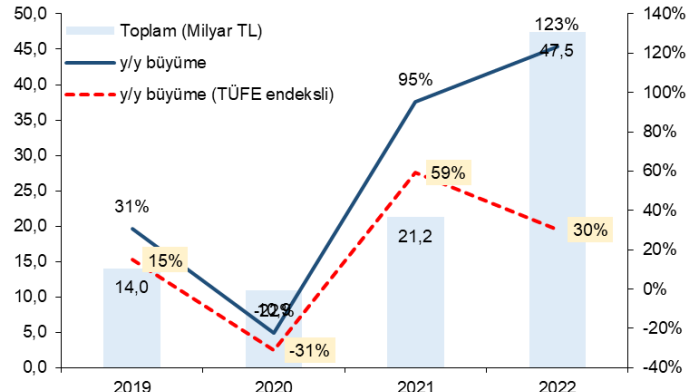
Ekosistem Şirketleri	Ekosistem Şirketleri
 <ul style="list-style-type: none"> Satın alma, depolama, dağıtım, gıda işleme Yedi depo ve bir sebze işleme fabrikası ~34Km2 kapalı alan ve ~30 bin patates üretim kapasitesi 200'den fazla araç 	<ul style="list-style-type: none"> Gerekli hammaddelerin tedarik edilmesi 2020'den itibaren alımların%41,2'si 2020'den beri ekosistem şirketi Son teslimata kadar tedarik zinciri kontrolü
 <ul style="list-style-type: none"> Endüstriyel fırın İki fabrika Kombine aylık 40 milyon hamburger ekmeği üretim kapasitesi 	<ul style="list-style-type: none"> Ölçek ekonomisi sayesinde rakiplerine karşı pazarlık gücü ve girdi maliyeti avantajı Kar odaklı çalışma
 <ul style="list-style-type: none"> Patates üretimi 168 bin Km2 toplam alan Yılda 90 bin ton patates kızartması üretim kapasitesi 	<ul style="list-style-type: none"> Üçüncü taraf anlaşmalarıyla yüksek kapasite kullanımı TFI'nın ihtiyaçlarına göre hazırlanmış hizmetler Ek olanaklara sahip son teknoloji tesisler
 <ul style="list-style-type: none"> Et işleme 132 bin Km2 toplam alan Günde 400 büyükbaş hayvan kesim ve işleme kapasitesi Yıllık 33,6 bin ton kemiksiz et ve 18 bin ton hamburger et kapasitesi 	<ul style="list-style-type: none"> Daha fazla büyüme kapasitesi ve hızlı dönen stok ürünleri (SKU's) Ölçekten kaynaklanan yüksek marjlar Tarihsel olarak iyi yönetilen SMM
 <ul style="list-style-type: none"> Reklam ve pazarlama 	

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Pazar hakimiyetinin devamının ve büyümenin bileşenleri

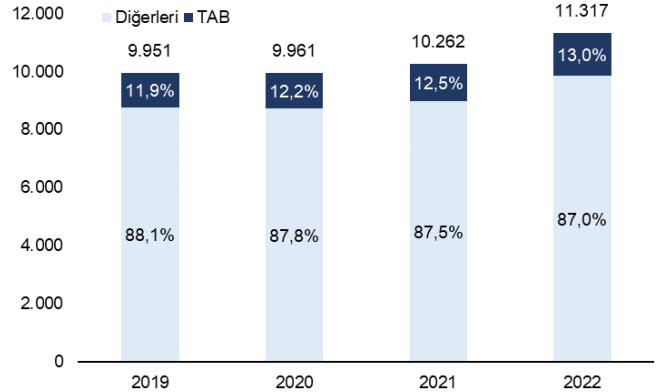
TAB Gıda'nın mevcut pazar hakimiyetini korumasının ve gelecekteki büyümesinin temel dayanaklarının (i) yeni restoran açılışları (ii) franchise restoranların toplam içindeki payının artması (iii) mevcut restoranların ve yeni markaların katkısını arttıracak verimlilik çalışmaları ve (iv) toplam müşteri trafiği ve ortalama fiş büyüklüklerini destekleyen yeni ürün lansmanları ve artan paket servis operasyonları olacağını öngörüyoruz.

Şekil 11: Toplam Pazar Büyüklüğü (*) (milyar TL) & Büyüme



Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma (*) Sınırlı hizmet veren zincir restoranlar

Şekil 12: Restoran Sayıları (*)



Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma (*) Sınırlı hizmet veren zincir restoranlar

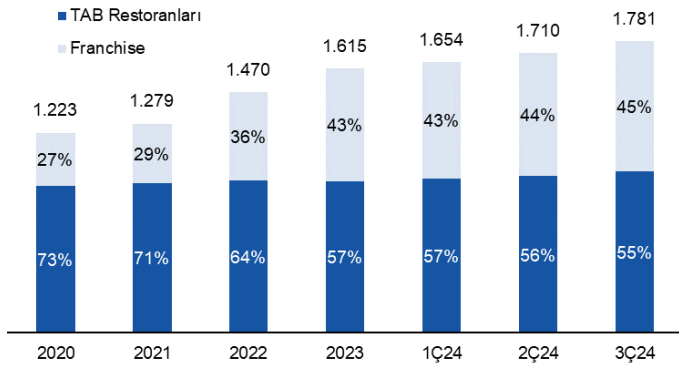


Şirketin farklı markalar altında eş zamanlı birden fazla mağaza açabilmesi, rakiplerine karşı önemli bir rekabet avantajı sağlamakta; mülk sahiplerine karşı da pazarlık gücünü arttırmaktadır. Bu nedenle, TAB Gıda'nın fiziksel büyüme görünümü değerlendirilirken, şirketin birden fazla markayı yan yana açabilme kabiliyeti göz önünde bulundurulmalıdır. Şirket, genellikle yanyana 2 veya 3 mağaza açmaktadır ancak teorik olarak bakıldığında yıllık 100 restoran hedefi mutlaka 100 ayrı lokasyon anlamına gelmemektedir; beş markanın aynı anda açılacağı varsayıldığında 20 lokasyon yeterli olacaktır.

Franchise ağırlıklı büyüme

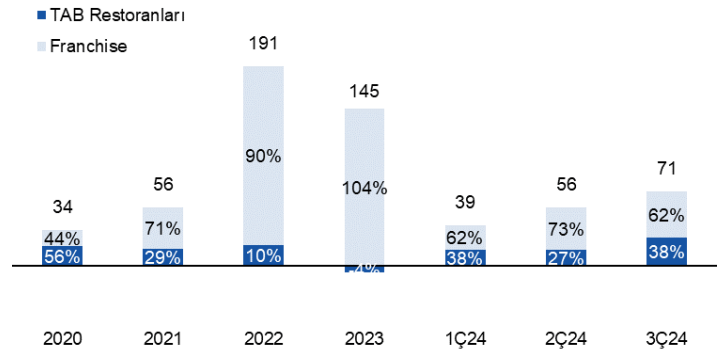
TAB Gıda, geçmişte ağırlıklı olarak kendi işlettiği restoranlar aracılığıyla büyürken, franchise restoranların toplam içindeki payı da yıllar içinde tedricen artmıştır. Örneğin, 2018 sonu itibarıyla şirketin sistem genelindeki toplam restoranlarının ~%25'i franchiselardan oluşurken, bu oran 3Ç24 itibarıyla %45'e yükselmiştir. İleriye dönük olarak, şirketin, başta Subway ve kendi markaları olan Usta Dönerci ve Usta Pidecide olmak üzere franchise'lara daha fazla odaklanarak büyümesini bekliyoruz.

Şekil 13: Dönem sonu Restoran Sayıları



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

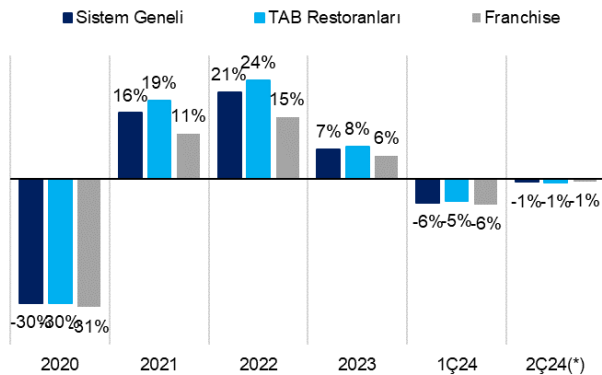
Şekil 14: Net Yeni Açılışlar



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

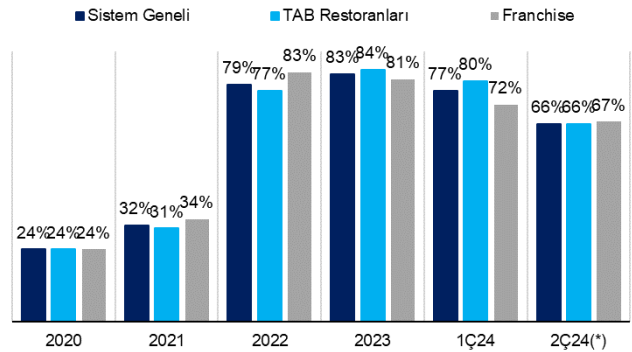
Franchiseler aracılığıyla büyüme, daha az yatırım harcaması yapılmasına imkan tanıyor. Bu strateji, bir yandan, franchise restoranların performansına daha fazla bağımlı olunmasına neden oluyor ancak büyümek için daha az nakit harcanmasına da olanak sağlıyor. Franchise restoranların ortalama satış performansının, TAB'ın işlettiği restoranlardan farklı olmadığı, hatta biraz iyi olduğu göz önünde bulundurulduğunda, şirketin franchise odaklı büyümesinin gelecekte marj ve nakit akışını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

Şekil 15: Ortalama Günlük Fiş Sayısı Büyümesi (Eşlenik Mağaza)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Mevcut son veri ve YKY Tahmini

Şekil 16: Ortalama Fiş Büyüklüğü Büyümesi (Eşlenik Mağaza)

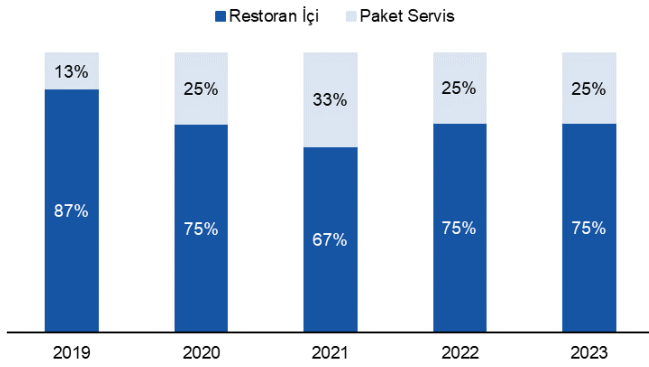


Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Mevcut son veri ve YKY Tahmini

Pandemi sonrası yeni dönemde de rakiplerinin önünde

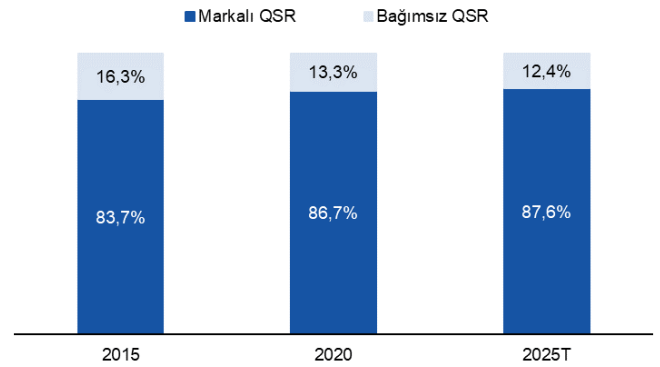
HSR Pazarının kendine özgü büyüme dinamiklerinin (elverişli demografik özellikler, genç nüfus, değişen yaşam tarzları, artan kadın işgücü katılımı vb.) yanı sıra, COVID-19 salgınından bu yana değişen pazar koşullarının da TAB Gıda başta olmak üzere büyük ve markalı HSR zincirlerinin lehine geliştiğine inanıyoruz. Bunun başlıca nedeni, pazardaki birçok bireysel işletme veya sınırlı kaynaklara sahip orta ölçekli işletmelerin, yeni dönemin taleplerine uyum sağlamak için gerekli teknolojik ve lojistik altyapıya sahip olamamaları nedeniyle rekabet avantajı elde edememeleridir.

Şekil 17: Sistem Genel Satışlarda Paket Servis Payı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 18: Bağımsız Olarak Çalışan Restoranların Payı



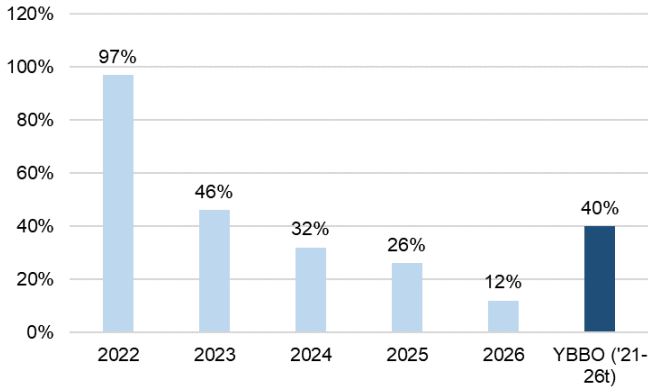
Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma

Söz konusu beklentilerimiz (i) gıda güvenliği ve hijyen konusunda artan tüketici hassasiyetinin, marka görünürlüğü yüksek ve uluslararası hijyen standartlarına bağlı zincir restoranlara yönelik artan talebi tetiklemesine dayanmaktadır. (ii) Pandemi döneminde paket servis gelirlerindeki önemli artışın yeni dönemde de yüksek seviyelerde devam etmesi beklenmektedir ve TAB Gıda gibi markalı HSR zincirleri, görece güçlü altyapıları ve kaynakları ile en hızlı büyüyen kanal olması beklenen paket servis pazarından daha fazla pay almaya hazırdır. TAB Gıda'nın sadece zincir HSR rakiplerine karşı değil, özellikle bağımsız ve tekil restoranlara karşı pazar talebindeki bu değişimden faydalanmak için daha iyi bir konumda olduğuna inanıyoruz. Şirket, ölçeklenebilir lojistik altyapısını sayesinde birden fazla marka ve iletişim kanalıyla tüketicilere ulaşabiliyor ve dijital çözümleriyle müşteri trafiği kazanabiliyor. Pazardaki rakiplerin benzer adımlar atması mümkün olsa da, şirketin TFI Ekosistemi tarafından desteklenen ölçek avantajlarının öngörülebilir gelecekte aşılmasının zor olduğunu düşünüyoruz.

Yüksek büyüme potansiyeline sahip bir pazarda lider

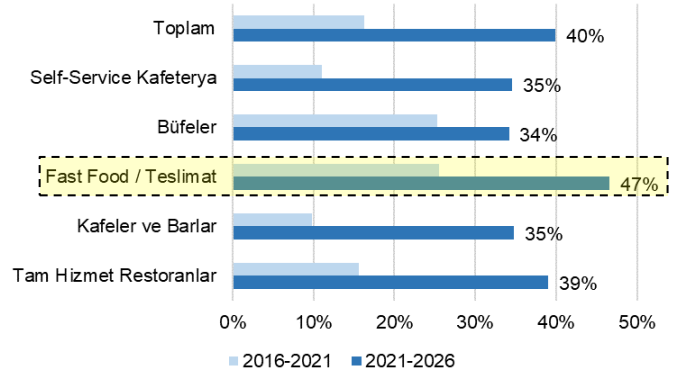
Türkiye QSR pazarı düşük doygunluğa ve yüksek büyüme potansiyeline sahip bir pazardır. Ayrıca, ileriye dönük olarak gıda hizmetleri sektöründe en hızlı büyüyen kanal olması beklenmektedir. [Deloitte'un](#) 2023 Şubat tarihli gıda hizmetleri pazarı raporuna göre, gıda hizmetleri sektörünün 2021-2026 yılları arasında, önceki beş yıldaki %16'lık büyümeye ek olarak %40'lık bir YBBO ile büyümesi bekleniyor. Her iki zaman aralığında da fast food/dağıtım kanalı büyümenin ön saflarında yer almaya devam ediyor (2016-2021 arasında %26, 2021-2026 arasında %46 YBBO).

Şekil 19: Gıda Hizmeti Pazarı Büyüme Görünümü



Kaynak: Şirket, Deloitte, YKY Araştırma

Şekil 20: Kategoriyeye Göre Gıda Hizmeti Pazarı Büyümesi



Kaynak: Şirket, Deloitte, YKY Araştırma

Makroekonomik ve demografik görünüm, gelecekteki pazar gelişimi konusundaki iyimser görünümü desteklemektedir. Nüfus artışı ve eşzamanlı kentleşme eğilimi gıda hizmetleri pazarını da olumlu etkilemektedir. Azalan hane halkı büyüklüğü; artan genç nüfus, internet kullanımı ve kadın istihdam gibi kentsel yaşamı destekleyen faktörler, HSR zincirlerinin büyümesinin temel itici güçleri olacaktır.

Demografik faktörlerin yanı sıra, kişi başına düşen GSYH ve harcanabilir gelirdeki artış gibi makroekonomik unsurlar da gıda hizmetleri pazarının görünümüne olumlu katkıda bulunmaktadır. 2021-2026 yılları arasında kişi başına düşen reel GSYH'nin %3,1, reel kişisel harcanabilir gelirin ise %4,5 oranında bir YBBO sergilemesi öngörülmekte olup, bu durum pazarın olumlu görünümünü desteklemektedir. Özetle, Türkiye'deki QSR pazarının kendine özgü demografik avantajları nedeniyle güçlü bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna ve TAB Gıda'nın açık ara en büyük restoran ağı ve geniş coğrafi kapsamıyla genel pazar genişlemesinden yararlanmak için iyi bir konuma sahip olduğuna inanıyoruz.

Renovasyonlar ve dijitalleşme son hızıyla devam ediyor.

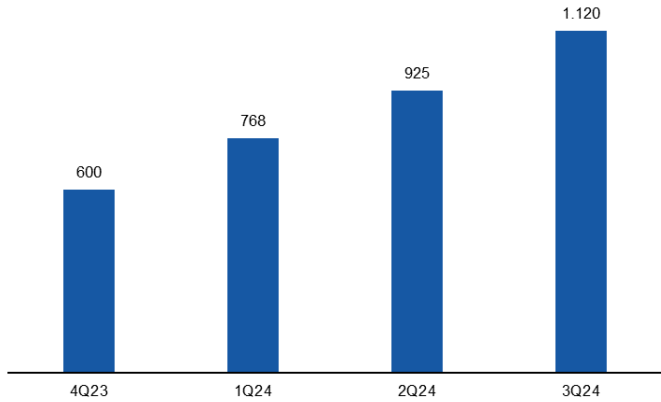


TAB'ın ilk olarak 4Ç23'te 600 kioskla başladığı yolculuğu 3Ç24 itibarıyla 1.200'e ulaştı. Kiosklar yalnızca müşteri deneyimini artırmak ve siparişlerin daha hızlı verilmesini sağlamakla kalmıyor, aynı zamanda kasiyerin gözden kaçırabileceği satış fırsatlarına da olanak tanıyor. (Örneğin, kasiyer müşterilerle soğan halkası, dondurma gibi yan ürünleri sormayı unutabilir ama kiosklar her defasında sormaktadır) Yönetime göre kiosklar, yan ürün satış payının toplam fiş büyüklüğü içinde %20'den %30'a çıkmasını sağladı. Fiş büyüklüğünü desteklemesinin yanı sıra kiosklar, restoran başına benzer kaynaklardan (personel, kira vb.) daha fazla fiş üretilmesine olanak tanıyacak ve böylece daha verimli bir büyüme sağlanabilecektir.

TAB, yeni girişimler ve restoran açılışlarının yanı sıra, müşteri memnuniyetini artırması ve satışları tetiklemesi beklendiğinden, olağan bakım çalışmaları dışında mevcut restoranlarını renove etme konusunda da oldukça aktiftir.

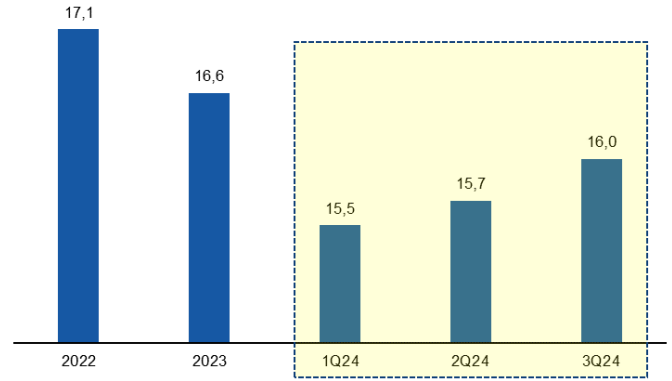
TAB'ın yenilikçi yaklaşımlarını memnuniyetle karşılıyoruz. Çünkü değişen müşteri ihtiyaçlarını anlamının ve bu doğrultuda bir hizmet sunmanın restoran işletmeciliğinde başarının temeli olduğuna inanıyoruz. Buna göre, bu tür girişimler bir yandan yatırım harcamalarını artırırken, diğer yandan fiş sayısını ve yan ürün satışları yoluyla fiş büyüklüklerini artırmaktadır.

Şekil 21: Kiosk Sayıları



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 22: Restoran Başına Personel



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

RİSKLER & TEHDİTLER

Yeni açılan restoranların ilk yatırım maliyetini karşılama sürelerinin uzaması veya aksaklık yaşanması.

Şirketin önümüzdeki beş yıl içinde Türkiye'de yıllık ortalama ~130 restoran açacağını varsayıyoruz. Kıyaslamak gerekirse bu, her yıl KFC-Türkiye'nin (mevcut ~250 restoran) yarısı büyüklüğünde bir restoran ağı kurmaya eşdeğerdir. Elbette şirketin çoklu marka stratejisi (aynı lokasyonda yan yana birden fazla restoran) hedeflenen restoran sayısına ulaşmayı kolaylaştıracak, ancak bu, sürecin zorlu olacağı gerçeğini değiştirmiyor. Bu kadar yüksek restoran açılışları, mevcut restoranların satışlarını da olumsuz yönde etkileyebilir. Şu ana kadar ağırlıklı olarak Burger King ve Popeyes markası aracılığıyla büyüyen ortalama fiş sayısı ve büyüklüğü, diğer markaların payının artmasıyla birlikte muhtemelen azalabilir ve yeni bir restoranın ortalama geri ödeme süresi geçmiş ortalamalar olan 3-4 yılın üzerine çıkabilir.

Diğer riskler. (i) Müşteri trafiğinde düşüş (örneğin pandemi, rekabet, işsizlik, alışveriş merkezlerinin kapanması), (ii) münhasır ana franchise sahipliği anlaşmalarının yenilenememesi (iii) tedarik zinciri sorunları (iv) Burger King markasına olan bağımlılığın azalmasına rağmen hala yüksek olması, (v) verimli personel eksikliği, kanibalizasyon, daha az karlı lokasyonlar gibi büyümeye ilgili olağan sorunlar.

DEĞERLEME

Hisseyi %74 getiri potansiyeli sunan 61 milyar TL hedef özkaynak değeri (12 aylık 236TL/hisse hedef fiyat) ve AL önerisiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz.

TAB Gıda'yı, firmaya serbest nakit akışı (FSNA) metodolojisini kullanarak, değişen bir özkaynak maliyetiyle, 2025 yılı için ~%48'ten başlayan ve daha sonra normalleşmeyle kademeli olarak ~%22'ye düşen risksiz faiz oranı varsayımımız doğrultusunda (mevcut %48'den %22'ye) değerledik. Genel olarak, %6 özkaynak risk primi, %3,5 borç primi ve 1,0x betaya dayalı olarak değerlememize %48'den başlayıp %22'ye düşen TL bazlı bir AOSM dahil ediyoruz.

Benzer şirket karşılaştırmasını çalışmamızın dışında tutmamızın ve sadece bilgilendirme amacıyla vurgulamamızın altında yatan neden, Tab Gıda'nın borsada işlem gören yerli emsalleriyle karşılaştırılabilirliğine ilişkin çekincelerimiz ve Türkiye'nin dünyanın geri kalanına göre halihazırda tarihsel olarak iskontolu olması nedeniyle uluslararası benzerleri için nispeten yüksek, ancak doğası gereği daha az anlamlı sonuçlardır.

TAB Gıda için 61 milyar TL tutarındaki hedef özkaynak değerlememiz, 2025 nominal tahminlerimize göre 7,2x FD/VAFÖK (3Ç24: 6,2x) ve 12,2x F/K (3Ç24: 9,0x) çarpanlarına tekabül etmektedir.

Şekil 23: YKY TAB Gıda İNA (*)

YKY - TABGD İNA (TL, mn)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Gelirler	27.775	39.462	51.115	61.271	72.827	85.812	100.680	117.940
y/y Büyüme	64,5%	42,1%	29,5%	19,9%	18,9%	17,8%	17,3%	17,1%
Düzeltilmiş VFÖK	3.674	5.429	7.117	8.633	10.386	12.391	14.715	17.446
Düzeltilmiş VFÖK marjı	13,2%	13,8%	13,9%	14,1%	14,3%	14,4%	14,6%	14,8%
(-) Vergi	845	1.249	1.637	1.986	2.597	3.098	3.679	4.361
Vergi oranı	23%	23%	23%	23%	25%	25%	25%	25%
VSNFK	2.829	4.180	5.480	6.648	7.790	9.293	11.036	13.084
(+) Amortisman ve itfa	917	1.302	1.686	2.020	2.400	2.828	3.316	3.884
(-) NİS Değişimi	-490	-526	-524	-457	-520	-584	-669	-777
(-) Yatırım harcamaları	2.666	2.927	3.464	3.961	4.339	4.880	5.470	6.349
Serbest Nakit Akışı	1.570	3.081	4.226	5.164	6.372	7.825	9.552	11.396
AOSM	0,0%	47,5%	42,8%	33,4%	24,0%	22,0%	22,0%	22,0%
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.570	2.089	2.007	1.838	1.829	1.842	1.843	1.802
İndirgenmiş nakit akımlarının toplamı	13.249							
Uç Değer	151.645							
Uç Değerin Bugünkü Değeri	23.978							
Uç Değerin toplam içindeki payı	64%							
Sonsuz Büyüme Oranı	14%							
Net Borç (Nakit) (2024t sonu)	-5.819							
İştirakler	0							
Özkaynak Değeri	43.046							
12 Aylık hedef özkaynak değeri	61.474							
Piyasa Değeri	35.274							
Getiri Potansiyeli	74%							

Kaynak: YKY Araştırma (*) Bütün finansallar TMS29 düzeltmesi olmadan sunulmuştur.

Şekil 24: İNA Hassasiyeti – Terminal Değer

AOSM		Sonsuz Büyüme Oranı				
		12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
AOSM	21,0%	58.116	61.730	66.366	72.533	81.153
	21,5%	56.490	59.701	63.757	69.049	76.251
	22,0%	55.027	57.897	61.474	66.062	72.166
	22,5%	53.704	56.283	59.460	63.473	68.709
	23,0%	52.500	54.830	57.669	61.208	65.747

Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 25: İNA Hassasiyeti – Terminal VFÖK Marjı

AOSM		Uç VFÖK Marjı				
		12,8%	13,8%	14,8%	15,8%	16,8%
AOSM	21,0%	60.675	63.520	66.366	69.211	72.056
	21,5%	58.419	61.088	63.757	66.426	69.095
	22,0%	56.445	58.959	61.474	63.989	66.503
	22,5%	54.703	57.081	59.460	61.838	64.217
	23,0%	53.154	55.412	57.669	59.927	62.184

Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 26: İNA Hassasiyeti – Ek (*) Fiş Sayısı Büyümesi

AOSM		Ort. Günlük Fiş Sayısı Büyümesi				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
AOSM	21,0%	65.114	65.740	66.366	66.992	67.617
	21,5%	62.557	63.157	63.757	64.357	64.956
	22,0%	60.320	60.897	61.474	62.051	62.628
	22,5%	58.346	58.903	59.460	60.016	60.573
	23,0%	56.591	57.130	57.669	58.208	58.747

Kaynak: YKY Araştırma (*) Her yıl yapmış olduğumuz tahminimizin altında veya üstündeki gerçekleşmeler

Şekil 27: İNA Hassasiyeti – Ek (*) Restoran Büyümesi

AOSM		Yıllık Net Açılışlar				
		-10,0	-5,0	0,0	5,0	10,0
AOSM	21,0%	66.105	66.235	66.366	66.496	66.626
	21,5%	63.507	63.632	63.757	63.882	64.007
	22,0%	61.233	61.353	61.474	61.594	61.715
	22,5%	59.227	59.343	59.460	59.576	59.693
	23,0%	57.443	57.556	57.669	57.782	57.895

Kaynak: YKY Araştırma (*) Her yıl yapmış olduğumuz tahminimizin altında veya üstündeki gerçekleşmeler

Şekil 28: Uluslararası Benzer Karşılaştırma

Benzer Karşılaştırma (Yurtdışı)	Kodu	Piyasa Değeri (USD, mn)	FD/VAFÖK			F/K		
			Son 12 ay	2024T	2025T	Son 12 ay	2024T	2025T
Domino's Pizza Inc	DPZ US	15.875	21,7x	21,3x	19,8x	27,8x	27,5x	26,0x
Mcdonald's Corp	MCD US	214.464	19,3x	0,0x	18,0x	26,0x	25,3x	23,7x
Alsea Sab De Cv	ALSEA* MM	2.073	3,1x	5,3x	4,8x	16,1x	19,0x	11,3x
Ibersol Sgps Sa	IBS PL	338	5,0x	4,7x	3,9x	19,0x	23,7x	23,0x
Dp Eurasia Nv	DPEU LN	259	15,0x	0,0x		-30,5x		
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	80.539	6,8x	8,1x	8,3x	20,6x	17,8x	20,8x
Collins Foods Ltd	CKF AU	706	11,1x	11,7x	10,5x	21,2x	21,3x	19,3x
Yum China Holdings Se	YUMC US	18.956	13,7x	13,7x	13,0x	19,6x	19,0x	17,8x
Darden Restaurants Inc	DRI US	19.792	8,5x	8,8x	8,2x	-31,2x	-31,9x	30,7x
Ceasers Entertainment Inc	CZR US	8.678	9,2x	10,2x	9,2x	31,0x	29,5x	24,4x
Jollibee Foods Corp	JFC PM	5.051	7,0x	7,0x	6,3x	10,5x	12,7x	10,9x
Arcos Dorados	ARCO US	1.113	4,0x	4,8x	4,2x	-10,9x	-14,6x	17,5x
Zamp Sa	ZAMP3 BZ	185	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Medyan			9,2x	8,8x	8,7x	19,6x	20,1x	21,9x
Ağırlıklandırılmış Ortalama			21,9x	10,7x	19,8x	30,8x	29,5x	27,9x

Kaynak: YKY Araştırma, Bloomberg, Rasyonet

YKY / TAB GIDA Model / Temel Varsayımlar

Ana Kalemler	Önem Arz Eden Başlık/Sorular	YKY Varsayımları	YKY Tahminleri
Gelirler	<ul style="list-style-type: none"> - Günlük Fiş sayısı - Ortalama fiş büyüklüğü (Enflasyon, müşteri portföyü, ürün çeşitleri, kampanyalar) - Yeni restoran açılışları - Satış Kanalları (paket servis/restoran içi) 	Şirketin satışlarının iki bileşeni i) ortalama fiş büyüklüğü, ii) ve modelimizi üzerine inşa ettiğimiz restoran başına ortalama günlük fiş sayısıdır. Genç/yeni açılan restoranların zamanla olgunlaşarak daha fazla müşteri çekeceğini ancak, hızlı büyüyen restoran sayısının, yıllar geçtikçe günlük fiş sayısını kademeli olarak düşürmesini bekliyoruz. Ortalama fiş büyüklüğü, siparişin alındığı kanala bağlı olarak değişiklik gösterebilir. Ortalama olarak, pakey servis siparişleri restoran içi siparişlerden 1,3-1,5 kat daha yüksektir. Yoğun rekabeti dikkate alarak TÜFE varsayımımızla birleştirdiğimiz ortalama günlük fiş sayısını muhafazakar bir şekilde düşürdük.	2024 yılsonu için yıllık %65 gelir büyümesi tahmin ediyoruz (TMS29 hariç) ve şirketin sonraki beş yılda gelirlerini %36 YBBO ile büyümesini bekliyoruz. Ayrıca, düşen alım gücü ve artan restoran sayılarıyla ortalama günlük fiş sayısının 2024 yılsonunda yıllık %10 sonraki beş yıl içinde %3 bileşik düşüş öngörüyoruz.
Faaliyet Karı	<ul style="list-style-type: none"> - Ham madde fiyatları - Personel ve servis maliyetleri - Pazarlama giderleri - Kira giderleri - Ürün ve kanal çeşitliliği - Fiyatlama ve Rekabet 	Şirketin başlıca nakit gideri, toplam maliyetlerin ~%45'ine karşılık gelen hammaddelerdir (et, tavuk, patates, paketleme ve hizmet ürünleri). Personel giderleri, toplam giderler içindeki %20'lik payıyla bir diğer ana kalemdir. Çalışanların yaklaşık %65'i asgari ücretlidir. Kira giderleri, UFRS16 etkisi de dahil olmak üzere satışların ~%10'una tekabül ederken pazarlama giderleri satışların %5'i civarındadır.	Günlük fiş sayısında kademeli bir düşüş bekliyoruz. Böylece, pazardaki rekabet göz önüne alındığında, ileriye dönük mevcut seviyelere benzer %21-22% civarında bir VAFÖK marjı bekliyoruz.
Yatırım Harcamaları	<ul style="list-style-type: none"> - Restoran açılışları - Bakım ve onarım - Makine ve ekipman alımı - Dijitalleşme 	Şirketin yatırım harcamaları yeni restoran açılışları, bakım çalışmalarından ve dijitalleşme yatırımlarından oluşmaktadır. Alt franchise odaklı büyüme varsayımımızla uyumlu olarak, büyüme yatırım harcamalarında göreceli bir düşüş beklerken, mevcut bakım gideri/restoran seviyelerini enflasyon varsayımlarımızla artırıyoruz.	2024 yılı için %10 yatırım harcamaları/satışlar oranı hesaplıyoruz. İleriye dönük olarak bu oranının ~%6-%7 seviyelerinde seyretmesini bekliyoruz.
Net İşletme Sermayesi	<ul style="list-style-type: none"> - Tedarikçi anlaşmaları - Stok yönetimi 	"Eksi" nakit döndürme günleriyle faaliyet göstermek, şirketin kısa vadeli finansmanının temel kaynaklarından biridir. Son üç yılın ve 2023 yılı finansal verileri ışığında, şirketin alacakları için ortalama tahsilat süresini ~15 gün ve vadesi gelen borçlarını ~40 gün olarak hesaplıyoruz.	Uzun vadeli tahminlerimizde nakit dönüşüm döngüsünde önemli bir değişiklik öngörmüyoruz ve yaklaşık 20 gün civarında seyredeceğini tahmin ediyoruz.

YKY / TAB Gıda Model / Temel Sonuçlar

TL, Mn	TMS29 Düzeltmesi Öncesi			TMS29 - Aralık'24 TÜFE		
	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T
Finansallar	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T
Gelirler (TL, mn)	16.887	27.775	39.462	28.979	31.754	34.090
y/y Büyüme	95,9%	64,5%	42,1%	-	9,6%	7,4%
VFÖK	2.307	3.544	5.151	2.595	2.864	3.173
y/y Büyüme	364,6%	53,6%	45,3%	-	10,4%	10,8%
Marj	13,7%	12,8%	13,1%	9,0%	9,0%	9,3%
VAFÖK	3.606	5.852	8.429	6.137	6.691	7.282
y/y Büyüme	191,3%	62,3%	44,0%	-	9,0%	8,8%
Marj	21,4%	21,1%	21,4%	21,2%	21,1%	21,4%
Net Kar	2.271	3.483	5.037	3.563	3.362	3.260
y/y Büyüme	527,9%	53,4%	44,6%	-	-33,7%	38,0%
Marj	13,4%	12,5%	12,8%	12,3%	7,4%	9,6%
	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Karlılığı	29,2%	43,6%	38,7%	15,5%	17,9%	17,1%
ROIC	33,9%	49,5%	51,1%	21,2%	19,9%	20,0%
Net Borç	-3.852	-5.819	-8.694	-5.585	-5.819	-6.872
Net borç/VAFÖK	-	-	-	-	-	-
Net borç/Özkaynak	-	-	-	-	-	-
Yatırım Harcamaları	1.180	2.666	2.927	2.136	3.048	2.529
Satışlara oranı	7,0%	9,6%	7,4%	7,4%	9,6%	7,4%
NİS	-566	-668	-1.478	-820	-656	-1.027
Satışlara oranı	-3,3%	-2,4%	-3,7%	-2,8%	-2,1%	-3,0%
Operasyonel Göstergeler	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
Restoran Sayısı	1.615	1.815	1.965	1.615	1.815	1.965
y/y Büyüme	10%	12%	8%	10%	12%	8%
<i>TAB Restoranları</i>	928	1.004	1.064	928	1.004	1.064
<i>y/y Büyüme</i>	-1%	8%	6%	-1%	8%	6%
<i>Franchise</i>	687	811	901	687	811	901
<i>y/y Büyüme</i>	28%	18%	11%	28%	18%	11%
Net Restoran Açılışları	145	200	150	145	200	150
<i>TAB Restoranları</i>	-6	76	60	-6	76	60
<i>Franchise</i>	151	124	90	151	124	90
Ortalama Günlük Fiş Sayısı	362	324	318	362	324	318
y/y Büyüme	-0,9%	-10,4%	-2,0%	-0,9%	-10,4%	-2,0%
Ortalama Fiş Büyüklüğü	123	218	290	223	249	250
y/y Büyüme	85,4%	76,6%	33,0%	20,5%	11,5%	0,5%

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şirkete Genel Bakış

1. Tarihçe

TAB Gıda 1994 yılında kurulmuş ve 1995 yılında Burger King'in münhasır ana franchise sahibi olarak Türkiye'deki ilk Burger King'i açmıştır. 2002'den itibaren Türkiye'nin en büyük HSR'si haline gelen şirket, Sbarro (2006), Popeyes (2007), Arby's (2010) ve Subway (2022) markalarının münhasır ana franchise sahibi olmuştur. Ayrıca, Türkiye'de kendi markası olan Usta Dönerci (2013) ve Usta Pideci'yi (2019) kurmuştur. Bugün itibarıyla TAB Gıda, ~%55'i kendine ait ve geri kalanı franchise olmak üzere 1.781 restoranla Türkiye'nin en büyük restoran işletmecisidir. Eylül'24 sonu itibarıyla istihdam edilen ortalama personel sayısı 15.590'dır.

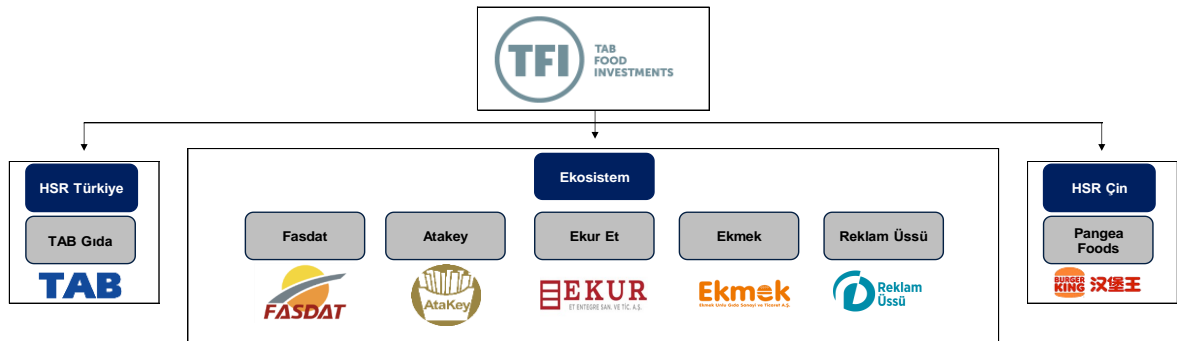
2. Ortaklık Yapısı & TFI

Şirketin ödenmiş sermayesi, her biri 1 TL kayıtlı nominal değerinde 261.292.000 adet hisseden oluşmaktadır. TFI, Kurdoğlu ailesini yönetiminde olup halka açıklık oranı 52,5 milyon payla %20,1'dir.

Ortaklık Yapısı		
Ortaklar	(TL)	(%)
TFI Gıda Yatırımları	208,792,000	79.91
Halka Açık	52,500,000	20.09

Şirket, TFI'nin bir iştirakidir. TFI, günümüzde 1.781'i Türkiye'de (TAB Gıda aracılığıyla) ve 1.554'ü Çin'de olmak üzere toplam 3.264 restoran işletmektedir. TFI'nin ana iş odağı hızlı servis restoranları işletmektir. Ancak yıllar içinde TFI, ana faaliyetlerini yürütmek için gereken mal ve hizmetleri kendi bünyesinde tedarik etmek üzere dikey entegrasyon yönünde adımlar atmıştır. Bugün, toplu olarak "Ekosistem" olarak adlandırılan bu faaliyetler, öncelikle TFI sistemi içindeki restoranların ihtiyaçlarını karşılamayı ve bu restoranlara maliyet avantajları sağlamayı amaçlamaktadır.

Şekil29: TFI Gıda Yatırımları



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma






3. Detaylı Operasyonlar ve Markalar

3.1. Genel Bilgi

TAB Gıda'nın ana faaliyet konusu Burger King, Sbarro, Popeyes, Arby's, Subway, Usta Dönerci ve Usta Pideci markaları altında HSR işidir.

Şirket, kendi markaları (örneğin Usta Dönerci ve Usta Pideci) dışındaki markalar için, marka sahipleriyle (örneğin Burger King için RBI) imzaladığı münhasır ana franchise sahipliği anlaşmaları kapsamında restoran işletmekte ve kiralama yapmaktadır. Bu münhasır ana franchise sahiplik anlaşmaları, bu markaları Türkiye pazarında işletme ve alt franchise verme kabiliyetini belirlediğinden şirket için hayati önem taşımaktadır. Her bir franchise restoran, TAB'ın ilgili master franchise sözleşmesinde ve TAB ile yaptığı kendi sözleşmesinde tanımlanan süreler boyunca faaliyet göstermeye devam eder.

Şekil 30: TAB Gıda Master Franchise Anlaşmaları

	Burger King	Popeyes	Sbarro	Arby's	Subway
					
Marka Sahibi	RBI	RBI	Sbarro LLC	Inspire Brands Inc.	Subway IP LLC
Ülkeler	TR, KKTC, NMK, GEO	TR, KKTC	TR, NMK, GEO	TR	TR
Mutfak	Burger	Tavuk	Pizza	Sandviç	Sandviç
İlk Lansman	20 Eylül 1994	17 Nisan 2007	25 Temmuz 2006	1 Haziran 2010	28 Temmuz 2022
Bitiş	1 Aralık 2032	31 Aralık 2026	31 Aralık 2027	31 Aralık 2027	31 Aralık 2029
Toplam Restoran (3Q24)	788	386	136	137	118
-TAB Restoranları	54%	83%	24%	95%	3%
-Franchise	46%	17%	76%	5%	97%

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

3.2. Franchise Modeli

3Ç24 itibarıyla sistem genelindeki 1.781 restoranın 796'sı franchise'dır. Şirketin iki franchise modeli bulunmaktadır.

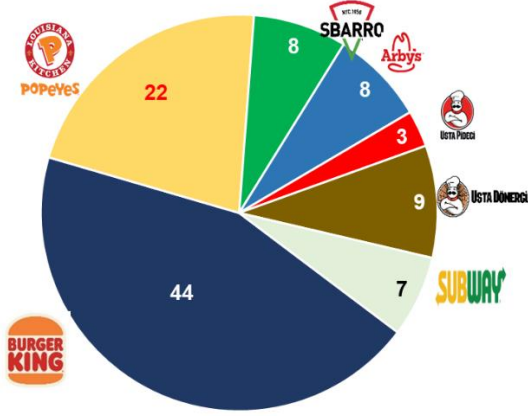
Franchise modeli 1: Bu modelde restoran yatırımları Franchise tarafından yapılır. TAB, Franchise'dan bir kerelik "Franchise Açılış Ücreti", "Proje Onay Ücreti" ve aylık "Royalty Ücreti" tahsil eder (yani KDV hariç aylık satışların %13-35'i).

Franchise modeli 2: Restoran yatırımlarının yanı sıra kira sözleşmelerinin de TAB tarafından yapıldığı, tüm ekipman ve demirbaşların mülkiyetinin TAB'a ait olduğu modeldir. Bu modelde franchise için "Restoran İşletmeciliği" deneyimi ön koşuldur. TAB, Franchise'dan bir defaya mahsus "Sisteme Giriş Ücreti", aylık "Royalty Ücreti" (aylık KDV hariç satışlar üzerinden %13-%35) ve aylık "Ekipman ve Demirbaş Kiralama Ücreti" almaktadır. Şirket, Franchise II modelini 2022 yılında başlatmış olup, Sbarro, Usta Dönerci ve Usta Pideci için büyüme planlarını yoğun bir şekilde yürütmeyi planlamaktadır.

4. Markalar

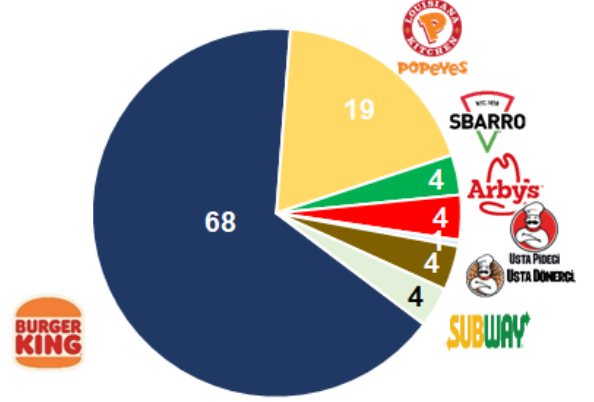
TAB Gıda, beşi global, ikisi kendi markası olmak üzere yedi markadan oluşan geniş bir marka portföyüne sahiptir. Şirket, hamburger, pizza, tavuk ve sandviçin yanı sıra Orta Doğu mutfağının bir parçası olan döner ve pide gibi farklı mutfak ve geleneklere hizmet vermeyi amaçlamaktadır.

Şekil 31: Sistem Geneli Restoranların Kırılımı- % (3Ç24)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 32: Sistem Geneli Satışların Kırılımı - % (2022*)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Halka arz izahnamesine dayanan en son veriler

4.1. Burger King

Burger King, restoran sayısı ve sistem geneli gelirler bakımından dünyanın en büyük ikinci hamburger restoranı zinciridir. Burger King, TAB'ın ana hissedarı TFI'nın restoran sayısı olarak sistemdeki en büyük franchise'dır. Burger King, restoran endüstrisinin HSR alt segmentinin bir parçasıdır. Burger King'de popüler WHOPPER®'in yanı sıra çeşitli hamburgerler ve diğer sandviçler, patates kızartmaları, salatalar, kahvaltılıklar ve diğer ürünler sunulmaktadır.



TAB'ın yolculuğu 1995 yılında Burger King ile başladı ve o günden bu yana Burger King, restoran sayısı ve cirouyla Türkiye'nin lider fast food markası haline geldi. McDonald's Türkiye pazarına Burger King'den 10 yıl önce girdi, ancak Burger King bugün Türkiye'de McDonald's'ın iki katından fazla restorana sahip. Başka yerlerde nadiren rastlanan bu üstün performansın TAB'ın güçlü stratejilerinin bir kanıtı olduğunu düşünüyoruz.

3Ç24 sonu itibarıyla, Şirket'in portföyü 425'i Tab, 363'ü Franchise tarafından işletilen toplam 788 Burger King restoranından oluşmaktadır. Hesaplamalarımıza göre Burger King satışları, TAB'ın 2024'teki toplam satışlarının %62'sine (2022'de %68) tekabül etmektedir.

4.2. Arby's



Arby's ilk restoranını 1964 yılında Boardman, Ohio'da açmıştır. Yüksek ateşte pişirilmiş biftekli sandviçleriyle ünlü olan Arby's HSR'ler ayrıca tavuk, hindi ve jambonlu sandviçler, garnitürler ve salatalardan oluşan geniş bir menüye sahiptir.

3Ç24 itibarıyla Şirket'in portföyünde 130'u Tab, yedisi Franchise tarafından işletilen toplam 137 Arby's restoranı bulunmaktadır. 2024 yılında Şirket'in portföyündeki Arby's restoranlarından elde edilen gelirlerin toplam sistem gelirlerinin %5'ine tekabül ettiğini hesaplıyoruz (2022'de %4).

4.3. Popeyes



Popeyes 1972 yılında New Orleans, Louisiana'da kurulmuştur ve restoran sayısı bakımından dünyanın en büyük ikinci HSR tavuk markasıdır. Şu anda Burger King'in ana şirketi olan RBI'ye aittir. HSR endüstrisinde Popeyes, baharatlı tavuk, çıtır tavuk, kızarmış karides ve diğer deniz ürünleri, kırmızı fasulye, pilav ve diğer bölgesel öğeleri içeren benzersiz bir "Louisiana" tarzı menu sunmaktadır. Popeyes, Louisiana mirası ve lezzetli otantik yemekleriyle oldukça farklılaşmış bir HSR markasıdır.

3Ç24 itibarıyla, Şirket'in portföyünde 319'u Tab; 67'si Franchise tarafından işletilen toplam 386 Popeyes restoranı bulunmaktadır. 2024 yılında Şirket'in portföyündeki Popeyes restoranlarından elde edilen gelirlerin sistem geneli gelirlerin %21'ine tekabül ettiğini hesaplıyoruz (2022'de %19).

4.4. Subway



TAB'ın marka portföyüne en son katılan Subway, kişiselleştirilebilir sandviç seçeneklerini isteklere göre anlık hazırlanan malzemeler ve tercihlere göre hazırlayarak müşterilere sunmaktadır. Markanın portföyünde kurabiye tarzı tatlı ürünleri de yer almaktadır.

Eylül 2024 itibarıyla Şirket'in portföyünde 3'ü Tab, 115'i Franchise tarafından işletilen toplam 118 Subway restoranı bulunmaktadır. 2024 yılında Şirket'in portföyündeki Subway restoranlarından elde edilen restoran satışlarının toplam satışların %3'üne tekabül ettiğini hesaplıyoruz (2022'de %1).

4.5. Sbarro



Sbarro, önde gelen İtalyan HSR markalarından biridir. Sbarro HSR'lerinde pizza, çeşitli makarnalar ve diğer sıcak ve soğuk İtalyan mezeleri, salatalar, sandviçler, içecekler ve tatlılar dahil olmak üzere popüler İtalyan yemeklerinden oluşan bir menü bulunmaktadır.

3Ç24 itibarıyla, Şirket'in portföyünde 33'ü Tab, 103'ü Franchise tarafından işletilen toplam 136 Sbarro restoranı bulunmaktadır. 2024 yılında Şirket'in portföyündeki Sbarro restoranlarından elde edilen gelirlerin toplam sistem geneli hasılatın %4'üne tekabül ettiğini hesaplıyoruz (2022'de %4).

4.6. Usta Pideci

Şirketin yerel mutfak stratejisi kapsamındaki bir diğer markası olan Usta Pideci, 2019 yılında şirket tarafından kurulmuştur. Türk mutfağı ürünü olan pideyi sunmaktadır.



3Ç24 itibarıyla Şirket'in portföyünde yedisi Tab, 53'ü Franchise tarafından işletilen toplam 53 Usta Pideci restoranı bulunmaktadır. 2024 yılında Şirket'in portföyündeki Usta Pideci restoranlarından elde edilen restoran satışlarının toplam sistem geneli gelirlerin %1'ini oluşturduğunu hesaplıyoruz (2022'de %1).

4.7. Usta Dönerci



TAB tarafından 2013 yılında kurulan Usta Dönerci, Türk mutfağı döner ürünlerinin satışını gerçekleştirmekte olup, TAB'ın yöresel mutfak segmentine giriş stratejisi kapsamındaki ilk markasıdır.

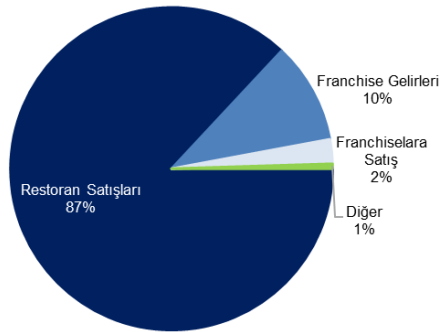
3Ç24 itibarıyla Şirket'in portföyünde 68'i Şirket, 95'i Franchise tarafından işletilen toplam 163 Usta Dönerci restoranı bulunmaktadır. 2024 yılında Şirket'in portföyündeki Usta Dönerci restoranlarından elde edilen satışların, toplam satışların %4'üne tekabül ettiğini hesaplıyoruz (2022'de %4).

5. TAB Finansalları & YKY Tahminleri

5.1. Gelirler

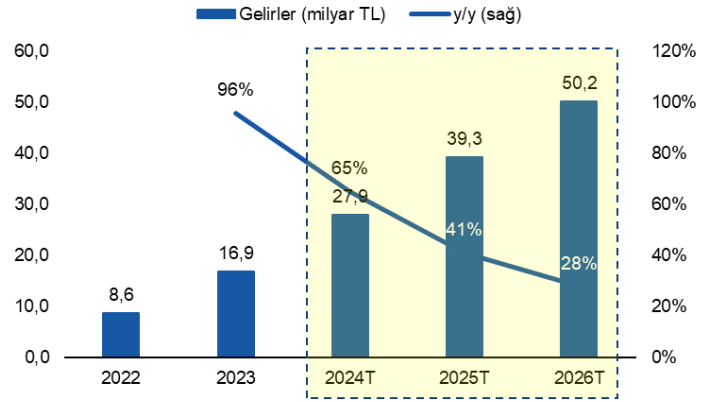
Şirket başlıca dört ana kaynaktan gelir elde etmektedir: (a) restoran satışları, (b) franchise gelirleri, (c) franchise restoranlara yapılan satışlar ve (d) diğer kaynaklar.

Şekil 33: TAB - UFRS Gelirlerin Kırılımı - % (3Ç24)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 34: TAB – UFRS Gelirleri (milyar TL) – TMS29 Öncesi



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

5.2. Restoran Satışları

Şirket'in sahip olduğu restoranlardan elde edilen gelirler doğrudan konsolide gelirler içerisinde muhasebeleştirilmektedir. Ancak, franchiselardan elde edilen satışlar, şirketin finansal tablolarında doğrudan gelir olarak görünmemektedir. Bunun yerine, bu satışlar, satışlarının yüzdesine bağlı olarak çeşitli kategoriler altında "franchise geliri" olarak kaydedilir. Restoran satış gelirlerinin temel belirleyicileri, faaliyette olan restoran sayısı ve restoran başına elde edilen gelirdir.

5.2.1. Net Restoran Açılışları

TAB Gıda'nın toplam restoran sayısı 3Ç24 sonunda 1.781 olmuştur. Şirket, COVID-19 nedeniyle doğal bir yavaşlamaya rağmen, sistem genelindeki mağaza ağını 2019'dan 2023'e kadar %7 oranında veya yıllık ortalama ~90 net restoran açılışıyla artırdı. Bununla birlikte, şirket 2022'de 191, 2023'te ise 145 net yeni restoran açmayı başardı. 2024'ün ilk dokuz ayındaysa, 166 restoran açmıştır.

Şekil 35: TAB Gıda – Net Restoran Açılışları (Kapanışları)

	2020	2021	2022	2023	1Ç24	2Ç24	3Ç24
Sistem Genel Restoranlar							
Dönem Başı	1.189	1.223	1.279	1.470	1.615	1.654	1.710
Açılışlar	35	56	196	146	45	61	76
Kapanışlar	-1	0	-5	-1	-6	-5	-5
Dönem Sonu	1.223	1.279	1.470	1.615	1.654	1.710	1.781
Net Yeni Açılışlar	34	56	191	145	39	56	71
TAB Restoranlar							
Dönem Başı	879	898	914	934	928	943	958
Açılışlar	27	17	52	66	-	-	-
Kapanışlar	-8	-1	-32	-72	-	-	-
Dönem Sonu	898	914	934	928	943	958	985
Net Yeni Açılışlar	19	16	20	-6	15	15	27
Franchise Restoranlar							
Dönem Başı	310	325	365	536	687	711	752
Açılışlar	15	40	171	151	-	-	-
Kapanışlar	0	0	0	0	-	-	-
Dönem Sonu	325	365	536	687	711	752	796
Net Yeni Açılışlar	15	40	171	151	24	41	44

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Modelimizde, mağaza açılışlarını marka bazında tahmin ediyor ve yeni açılışların %40'ının şirkete, %60-'ının franchise'lere ait olacağını varsayıyoruz. Bu açılışların mevcut restoran dağılımını sahiplik açısından önemli ölçüde değiştirmeyeceği varsayılmıştır. Türkiye'de 2010'dan 2018'e kadar alışveriş merkezlerinin sayısındaki önemli artışın, şirketin yeni restoran açılışlarını bu kanala odaklamasına yol açtığını belirtmek gerekir. Şu anda sistemin toplam restoranlarının %70'i alışveriş merkezlerinde yer alıyor. Ancak son 2-3 yılda gayrimenkul piyasası, TL'nin önemli ölçüde değer kaybetmesi ve faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle zorluklarla karşılaştı ve AVM sektöründe bir gerilemeye yol açtı. Bu gerilemenin, şirketin pandemiden önceki iki yılda sadece net 12 restoran açmasının ana nedenlerinden biri olduğuna inanıyoruz. İleriye dönük olarak, şirketin odağını şu anda portföyünün %30'unu oluşturan cadde restoranlarına kaydırmasını bekliyoruz. Bu değişim bazı ek maliyetler getirirse de, hem müşteri trafiği hem de paket servis operasyonlarının büyümesi üzerinde olumlu bir etkisi olacağını tahmin ediyoruz. Şirketin bazen birden fazla markayı, hatta hepsini aynı anda piyasaya sürebilmesi, kendisine önemli bir rekabet avantajı ve pazarlık gücü sağlamaktadır. Bu nedenle, Türkiye restoran pazarının büyüme potansiyelini değerlendirirken, şirketin bu yöndeki kabiliyetini göz önünde bulundurmamak çok önemlidir. Örneğin, 3 markanın 50 lokasyonda eşzamanlı olarak açılmasının, yıllık toplam 150 yeni restoran açılışı hedefini karşılamak için yeterli olacağını varsayabiliriz.

5.2.2. Restoran Başına Ortalama Gelir

Restoran başına elde edilen ciro, başta restoranın faaliyet gösterdiği marka, sahipliği, konumu, kaç yıldır faaliyet gösterdiği ve çevresindeki diğer rakipler olmak üzere birçok değişkene bağlı olarak değişir.

"Eşlenik restoranlar" olarak tanımlanan ve 13 aydan uzun süredir faaliyette olan restoranların performansları, yeni açılan restoranlardan ayırıştırılarak eşlenik restoran satışlarındaki büyümesine göre belirlenmektedir.

Şekil 36: TAB Gıda – Eşlenik Mağaza Büyüme Performansı

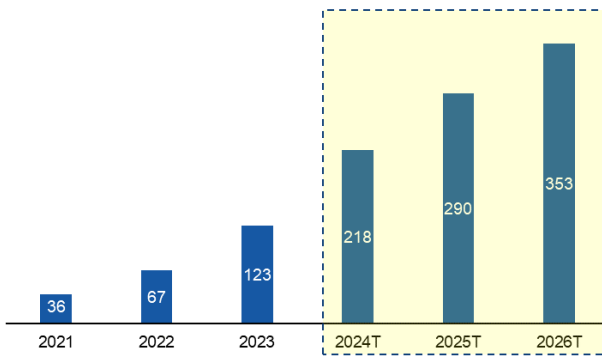
	2020	2021	2022	2023	1Ç24	2Ç24(*)
Gelir Değişimi						
Sistem Geneli	-13%	54%	116%	96%	67%	65%
TAB Restoranları	-13%	56%	119%	98%	70%	67%
Franchise	-14%	49%	110%	91%	62%	58%
Ortalama günlük fiş sayısı değişimi						
Sistem Geneli	-30%	16%	21%	7%	-6%	-1%
TAB Restoranları	-30%	19%	24%	8%	-5%	-1%
Franchise	-31%	11%	15%	6%	-6%	-1%
Ortalama Fiş büyüklüğü değişimi						
Sistem Geneli	24%	32%	79%	83%	77%	66%
TAB Restoranları	24%	31%	77%	84%	80%	66%
Franchise	24%	34%	83%	81%	72%	67%

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma, (*) Mevcut son verilere ve YKY tahminlerine dayanmaktadır.

Şirketin satışlarının iki bileşeni i) ortalama fiş büyüklüğü, ii) ve modelimizi üzerine inşa ettiğimiz restoran başına ortalama günlük fiş sayısıdır. Ortalama fiş büyüklüğü, müşteri başına ortalama sipariş tutarını temsil eder ve tüketiciler alışverişlerinde daha fazla ve/veya daha yüksek fiyatlı ürünleri tercih ettikçe artar.

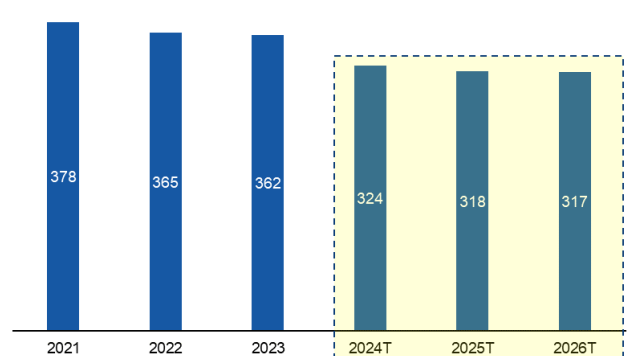
Ortalama fiş sayısı, siparişin alındığı kanala göre de değişiklik gösterebilir. Paket servis siparişleri, restoran içi siparişlere göre ortalama 1,3-1,5 kat daha yüksektir. Paket servis siparişlerinin toplamdaki payını artırmayı bekliyoruz, bu da şirketin karma ortalama fiş büyüklüğünü destekleyecektir. Ayrıca, enflasyon, menülerin siparişler içindeki payının artması ve yan ürün satışları ortalama fiş büyüklüğünün diğer ana etkenleridir.

Şekil 37: Sistem Geneli Ortalama Fiş Büyüklüğü (TL)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 38: Sistem Geneli Ortalama Günlük Fiş Sayısı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Modelimizde, mevcut ortalama fiş büyüklüklerini 2023 yılının tamamı için ortalama değer olarak kabul ettik ve önümüzdeki yıllar için enflasyon varsayımlarımıza büyük ölçüde paralel olacak şekilde artırdık. Varsayımımız, paket servisin daha yüksek payı ve/veya yüksek fiyatlı menülerin daha büyük payı nedeniyle potansiyel iyileşmenin gerisinde kalabilir. Bununla birlikte, yaklaşımımızın esas olarak rekabet ve yeni açılışların seyreltici etkisi nedeniyle enflasyonun altında büyüme olasılığını da dengelediğine inanıyoruz.

Ortalama günlük fiş sayısı, farklı kanallardaki yeni müşteri kazanımlarının yanı sıra müşteri alışkanlıklarındaki değişime de duyarlıdır. Günlük fiş sayısı için en önemli konulardan biri rekabettir. Şirketin çok markalı yapısı ve uzun yıllara dayanan varlığı ile Türkiye'deki hakim pazar konumu, müşteri odaklı ürün ve hizmet sunumunda önemli bir deneyim ve rekabet avantajı sağlamıştır. Doğru lokasyona, doğru marka ile nüfuz etmek de ortalama günlük fiş metriği için önemlidir.

Modelimizde, genç/yeni açılan restoranların zamanla olgunlaşarak daha fazla müşteri çekeceğini ancak, hızlı büyüyen restoran sayısının, yıllar geçtikçe günlük fiş sayısını kademeli olarak düşüreceğini varsayıyoruz. Buna göre, şirkete ait restoranlar için 2023-2028t yılları arasında sistem geneli ortalama günlük fiş sayısının %3 YBBO ile düşeceğini tahmin ediyoruz. Öte yandan bireylerin teknolojiyi benimseme eğiliminde olması ve pandemi sonrası paket servisi tercih etmesi nedeniyle paket servis günlük fiş sayısının bir miktar artacağını öngörüyoruz. Buna göre, sistem genelindeki restoranlar için 2023-2028t arasında ortalama günlük fiş sayısının %3 YBBO ile düşmesini bekliyoruz.

5.3. Franchise Gelirleri

TAB'ın franchise gelirlerinden elde ettiği gelirler (i) aylık olarak restoran satışlarının belirli bir yüzdesi üzerinden tahsil edilen bir royalty bedelinden, (ii) restoranlar açılmadan önce alınan bir ön ücretten oluşmaktadır. Bu gelirler başlangıçta ertelenmiş gelir olarak kaydedilir ve sözleşme süresi boyunca periyodik olarak gelir olarak muhasebeleştirilir ve (iii) reklam ve pazarlama giderleri için aylık ücretler.

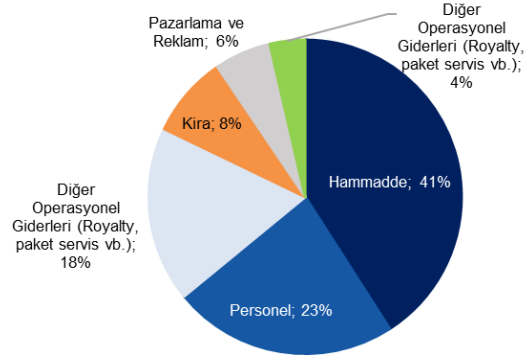
Şirket, münhasır ana franchise sahipliği sözleşmesi şartlarına göre franchise gelirlerinin belirli bir kısmını ana marka sahibine aktarır. Franchise'lardan tahsil etmesi gereken tutarları tahsil edemese bile, franchise restoranların brüt satışlarından RBI'ya karşı sorumlu olmaya devam eder.

Modelimizde, franchise gelirlerini alt franchise restoran satışlarının belirli bir yüzdesi olarak tahmin ediyoruz. Münhasır ana franchise sahipliği anlaşmalarının kesin detaylarına sahip olmadığımız için, geçmiş 3 yıllık ortalamalara güveniyoruz.

5.4. Faaliyet Marjları

TAB Gıda'nın ana nakit gider kalemleri hammadde giderleri, personel giderleri, restoran kira giderleri, royalti ücretleri, kamu hizmetleri ve nakliye giderleridir.

Şekil 39: TAB – Nakit Giderler - (3Ç24)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Hammadde Giderleri: Şirketin ana nakit gideri et, tavuk, patates, paketlenme ve hizmet ürünlerini içeren hammadde giderleridir. Tab'a ait restoranlardan franchise restoranlara doğru bir kayma olmadığı sürece, hammadde giderlerinin ana maliyet kalemi olmasını bekleriz.

Tedarikçi sözleşmeleri 1-3 yıllık dönemler için yapılmakta ve 6-12 aylık dönemler halinde enflasyon ve ürün fiyat endeksine paralel olarak güncellenmektedir. Modelimizde, herhangi bir değişiklik olmadığını varsayıyoruz, ancak mevcut seviyeleri ileriye dönük olarak sabit kabul ediyoruz.

Personel Giderleri: Şirketin 3Ç24 sonu itibarıyla 15.590 çalışanı bulunmaktadır. Çalışanların çoğunluğu (yaklaşık 2/3) asgari ücretlidir ve restoranlarda istihdam edilmektedir. Restoran başına ortalama çalışan sayısını ~15 olarak hesaplıyoruz. Önümüzdeki dönemlerde personel giderlerinin ana belirleyicileri yeni restoran açılışlarının hızı ve asgari ücret seviyeleri olacaktır.

Modelimizde, şirketin işgücünü yeni restoran açılış tahminlerimiz doğrultusunda, çalışan başına giderleri ise enflasyon varsayımlarımıza paralel olarak artırıyoruz. Bu doğrultuda, özellikle büyüyen ölçek sayesinde personel giderlerinin gelirlere oranında kademeli bir düşüş öngörüyoruz.

Pazarlama ve Reklam Giderleri: Pazarlama ve reklam giderleri, şirketin sistem genelindeki restoran satışlarının %5'ine denk gelmektedir. İleriye dönük olarak, öncelikle reklam harcamalarının gelecekteki büyüme için vazgeçilmez olduğunu düşündüğümüzden ve daha sonra münhasır ana franchise sahipliği anlaşmaları bağlamındaki minimum harcama yükümlülükleri nedeniyle bu cephede önemli bir değişiklik görmüyoruz.

Faaliyetlerden Diğer Giderler: Royalty ödemeleri, kamu hizmetleri ve paket servis için lojistik giderler bu kalem altında takip edilmektedir. Bu giderlerin büyük bir kısmı değişken niteliktedir ve modelimizde mevcut seviyelerin ileriye dönük olarak sabit kalacağını varsayıyoruz. Daha yüksek paket servis payından kaynaklanan potansiyel maliyet baskısına ilişkin temkinli duruşumuz nedeniyle herhangi bir operasyonel kaldıraç iyileştirmesini hesaba katmadık.

Kira Giderleri: TAB, işlettiği restoranları kiralamaktadır. 2019 yılında yürürlüğe giren UFRS16 öncesinde kira giderlerinin ciroya oranı %14-16 arasındaydı. Ancak 2019 yılından sonra sabit kira ödemelerinin amortisman ve finansman giderleri üzerinden giderleştirilmeye başlanmasıyla bu oran %5-6 seviyesine gerilemiştir. Bu tutara şirketin franchise'ları adına taraf olduğu kira yükümlülükleri de dahildir. Şirket bu kapsamda oluşan kira giderlerini franchise'a yansıttığı için nakit etkisi sıfırdır.

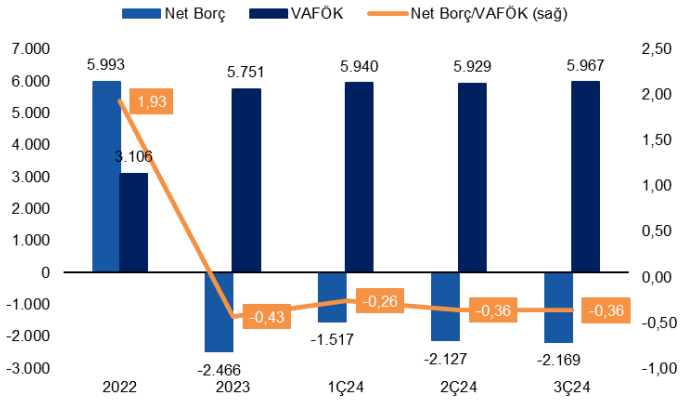
5.5. Net İşletme Sermayesi

TAB'ın büyüme hikayesinin en önemli özelliklerinden biri, yatırım ihtiyaçlarının temel kaynağı olan negatif işletme sermayesi ile çalışmasıdır.

3Ç24 ve 2023 yılının finansalları ışığında, şirketin ortalama alacak tahsil süresini 15 gün ve vadesi gelen borçlarını 40 gün olarak hesaplıyoruz.

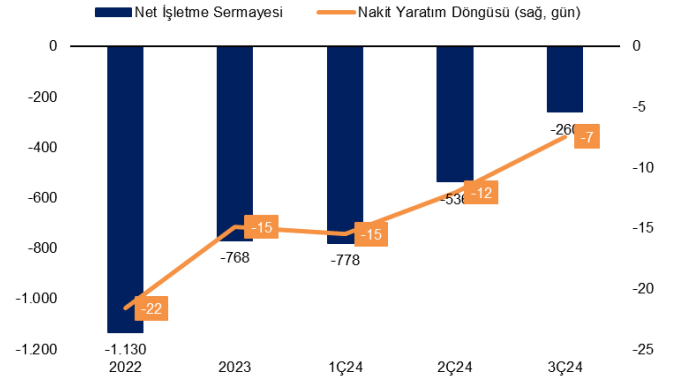
İleriye dönük olarak, bu yapıda bir değişiklik görmüyor ve şirketin negatif nakit dönüşümünün 20 gün civarında seyrettiğini varsayıyoruz.

Şekil 40: Yıllara Göre Borçluluk – TMS29* (Son 12 ay)



Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma (*) bütün veriler Eylül'24 sonu TÜFE'ye endekslidir

Şekil 41: Net İşletme Sermayesi İhtiyacı – TMS29* (Son 12 ay)

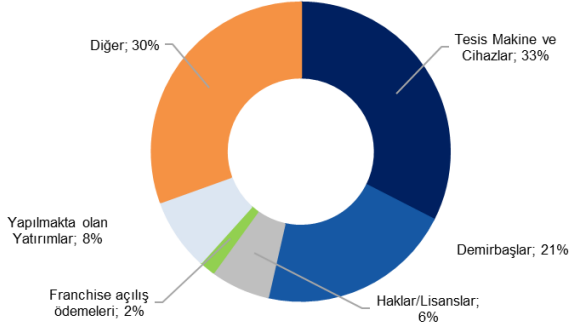


Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma (*) bütün veriler Eylül'24 sonu TÜFE'ye endekslidir

5.6. Yatırım Hacmaları

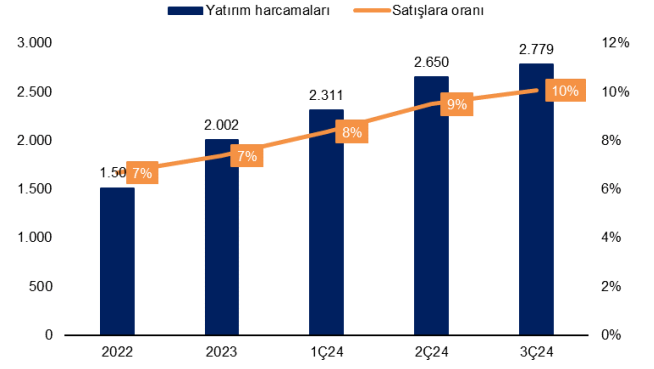
Şirketin yatırım harcamaları, yeni restoran açılışları ve mevcut restoranların bakımından oluşmaktadır. Büyüme için yapılan yatırım harcamaları, şirketin sahip olduğu restoranlar için gerekli mutfak ekipmanı, mefruşat ve mobilyaları içermektedir. Dolayısıyla, ileriye dönük olarak ve franchise odaklı büyüme varsayımımız doğrultusunda, büyüme harcamalarında nispi bir düşüş beklerken, bakım giderlerinin mevcut seviyelerini enflasyon varsayımlarımıza uygun olarak artırdık.

Şekil 42: Yatırım Harcamaları – TMS29 (9A24)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma, Rasyonet

Şekil 43: Yıllara göre Yatırım Harcamaları (son 12 ay) – TMS29



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma, Rasyonet

Türkiye HSR Pazarı

Bu bölümde sunulan bilgi, sınıflandırma ve analizler çoğunlukla TAB Gıda'nın halka arz sirkülerinde sunduğu verilere ve kamuya açık bilgilere dayanmakta olup, bunların büyük bir kısmı araştırma şirketi Euromonitor'un verilerini yansıtmaktadır.

Pazar Büyüklüğü ve Rekabet

Euromonitor verilerine göre şirket, "Sınırlı Hizmet Veren Restoran" kategorisine (yani garson tarafından hizmet verilmeyen, masa servisi olmayan restoranlar) ve özellikle "Sınırlı Hizmet Veren Zincir Restoran" kategorisine girmektedir.

Euromonitor'a göre 2022 sonu itibarıyla Türkiye'de 78,1 milyar TL pazar büyüklüğüne sahip 27.529 "Sınırlı Hizmet Restoranı" bulunmaktadır. Bu arada, pazarın alt kategorisi olan "Sınırlı Hizmet Zinciri Restoranlar", 47,5 milyar TL pazar büyüklüğüne sahip 11.317 restorana veya toplam sınırlı hizmet restoranlarının ~%60'ına sahiptir. Pazarın geri kalanı çoğunlukla TAB Gıda veya diğer HSR zincirleriyle bire-bir karşılaştırılabilecek "çiğ köfte" (yani yerel bir lezzet) restoranlarından oluşmaktadır.

TAB Gıda, yedi markası, 1.468 restoranı ve toplam 12 milyar TL cirosu (2022 sonu itibarıyla) ile Sınırlı Hizmet Zinciri Restoranlar arasında %26'lık pazar payı ile pazar lideri konumundadır. Şirket, bu kategorideki en yakın üç rakibinin toplam restoran sayısından daha fazla restorana sahiptir. Ayrıca, şirketin satışlara dayalı pazar payı en yakın rakibinin üç katından fazladır.

Şekil 44: Rekabet – Restoran Sayıları - 2022*

Sınırlı Hizmet Veren Restoran Sayıları (Number of Restaurants)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Burger King	644	651	657	658	683	718
Popeyes	191	208	216	228	244	282
Arby's	59	76	78	78	81	94
Usta Dönerci	114	143	137	136	142	150
Sbarro	78	80	74	79	88	110
Subway*	0	0	0	0	0	76
Usta Pideci	0	0	24	41	43	38
TAB Gıda (Sistem Geneli)	1.086	1.158	1.186	1.220	1.281	1.468
Rakip 1	508	535	550	568	607	641
Rakip 2	0	30	125	220	319	363
Rakip 3	143	177	209	222	250	275
Rakip 4	104	104	100	140	190	252
Rakip 5	255	253	253	255	246	243
Diğerleri	5.761	6.318	7.528	7.336	7.369	8.075
Toplam	7.857	8.575	9.951	9.961	10.262	11.317
TAB'ın Toplam içindeki Payı	14%	14%	12%	12%	12%	13%

Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma (*)Halkaz arz izahnamesinde bulunan en son mevcut veri

Şekil 45: Rekabet – Gelirler (milyon TL) – 2022*

Sınırlı Hizmet Veren Restoran Gelirleri (TLmn)	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
TAB Gıda (Sistem Geneli)	2.626	3.151	4.043	2.926	5.242	12.193
Rakip 1	646	737	846	1.069	1.704	3.770
Rakip 2	0	20	94	98	270	797
Rakip 3	341	535	728	412	1.067	2.617
Rakip 4		363	391	373	939	2.482
Rakip 5	791	832	994	798	1.602	3.686
Diğerleri	3.581	4.249	5.310	4.191	8.523	18.227
Toplam	8.845	10.693	13.990	10.871	21.242	47.467
TAB'ın Toplam içindeki Payı	30%	29%	29%	27%	25%	26%

Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma (*)Halkaz arz izahnamesinde bulunan en son mevcut veri

TAB Gıda'nın hakimiyeti, Burger King ve Arby's markalarıyla pazarın "Burger" alt kategorisinde daha da belirgindir. Euromonitor'a göre 2022 yılında 13 milyar TL büyüklüğe sahip olan Sınırlı Hizmet Zinciri Restoran Burger kategorisinde Burger King %64 pazar payı ile lider konumda yer alırken, Arby's üçüncü sırada yer almaktadır.

Şekil 46: Rekabet (Burger) – Restoran Sayıları – 2022*

Sınırlı Hizmet Veren "BURGER" Zincir Restoran Sayıları	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Burger King	644	651	657	658	683	718
Arby's	59	76	78	78	81	94
TAB Gıda (Sistem Geneli)	703	727	735	736	764	812
Rakip 1	255	253	253	255	246	243
Rakip 2	23	20	20	18	18	19
Rakip 3	15	15	15	15	15	12
Rakip 4	2	3	3	4	5	6
Diğerleri	137	133	138	133	155	167
Toplam	1.135	1.151	1.164	1.161	1.203	1.259
TAB'ın Toplam içindeki Payı	62%	63%	63%	63%	64%	64%

Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma (*) Halkaz arz izahnamesinde bulunan en son mevcut veri

Şekil 47: Rekabet (Burger) – Gelirler (TLmn) – 2022*

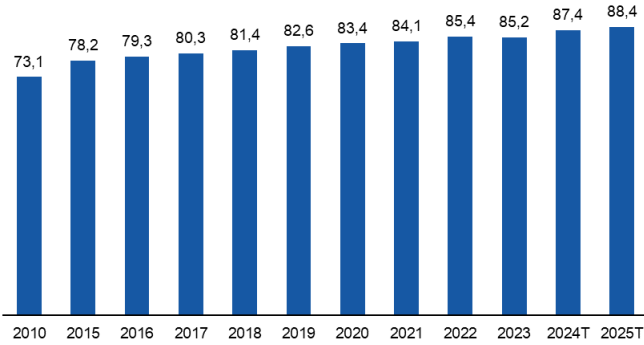
Sınırlı Hizmet Veren "BURGER" Zincir Restoran Gelirleri (TLmn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Burger King	1.983	2.398	3.046	2.292	3.834	8.269
Arby's	68	105	140	77	184	493
TAB Gıda (Sistem Geneli)	2.051	2.503	3.186	2.369	4.017	8.762
Rakip 1	791	832	994	798	1.602	3.686
Rakip 2	76	78	88	56	101	234
Rakip 3	35	41	47	31	60	130
Rakip 4	3	8	9	7	18	39
Diğerleri	203	155	210	127	220	91
Toplam	3.158	3.616	4.534	3.388	6.018	12.942
TAB'ın Toplam içindeki Payı	65%	69%	70%	70%	67%	68%

Kaynak: Şirket, Euromonitor, YKY Araştırma (*) Halkaz arz izahnamesinde bulunan en son mevcut veri

Büyümenin Başlıca Etkenleri

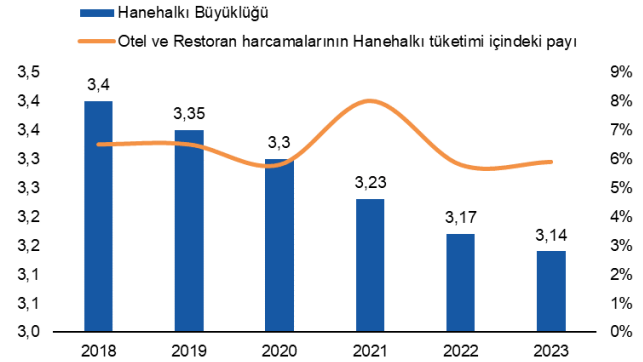
Başta HSR'ler olmak üzere Türk restoran sektörünün tüm temel büyüme faktörleri, yani nüfus artışı, yüksek genç nüfus oranı, kentleşme, hane halkı büyüklüğünün azalması, internet kullanıcılarının sayısının artması ve işgücünde daha fazla kadının yer alması, uzun vadeli bir perspektiften bakıldığında olumlu bir görünüm sergilemektedir.

Şekil 48: Türkiye – Nüfus (milyon Kişi)



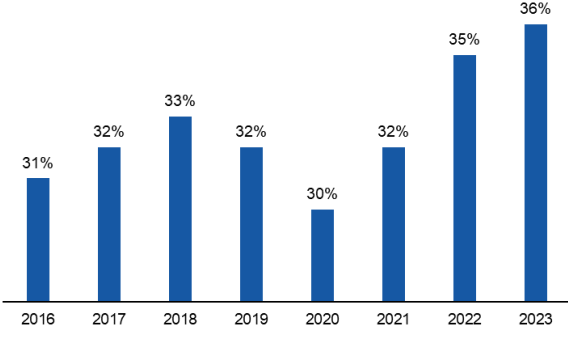
Kaynak: Deloitte, YKY Araştırma

Şekil 49: Türkiye- Hanehalkı Büyüklüğü (Kişi)



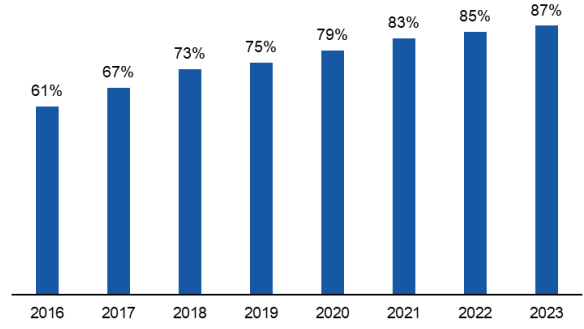
Kaynak: Deloitte, YKY Araştırma

Şekil 50: Türkiye – Kadınların İstihdama Katılım Oranı



Kaynak: Şirket, TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 51: Türkiye – Bireysel İnternet Kullanıcılarının Nüfusa Oranı



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Ek

Şekil 52: TAB Gıda İlişkili Taraf Açıklamaları (2023)

İlişkili Taraf	Alımlar	Satımlar	Alınan Komisyonlar	Kira Gideri	Kira Geliri	Diğer Gelirler	Diğer Giderler
TFI TAB Gıda Yatırımları A.Ş.	-54	239	-	-	-	0	-
Fasdat Gıda Dağ. San.ve Tic A.Ş.	-6.435	22,0	-	-	-	25	-4
Ata Ekspres Elk. İlt. Tan. A.Ş.	-182	3.182,9	-	0	-	-	-
Ekur Et Entegre Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0	0,4	-	-	-	-	-
Reklam Üssü San. ve Dış Tic. A.Ş.	-715	41,2	1	-	0	-	-8
ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş.	-263	0,0	-	-	-	-	-6
Seraş Servis Org. ve Ticaret A.Ş.	-8	-	-	-	-	0	-
Ata Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-8	0,0	-	-8	-	-	-
Ata Gayrimenkul Gel. Yat. Ve İnş. A.Ş.	0	0,0	-	-	-	-	-
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.	-	0,0	-	-	-	0	-
Ata Holding A.Ş.	-	0,0	-	-	-	-	-
Bedela İnşaat ve Ticaret A.Ş.	0	-	-	-8	-	-	-
Arbeta Turizm Org.ve Tic.A.Ş.	-6	-	-	-	-	-	-
Ekur İnşaat Sanayi ve Tic. A.Ş.	-505	3,4	5	-	5	36	-
Tusem Gıda ve Tur. İşl. Tic. Ltd. Şti.	0	1,1	3	-	1.882	-	-
Mes Mutfak Ekp. Tic. A.Ş.	-586	80,7	-	-	-	19	-
Ertuğ Reklam San.ve Tic. A.Ş.	0	-	-	-	-	-	-
Kınık Maden Suları A.Ş.	-1	3,4	12	-	7	-	-
Beray Bil. Mar. İnş. Ltd. Şti.	-2	-	2	-	1	-	-
Konuk Ağırılama Teknolojileri ve Uyg. A.Ş.	0	2,4	7	-	8	-	-
Sedko İnşaat ve Tic. A.Ş.	-2	-	-	-	-	-	-
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	-32	1	-	-	-	-	-
Atakey Patates Gıda Sanayi ve Tic. A.Ş.	-	0	-	-	-	-	-
Zenia Limited	-43	-	-	-	-	-	-
Toplam	-8.845	3.577	31	-16	1.902	81	-18

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.