

Artan Kentsel Yaşam Tarzı

Kadın eğitim düzeyinin artması, ortalama aile nüfusunun küçülmesi gibi kentsel yaşam dinamiklerinin benimsenmesinin bir sonucu olarak toplam yemek hizmeti pazarı önemli ölçüde büyümektedir.

Kentsel yaşam tarzının kültüre hâkim olmasıyla birlikte insanlar dışarıda daha fazla sosyalleşmeye ve tüketmeye başlamıştır.

2016 - 2021 yılları arası Kentsel Yaşam Dinamikleri olan çalışan kadın istihdam oranı, kadın eğitimi ve internet kullanıcıları yüzdesi aşağıdaki tabloda verilmiştir.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Çalışabilir kadın istihdam oranı	31,2%	32,2%	32,9%	32,2%	29,7%	31,7%
Kadın eğitimi*	12,3%	13,0%	13,8%	14,5%	15,5%	16,5%
İnternet Kullanıcıları %	61,2%	66,8%	72,9%	75,3%	79,0%	82,6%

Kaynak: Deloitte, Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı, Şubat 2023, (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/consulting/Turkiye-yemek-hizmeti-pazari.pdf>) *Lisans ve üstü eğitim düzeyine sahip kadın nüfusun yüzdesi



Kaynak: Deloitte, Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı, Şubat 2023, (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/consulting/Turkiye-yemek-hizmeti-pazari.pdf>)

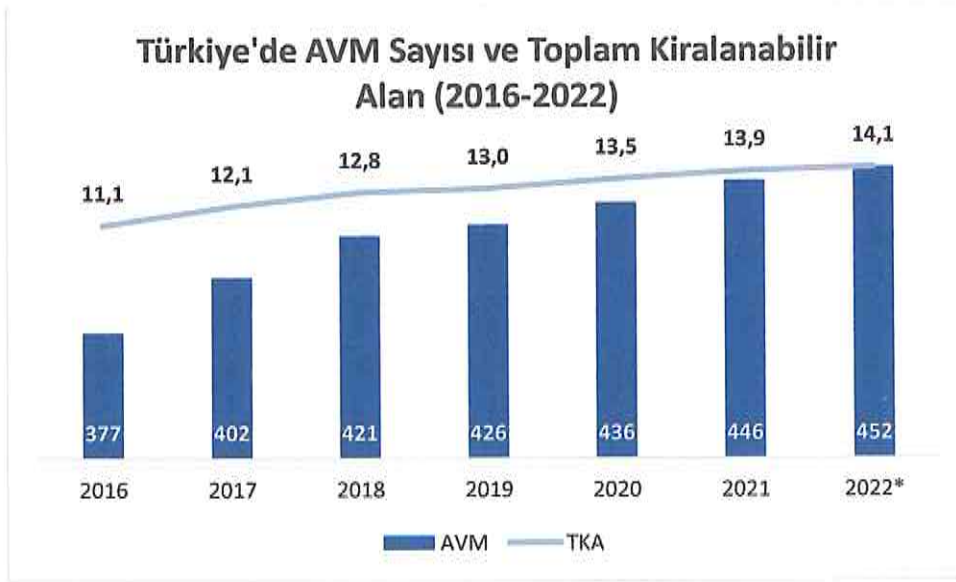
Kadınların eğitim oranı ve çalışan kadın istihdam oranındaki artışa paralel olarak dışarda yeme oranı artış göstermektedir. COVID 19 sürecinde kadın istihdam oranı azalış gösterse de 2021 itibarıyla normalleşme ile bu oran tekrar yükselişe geçmiştir.

Ortalama hane halkı nüfusundaki düşüş, COVID 19 öncesinde yemek hizmetleri harcamalarının toplam tüketim içindeki payına artış olarak yansırken, pandemi ile beraber yemek hizmetleri harcamaları hızlı şekilde azalmıştır. Pandemi sonrası toparlanma ile beraber eski trende dönüş beklenmektedir.

Perakende ve Zincir Markalar için Olumlu Sektör Dinamikleri

Organize perakende, alışveriş merkezleri ve kentleşme yoluyla geliştikçe, zincir restoranların pazardaki payının artması beklenmektedir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Kaynak: Deloitte, Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı, Şubat 2023, (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/consulting/Turkiye-yemek-hizmeti-pazari.pdf>) *2022 yılı verisi Gayrimenkul Yatırımları Derneği'nden alınmıştır.

Artan alışveriş merkezi sayısı organize perakendenin (zincir mağazalar) gelişimine katkı sağlamaktadır. Alışveriş merkezleri, müşterilerin sadece alışveriş yapmakla kalmayıp aynı zamanda sosyalleşerek yemek yedikleri şehir hayatının önemli bir parçası haline gelmiştir.

2016 – 2022 arasında Türkiye’de AVM sayısı artışını sürdürmüş ve toplam kiralanabilir alan %4,1 YBBO ile artarak 14,1 milyar metrekareye ulaşmıştır.

Artan Şube Erişilebilirliği

Zincir restoranların erişilebilirliğinin artması talep üzerinde olumlu bir etki göstermektedir. Alışveriş merkezleri gelişen Anadolu şehirlerine ve yeni yerleşim alanlarına nüfuz etmektedir.

Pazar Büyüklüğü ve Gelecek Beklentileri

Türkiye’de Tüketici Gıda hizmeti sektörünün gelişimiyle ilgili tüm rakamlar, “Limited-Service Restaurants in Turkey, Euromonitor International” 2023 raporundan alıntılanmıştır ve yayınlanan veriler Şubat 2023’te çıkartılmıştır. Aksi belirtilmedikçe, referans verilen tüm veriler (sabit ve güncel fiyatlar dahil olmak üzere) gıda hizmeti terimlerindedir (perakende satış fiyatları). İşlemler için veriler milyon işlem olarak ve satış noktaları adet olarak raporlanır.

Türkiye yemek hizmeti pazarının büyüklüğü ve gelecek beklentileri; referans ülke harcamaları, müşteri segmentleri ve hizmet türleri faktörleri incelenerek değerlendirilmiştir.

Şirket, Euromonitor verilerine göre, sınırlı hizmet veren (örneğin masaya hizmet personeli bulunmayan, masaya garson tarafından servis yapılmayan) restoran kategorisinde yer almaktadır.

Sınırlı Hizmet Restoranları, 2022 yılında 78,1 milyar TL pazar büyüklüğüne sahiptir. Söz konusu bu pazarda toplam restoran sayısı 2022 yılında 27.529 adettir. (Kaynak: Limited-Service Restaurants in Turkey, Euromonitor International, 02/2023)

Sınırlı Hizmet Zincir Restoran pazarı incelendiğinde, 2022 sonu itibari ile 11.317 adet restoran bulunmaktadır (çiğ köfte restoranları, Şirket tarafından bire bir rakip görülmediği için bu analize dahil edilmemiştir). (Sınırlı Hizmet Zincir Restoran Sayıları tablosu). Bu pazarın büyüklüğü 47.467 milyon TL’dir (Sınırlı Hizmet Zincir Restoran Satışları tablosu).

Şirket'in, bünyesinde bulundurduğu 7 marka ile 2022 yılında, sistem genelinde 1.468 adet restoran bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, Burger King, Sınırlı Hizmet Veren Zincir Restoran pazarında sektör içerisinde en çok restoranı bulunan markadır.

Tablo 37: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran Sayıları

Restoran Sayısı	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	139	150
Sbarro	78	80	74	79	86	110
Subway*	0	0	0	0	0	76
Usta Pideci	0	0	24	41	43	38
TAB Gıda Toplam**	1.086	1.158	1.186	1.220	1.276	1.468
<i>Rakip 1</i>	<i>508</i>	<i>535</i>	<i>550</i>	<i>568</i>	<i>607</i>	<i>641</i>
<i>Rakip 2</i>	<i>0</i>	<i>30</i>	<i>125</i>	<i>220</i>	<i>319</i>	<i>363</i>
<i>Rakip 3</i>	<i>143</i>	<i>177</i>	<i>209</i>	<i>222</i>	<i>250</i>	<i>275</i>
<i>Rakip 4</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>100</i>	<i>140</i>	<i>190</i>	<i>252</i>
<i>Rakip 5</i>	<i>255</i>	<i>253</i>	<i>253</i>	<i>255</i>	<i>246</i>	<i>243</i>
<i>Rakip 6</i>	<i>16</i>	<i>75</i>	<i>250</i>	<i>216</i>	<i>256</i>	<i>193</i>
<i>Rakip 7</i>	<i>75</i>	<i>95</i>	<i>164</i>	<i>172</i>	<i>185</i>	<i>185</i>
<i>Rakip 8</i>	<i>0</i>	<i>16</i>	<i>80</i>	<i>132</i>	<i>183</i>	<i>181</i>
<i>Rakip 9</i>	<i>123</i>	<i>147</i>	<i>162</i>	<i>155</i>	<i>132</i>	<i>145</i>
<i>Rakip 10</i>	<i>212</i>	<i>235</i>	<i>257</i>	<i>157</i>	<i>145</i>	<i>137</i>
<i>Diğer</i>	<i>5.335</i>	<i>5.750</i>	<i>6.615</i>	<i>6.504</i>	<i>6.471</i>	<i>7.234</i>
Toplam	7.857	8.575	9.951	9.961	10.260	11.317

*Subway, 2022/10 döneminde Şirket bünyesine katıldığı için sadece 2022 yılında restoran sayısı verilmiştir.

**Sistem Genel

Tablo 38: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran Satışları (milyon TL)

Satış (milyon 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
TAB Gıda Toplam**	2.626	3.151	4.043	2.926	5.242	12.193
<i>Rakip 1</i>	<i>646</i>	<i>737</i>	<i>846</i>	<i>1.069</i>	<i>1.704</i>	<i>3.770</i>
<i>Rakip 2</i>	<i>0</i>	<i>20</i>	<i>94</i>	<i>98</i>	<i>270</i>	<i>797</i>
<i>Rakip 3</i>	<i>341</i>	<i>535</i>	<i>728</i>	<i>412</i>	<i>1.067</i>	<i>2.617</i>
<i>Rakip 4</i>	<i>329</i>	<i>363</i>	<i>391</i>	<i>373</i>	<i>939</i>	<i>2.482</i>
<i>Rakip 5</i>	<i>791</i>	<i>832</i>	<i>994</i>	<i>798</i>	<i>1.602</i>	<i>3.686</i>
<i>Rakip 6</i>	<i>34</i>	<i>170</i>	<i>599</i>	<i>465</i>	<i>761</i>	<i>1.169</i>
<i>Rakip 7</i>	<i>142</i>	<i>191</i>	<i>382</i>	<i>251</i>	<i>525</i>	<i>1.114</i>
<i>Rakip 8</i>	<i>0</i>	<i>13</i>	<i>71</i>	<i>71</i>	<i>199</i>	<i>493</i>
<i>Rakip 9</i>	<i>50</i>	<i>63</i>	<i>75</i>	<i>59</i>	<i>86</i>	<i>202</i>
<i>Rakip 10</i>	<i>307</i>	<i>370</i>	<i>460</i>	<i>158</i>	<i>324</i>	<i>718</i>
<i>Diğer</i>	<i>3.581</i>	<i>4.249</i>	<i>5.310</i>	<i>4.191</i>	<i>8.523</i>	<i>18.227</i>

Satış (milyon TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Toplam	8.845	10.693	13.990	10.871	21.242	47.467

*Subway satışları Ekim 2022' döneminden itibaren Tab Gıda satırında takip edilmektedir, 2022 dönemi satışları Ekim, Kasım, Aralık ayları içindir.
**Sistem Geneli

Tablo 39: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran – Burger Kategorisi – Restoran Sayıları

Restoran Sayısı	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Burger King	644	651	657	658	683	718
Arby's	59	76	78	78	81	94
TAB Gıda Toplam*	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
Diğer	137	133	138	133	155	167
Toplam	1.135	1.151	1.164	1.161	1.203	1.259

*Sistem Geneli

Tablo 40: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran – Burger Kategorisi – Satış (milyon TL)

Satış (milyon TL)	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 Toplam*	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
Diğer	203	155	210	127	220	91
Toplam	3.158	3.616	4.534	3.388	6.018	12.942

*Sistem Geneli

“Limited-Service Restaurants in Turkey, Euromonitor International”, Şubat 2023 raporuna göre, Sınırlı Hizmet Zincir Restoran Burger kategorisinde 2022 yılında, toplam hasılat 13 milyar TL olarak belirtilmektedir.

Burger King, 2022 yılında, bu kategoride en fazla hasılatı sahip olan markadır ve bu kategorideki lider konumda olup, toplam satışta %64 paya sahiptir.

Arby's ise, 2022 yılında, bu kategoride 493 milyon TL'lik hasılatı ile, Sınırlı Hizmet Zincir Restoran Burger kategorisinde 3. sırada yer almaktadır.

Şirket, Euromonitor'a göre, restoran sayısı bakımından Türkiye'deki Sınırlı Hizmet Zincir Restoran kategorisinde ilk sırada yer almaktadır. Şirket, takip eden üç rakibinin Sistem Geneli'ndeki toplam restoran sayısından daha fazla restorana sahiptir.

Şirket, içinde bulunduğu Sınırlı Hizmet Zincir Restoran kategorisinde, restoran sayısı olarak en yakın rakibinin 2,3 katı büyüklüğe sahiptir. Şirket, aynı kategoride, satış payı olarak ise en yakın rakibinin 3 katından fazla büyüklüğe sahiptir. Sınırlı Hizmet Zincir Restoran kategorisinde, tavuk, pizza, burger gibi çeşitli mutfakları kapsayan uluslararası ve yerel markalar yer almaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4 Değerleme Yöntemleri

Tab Gıda'nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
 - *Yabancı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK ve F/K)*
 - *Yerli Benzer Şirketler (FD/FAVÖK ve F/K)*

4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi çeşitli varsayımlara dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır. Bu yöntem şirketlerin uzun vadeli potansiyelini değerlemeye yansıtırken; şirket ve sektör özelindeki bazı riskleri de belirli bir çerçevede hesaplamaya dâhil eder. Bu yönetim varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajıdır.

4.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları en güncel finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanır ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlemelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerinin karşılaştırmaya temel teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan, farklı dönemlerdeki değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler farklılık gösterir.

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardan seçilen finansal göstergelerin birbirine oranlanması ile hesaplanan çeşitli çarpanlara dayanmaktadır. Bu çarpanlar şirketin içinde bulunduğu sektöre göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Bu değerlendirme yönteminde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları ile Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Firma Değeri/Satışlar çarpanları yöntemi benzer şirketlerin operasyonlarındaki ve sektörel farklılıkları da göz önünde bulundurularak değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

- Şirket'in 30.06.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait kazanç ("Net Dönem Karı") tutarı, benzer şirketler baz alınarak tespit edilen F/K çarpanı ile çarpılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.06.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarı, benzer şirketler baz alınarak tespit edilen FD/FAVÖK çarpanı ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Sonraki adımda 30.06.2023 tarihli net finansal borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

5 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

5.1 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Piyasa Çarpanları analizinde Şirket'in izahnamenin ekine ilave ettiği 30 Haziran 2023 itibarıyla hazırlanmış olan Bağımsız Denetimden Raporları kullanılmıştır.

Çarpan analizinde kullanılan 30 Haziran 2023 itibariyle sona eren son 12 aylık FAVÖK ve Net Dönem Karı hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

Tablo 41: FAVÖK Hesaplaması

(mn TL)	01.01.2020- 31.12.2020	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2023- 30.06.2023	30.06.2022- 30.06.2023
Hasılat	2.167	3.834	8.620	3.332	7.079	12.367
<i>Artış</i>		76,9%	124,8%		112,4%	43,5%
Satışların Maliyeti	(2.020)	(3.219)	(7.438)	(3.009)	(5.613)	(10.042)
<i>Artış</i>		59,3%	131,1%		86,6%	35,0%
Brüt Kar	147	615	1.182	324	1.466	2.324
<i>Brüt Kar Marjı</i>	6,8%	16,0%	13,7%	9,7%	20,7%	18,8%
Faaliyet Giderleri	(196)	(325)	(685)	(294)	(585)	(977)
FAVÖK	(49)	290	497	30	881	1.348
<i>FAVÖK Marjı</i>	-2,3%	7,6%	5,8%	0,9%	12,4%	10,9%
Amortisman ve İtfa Payları	117	129	286	143	240	382
Kullanım Hakkı Varlık Amortismanları	194	191	456	205	289	540
Atık Yağ Geliri	3	6	34	12	22	45
Maaş Protokolü Geliri	5	5	5	2	2	5
Sigorta Gelirleri Kar Kaybına İlişkin	-	-	-	-	19	19
FAVÖK*	271	621	1.277	393	1.454	2.339
<i>FAVÖK Marjı</i>	12,5%	16,2%	14,8%	11,8%	20,5%	18,9%

Kaynak: Şirket ve Denetim Raporları

*TFRS 16 Etkisi Dahil.

FD/FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK'e Şirket'in 31.12.2022 tarihli FAVÖK tutarından 30.06.2022 tarihi itibariyle gerçekleşen 6 aylık dönemin FAVÖK'ü çıkarılarak ve 30.06.2023 tarihi itibariyle gerçekleşen 6 aylık dönemin FAVÖK'ü eklenerek hesaplanmıştır. Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık FAVÖK'ü 2.339 milyon TL'dir.

Tablo 42: Net Kar Hesaplaması

(mn TL)	01.01.2020- 31.12.2020	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2023- 30.06.2023	30.06.2022- 30.06.2023
Hasılat	2.167	3.834	8.620	3.332	7.079	12.367
<i>Artış</i>		76,9%	124,8%		112,4%	43,5%
Satışların Maliyeti	(2.020)	(3.219)	(7.438)	(3.009)	(5.613)	(10.042)
<i>Artış</i>		59,3%	131,1%		86,6%	35,0%
Brüt Kar	147	615	1.182	324	1.466	2.324
<i>Brüt Kar Marjı</i>	7,2%	16,0%	13,7%	9,7%	20,7%	18,8%
Genel Yönetim Giderleri	(80)	(106)	(218)	(107)	(234)	(345)
Pazarlama Giderleri	(116)	(219)	(468)	(187)	(351)	(632)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	47	117	204	110	201	295
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(71)	(58)	(132)	(78)	(163)	(217)
Esas Faaliyet Karı	(74)	349	569	62	919	1.426
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8	20	9	45	145	108
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(28)	(18)	(27)	(41)	(35)	(21)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	(94)	351	551	67	1.029	1.513
Finansal Gelirler	90	58	208	133	64	139
Finansal Giderler	(337)	(562)	(470)	(239)	(442)	(673)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	(340)	(153)	289	(39)	651	980
Dönem Vergi Gideri	-	-	(48)	-	(8)	(56)

(mn TL)	01.01.2020- 31.12.2020	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2023- 30.06.2023	30.06.2022- 30.06.2023
Ertelenmiş Vergi Geliri	30	22	121	(10)	322	453
Net Dönem Karı / (Zararı)	(310)	(130)	362	(49)	965	1.377

Kaynak: Denetim Raporları

F/K çarpan analizinde kullanılan Net Dönem Karı'na Şirket'in 31.12.2022 tarihli Net Dönem Karı'ndan 30.06.2022 tarihi itibarıyla 6 aylık dönemin Net Dönem Kar'ı çıkarılarak ve 30.06.2023 tarihi itibarıyla 6 aylık dönemin Net Dönem Kar'ı eklenerek hesaplanmıştır. Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık Net Dönem Karı 1.377 milyon TL'dir.

Tablo 43: Net Finansal Borç Hesabı

TFRS 16 Etkisi Hariç Net Borç (mn TL)	30.06.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(472,7)
Kısa Vadeli Borçlar	957,2
<i>Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	539,1
<i>Uzun Vadeli finansal borçlanmaların kısa vadeli kısımları</i>	418,2
Uzun Vadeli Borçlar	466,6
<i>Uzun vadeli borçlanmalar</i>	466,6
Net Finansal Borç	951,1
TFRS 16 Etkisi Dahil Net Borç (mn TL)	30.06.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(472,7)
Kısa Vadeli Borçlar	1.617,6
<i>Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	539,1
<i>Uzun Vadeli finansal borçlanmaların kısa vadeli kısımları</i>	418,2
<i>Kiralama işlemlerinden kısa vadeli yükümlülükler</i>	660,4
Uzun Vadeli Borçlar	1.631,0
<i>Uzun vadeli borçlanmalar</i>	466,6
<i>Kiralama işlemlerinden uzun vadeli yükümlülükler</i>	1.164,4
Net Finansal Borç	2.775,9

Kaynak: Şirket ve Denetim Raporları

Net Finansal Borç, Şirket'in Kısa ve Uzun Vadeli Borçları'ndan Nakit ve Nakit Benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla Net Finansal Borç hesabına yukarıdaki tabloda yer verilmektedir.

Şirket'in Çarpan Analizi'nde kullanılan Net Finansal Borç, halka açık şirketler ile uyumlu olması ve FD/FAVÖK'te kullanılan FAVÖK'ün TFRS kapsamında hazırlanan bağımsız denetim raporları baz alınarak hesaplanması sebebiyle, TFRS 16 etkisi dahil olacak şekilde kullanılmıştır. TFRS 16 dahil net borç hesabında, kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülükleri dahil edilmektedir ve bu tutar dikkate alınarak özkaynak değeri hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre yapılan değerlemede TFRS 16 etkisi hariç nakit akımların dikkate alınması sebebiyle, kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülüklerinden arındırılmış Net Finansal Borç hesabı kullanılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5.2 Benzer Şirketler

Şirket, yabancı benzer şirketler arasında hızlı servis yemek sektöründe faaliyet gösteren şirketler ile; yerli şirketler arasında ise gıda perakendecileri, yemek ve hizmet sektörü, gıda ve içecek sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler ile karşılaştırılmıştır.

Tablo 44: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
Yum China Holdings, Inc.	Hong Kong	22.128,9	Yum China Holdings, Inc., zincir restoranları işleten bir şirkettir. Şirket, pizza, ana yemekler, makarna, atıştırmalıklar, çorbalar, içecekler ve tatlılar gibi ürünler sunar. Yum China Holdings, dünya çapında faaliyet yürütmektedir.
Americana Restaurants International PLC	ABD	10.173,0	Americana Restaurants International PLC, bir restoran zinciri işletmecisidir. Şirket, KFC, Pizza Hut, Hardee's, Krispy Kreme ve TGI Fridays gibi küresel markaların yanı sıra Wimpy ve ChickenTikka gibi tescilli markalara sahiptir.
McDonald's Holdings Company	Japonya	5.249,3	McDonald's Holdings Company (Japan), Ltd., Japonya genelinde hamburger fast food restoran zinciri işletmektedir. Şirket kendi mağazalarını ve franchise mağazalarını işletmektedir.
Jollibee Foods Corporation	ABD	4.725,0	Jollibee Foods Corporation, Jollibee ticari adı altında bir restoranlar ağına sahip, franchise veren ve yöneten bir şirkettir. Şirket hızlı yiyecek ve içecekler sunmaktadır. Jollibee Foods dünya genelinde faaliyet göstermektedir.
Jubilant Foodworks	Hindistan	4.038,4	Jubilant Foodworks Ltd., fast food zincirlerini sahibi ve işleten bir şirkettir. Şirket donutlar, fırın ürünleri, kahve, simitler, muffinler, meyve sütleri, smoothieler, çay, sandviçler, pizza ve içecekler sunmaktadır. Jubilant Foodworks ürünlerini Hindistan genelinde müşterilere sunmaktadır.
Domino's Pizza Enterprises Limited	Avustralya	3.135,9	Domino's Pizza Enterprises Ltd (Domino's), Avustralya'da bir pizza zinciridir. Şirket, hızlı servis restoran segmentinde hızlı gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet göstermekte olup Domino's Pizza'nın franchise lisans sahibidir. Şirketin lisansı Avustralya, Yeni Zelanda, Fransa, Belçika, Hollanda ve Monako Prensliği'ni kapsamaktadır.
Alsea, S.A.B. De C.V.	Meksika	2.843,8	Alsea S.A.B. de C.V., Latin Amerika'da hızlı yiyecek, kafeterya ve rahat yemek segmentlerinden markalar işleten çok markalı bir operatördür.
Domino's Pizza Group Plc	Birleşik Krallık	2.040,5	Domino's Pizza Group PLC, Birleşik Krallık ve İrlanda'da Domino's Pizza mağazalarını sahiplenmek, işletmek ve franchise vermek için özel ana franchise haklarına sahiptir. Domino's ayrıca uluslararası pizza dağıtım mağazaları işletmektedir.
Amrest Holdings SE	İspanya	1.508,2	AmRest Holdings S.E., Orta ve Doğu Avrupa'da fast-food restoran zincirleri işletmektedir.
Collins Foods	Avustralya	752,4	Collins Foods Ltd., fast-food restoran zincirleri işletmektedir. Şirket, Avustralya'da steak ve tavuk restoran zincirlerine sahiptir.
Restaurant Brands Asia Ltd	Hindistan	740,3	Restaurant Brands Asia Limited, restoran zinciri işleten bir şirketin sahibi ve işletmecisidir. Şirket, hamburger, patates kızartması ve içecek gibi tüketilmeye hazır yiyecek ürünleri hazırlar ve dağıtır. Restaurant Brands Asia, müşterilere Hindistan genelinde hizmet vermektedir.
Kfc Holdings Japan, Ltd.	Japonya	464,1	KFC Holdings Japan, Ltd., Japonya genelinde kızarmış tavuk restoranı zinciri mağazaları işletmektedir. Ayrıca Pizza Hut restoran zincirini de işletmektedir.
Restaurant Brands New Zealand Ltd.	Yeni Zelanda	329,8	Restaurant Brands New Zealand Limited, Yeni Zelanda ve Avustralya'da fast-food restoran zincirleri işletmektedir. Şirket, KFC, Pizza Hut ve Starbucks restoran markaları altında yaklaşık 300 mağaza işletmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
Ibersol, Sgpps, S.A.	Portekiz	311,5	Ibersol SGPS SA, Portekiz'de restoran zincirleri işletmektedir. Şirket Brezilya ve İtalyan restoranları ile fast food zincirlerine sahiptir.
Bk Brasil Operação E Assessoria A Restaurantes S.A.	Brezilya	309,6	Şirket, restoran zinciri işleten bir şirket olarak faaliyet göstermektedir. Burgerler, fast food ürünleri ve içecekler sunmaktadır. Dünya çapında müşterilere hizmet vermektedir.
Pt Fast Food Indonesia Tbk	Endonezya	211,9	Fast Food Indonesia Tbk, Endonezya genelinde Kentucky Fried Chicken (KFC) franchise restoranlarını işletmektedir.
Dp Eurasia N.V.	Birleşik Krallık	97,8	DP Eurasia N.V., franchise restoran zincirlerine sahip olan bir şirketin sahibi ve işletmecisidir. Şirket pizza, tavuk, atıştırmalıklar, içecekler ve diğer yan ürünler ve tatlılar sunmaktadır. DP Eurasia, dünya çapında müşterilere hizmet vermektedir.

Kaynak: Bloomberg, 1 Eylül 2023

Tablo 45: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	5.899,4	Şirket gıda ve temel tüketici ürünleri indirim mağazaları işletmektedir. Şirket, çeşitli özel markalı ürünler sunmaktadır. İştirakleri ile birlikte Türkiye, Fas ve Mısır'da perakende mağazalar işletmektedir.
Coca-Cola İçecek	3.902,6	Şirket, Türkiye, Pakistan, Orta Asya ve Orta Doğu'da alkolsüz içeceklerin şişelenmesi ve dağıtımını yapmaktadır. Farklı markalar adı altında gazlı ve gazsız içecek üretimi dağıtımı ve satışı yapmaktadır.
Migros	2.390,9	Şirket, bir süpermarketler ve alışveriş merkezleri sahibi ve işletmecisidir, yan kuruluşları ile birlikte gıda ve içecek ile tüketici ve dayanıklı malların perakende ve internet üzerinden satışı ile uğraşmaktadır.
Şok Marketler	1.381,0	Sok Marketler Ticaret A.Ş., perakende indirim mağazaları zinciri işleten bir şirketin sahibi ve işletmecisidir. Şirket meyve, sebze, gıda ve içecekler, kişisel bakım ve temizlik ürünleri gibi ürünler sunmaktadır.
DO & CO Aktiengesellschaft	1.211,5	Şirket, bir gurme eğlence şirkettir. Şirketin faaliyetleri arasında restoran ve bar işletmeciliği, otel işletmeciliği, uluslararası catering ve havayolu catering hizmetleri sunmak yer almaktadır.
Yayla Agro Gıda	951,0	Pirinç, bakliyat ve katma değeri yüksek işlenmiş gıda sektöründe faaliyet göstermektedir.
Ülker Bisküvi	924,6	Bisküvi, kek, gofret, çikolata ve çikolata kaplı bisküvi üretmektedir. Birçok ülkeye ihracat yapmaktadır.
Tukaş	609,8	Başta salça, konserve ve turşu olmak üzere çeşitli gıda maddeleri üretmektedir. Yurt içinde ve dışında pazarlanması mevcuttur.
Banvit	369,1	Şirket, çiğ tavuk ve hindi, soslu, pişmiş ve hazır yemekleri ürünleri sunan bir gıda şirkettir. Şirket öncelikle hayvan yemi üretimi, pazarlama, hayvan kesimleri ve yumurta üretimi ile ilgilenmektedir.
Kerevitaş	329,3	Dondurulmuş sebze, meyve, su ürünleri ve ton balığı konserve imalatı alanlarında faaliyet etmektedir. Yurt içi ve yurt dışı satışı mevcuttur.
Ulusoy Un	275,2	Şirket, un ve unlu ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır.
Kervan Gıda	238,4	Meyan kökü, jöle, lolipop, sakız ve benzeri ürünlerin üretimi ve dağıtım alanlarında faaliyet göstermektedir.
Tat Gıda	221,1	Şirket, salça ve her nevi konserve ürünlerin üretimi ve satımı alanında faaliyet göstermektedir.
Elite Organik Gıda	175,2	Şirket, organik gıda meyve ve sebze işlemekte ve ağırlıklı olarak yurt dışı pazarlara satmaktadır.
Pınar Süt	145,7	Şirket, süt ve süt mamulleri olmak üzere meyve suları, sos ve toz ürünlerin üretimini ve satışını yapmaktadır.
Kütahya Şeker	137,3	Şirket, tarım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şeker ve şeker şurubu üretilip pazarlamaktadır.
Dardanel	136,4	Şirket, konserve su ürünleri, dondurulmuş gıda maddeleri, her türlü sebze, meyve ürünleri işleyip üretmekte ve iç ve dış piyasaya pazarlamaktadır.



Şirket İsmi	Piyasa Değeri (milyon ABD Doları)	Açıklama
Pınar Et ve Un	135,6	Şirket, büyük ve küçükbaş hayvanlar ile kanatlı hayvanların ve balıkların et ve yan ürünlerinin üretilmesi ile dondurulmuş hamur ürünleri, hazır yemek üretimi ve un ve mısır irmiği üretimi alanlarında faaliyet göstermektedir.
Konfrut Gıda	93,8	Şirket, meyve ve sebze suyu konsantreleri, meyve püresi ve püre konsantreleri üretip, satmaktadır.
Penguen Gıda	56,3	Şirket, işlenmiş gıda alanında faaliyet göstermektedir. Meyve ve sebze konserveleri ile dondurulmuş gıdalar üretmekte ve pazarlamaktadır.
Selva Gıda	46,6	Ağırlıklı olarak un ve makarna üretimi ve pazarlaması alanında faaliyet göstermektedir.
Pınar Su	36,6	Şirket, şişelenmiş su, fonksiyonel içecekler, doğal amden suyu, limonata ve düz ve meyve aromalı gazlı su üreten ve satan bir şirkettir.

Kaynak: İş Yatırım, 1 Eylül 2023

6 TAB Gıda Değerlemesi

6.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özkaynak değeri yerli ve yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analiz sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

6.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yabancı benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

- Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerinden 30.06.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir.
- Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık net dönem karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in Yabancı Benzer Şirketler analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 01.09.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan temin edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin (özkaynak değeri + net finansal borç) ilgili şirketlerin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK'e bölünmesi ile; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Dönem Karı'na bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Türkiye'de 2022 ve 2023 yılı içinde döviz kurlarında değişim yaşanmış ve yılsonu itibarıyla kurların, dönem içi ve önceki dönem sonuna göre önemli bir oranda arttığı görülmüştür. Bloomberg'den elde edilen çarpanlar, yabancı benzer şirketlerin sonuçlarının ABD Doları üstünden hesaplanması sebebiyle, Tab Gıda'nın 2023 1.yarı sonuçları ile daha doğru karşılaştırılabilmesi amacıyla TAB Gıda'nın son 12 aylık FAVÖK ve Net Dönem Karı 30.06.2022 – 30.06.2023 dönemi arası ortalama ABD Doları kuru ile; 30.06.2023 Net Finansal Borcu ise 30.06.2023 itibarıyla ABD Doları kuru ile ABD Dolarına çevrilerek hesaplanmış ve ilgili çarpanlar uygulanarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in ABD Doları bazında hesaplanan özkaynak değeri, 01.09.2023 tarihli kur ile çarpılarak Türk Lirasına çevrilmiş ve nihai özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Tablo 46: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Yabancı Şirketler	Son 12 Ay FD/FAVÖK	Son 12 Ay F/K
Yum China Holdings, Inc.	10,8x	29,7x
Domino's Pizza Enterprises Limit	23,0x	114,8x
Mcdonald's Holdings Company	13,7x	29,7x
Jubilant Foodworks	29,8x	91,0x
Domino's Pizza Group Plc	16,6x	14,2x
Amrest Holdings Se	7,3x	47,3x
Alsea, S.A.B. De C.V.	7,0x	27,0x
Restaurant Brands New Zealand Ltd	8,8x	28,2x
Collins Foods	9,3x	86,9x
Restaurant Brands Asia Ltd	41,2x	Uygun Değil
Kfc Holdings Japan, Ltd.	Uygun Değil	14,8x
Bk Brasil Operação E Assessoria	6,5x	Uygun Değil
Pt Fast Food Indonesia Tbk	26,3x	Uygun Değil
Ibersol, Sgps, S.A.	4,3x	1,8x
Dp Eurasia N.V.	10,6x	Uygun Değil
Jollibee Foods Corp	11,6x	38,6x
Americana Restaurants International Plc	18,4x	36,0x
Medyan	10,6x	27,6x
Ortalama	11,0x	23,9x

Kaynak: Bloomberg, 1 Eylül 2023

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 10,6x ve F/K çarpan medyanı 27,6x olarak hesaplanmaktadır.

Hesaplama FD/FAVÖK çarpanlarından 6,0x'nin altındaki çarpanlar ve 20,0x'nin üstündeki çarpanlar; F/K çarpanlarından ise 10,0x'un altındaki ve 30,0x'un üstündeki çarpanlar aykırı değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

Tablo 47: TL ve ABD Doları bazında Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları

	mn TL	ABD Doları/TL	mn ABD Doları
FAVÖK 30.06.2023 itibariyle Son 12 Ay	2.339,1	18,98	123,2
Net Dönem Karı 30.06.2023 itibariyle Son 12 Ay	1.376,7	18,98	72,5
Net Finansal Borç 30.06.2023 (-)	2.775,9	25,82	107,5

Tablo 48: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn ABD Doları)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	10,6x
FAVÖK 30.06.2023 itibariyle Son 12 Ay	123,2
Firma Değeri	1.305,0
Net Finansal Borç (30.06.2023)(-)	(107,5)
Özkaynak Değeri	1.197,5

Tablo 49: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn ABD Doları)	F/K
Medyan Çarpan	27,6x
Net Dönem Karı 30.06.2023 itibariyle Son 12 Ay	72,5
Özkaynak Değeri	2.002,1

Tablo 50: Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı

		%
Yabancı FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD Doları)	1.197,5	50%
Yabancı FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn TL karşılığı)	31.947,0	50%
Yabancı F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD Doları)	2.002,1	50%
Yabancı F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn TL karşılığı)	53.412,4	50%
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn ABD Doları)	1.599,8	100%
Çeviride Kullanılan ABD Doları/TL Döviz Kuru (01.09.2023)	26,68	
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn TL)	42.679,7	100%

Yabancı Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **42.679.723.619 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

6.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yerli benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

- Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerlerinden 30.06.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir.
- Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık net dönem karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in Yerli Benzer Şirketler analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 01.09.2023 kapanış itibariyle İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") platformundan elde edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin (özkaynak değeri + net finansal borç) ilgili şirketlerin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK'e bölünmesi ile; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Dönem Karı'na bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Tablo 51: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Yerli Şirketler	Son 12 Ay FD/FAVÖK	Son 12 Ay F/K
Dardanel	17,9x	Uygun Değil
Elite Organik Gıda	16,9x	21,8x
Kerevitaş	7,6x	11,7x
Kervan Gıda	9,9x	17,4x
Kütahya Şeker	16,3x	7,6x
Penguen Gıda	20,3x	38,6x
Pınar Et ve Un	12,9x	11,1x
Selva Gıda	17,3x	14,9x
Tat Gıda	15,7x	20,3x
Tukaş	11,8x	12,5x
Ülker Bisküvi	6,1x	Uygun Değil
Ulusoy Un	12,6x	Uygun Değil
Yayla Agro Gıda	25,8x	21,5x
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş	11,8x	16,9x
Şok Marketler	6,9x	12,0x
Migros	8,0x	15,8x
DO & CO Aktiengesellschaft	12,8x	35,2x
Coca-Cola İçecek	8,7x	17,7x
Konfrut Gıda	10,4x	22,6x
Banvit	15,7x	Uygun Değil
Pınar Su	15,7x	Uygun Değil
Pınar Süt	17,8x	10,8x
Medyan	12,7x	16,3x
Ortalama	12,6x	16,2x

Kaynak: İş Yatırım, 1 Eylül 2023

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 12,7x ve F/K çarpan medyanı 16,3x olarak hesaplanmaktadır. Hesaplama FD/FAVÖK çarpanlarından 6,0x'nin altındaki çarpanlar ve 20,0x'nin üstündeki çarpanlar; F/K çarpanlarından ise 10,0x'un altındaki ve 30,0x'un üstündeki çarpanlar aykırı değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

Bu çarpan değerine göre, Tab Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 52: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	12,7x
FAVÖK 30.06.2023 itibariyle Son 12 Ay	2.339,1
Firma Değeri	29.717,7
Net Finansal Borç (30.06.2023)	(2.775,9)
Özkaynak Değeri	26.941,9

Tablo 53: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	F/K
Medyan Çarpan	16,3x
Net Dönem Karı 30.06.2023 itibariyle Son 12 Ay	1.376,7
Özkaynak Değeri	22.488,3

Tablo 54: Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)		%
Yerli FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri	26.941,9	50%
Yerli F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri	22.488,3	50%
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	24.715,1	100%

Yerli Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **24.715.083.935 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Yerli ve yabancı benzer şirketlerin çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerleri üstünden nihai özkaynak değeri hesaplamak için Yabancı Benzer Şirketlere %50, Yerli Benzer Şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu özkaynak değeri **33.697.403.777 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 55: Piyasa Çarpanları Analiz Özeti

(mn TL)	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık
Yerli FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	24.715,1	50%
Yabancı FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	42.679,7	50%
Özkaynak Değeri	33.697,4	100%

Yerli benzer şirketlerin Piyasa Çarpanları Analizi ile yabancı benzer şirketlerin Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre hesaplanan Özkaynak Değeri arasındaki fark, analizlerde kullanılan medyan çarpanların yerli benzer şirketler ile yabancı benzer şirketlerde farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Medyan çarpanlardaki bu farkın temel sebebinin ise faaliyet gösterilen alanların ve faaliyette bulunulan pazarların farklı olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Yerli benzer şirket seçiminde HSR sektöründe faaliyet gösteren benzer halka açık şirket bulunmaması sebebiyle, gıda perakendesi ve gıda sanayi şirketleri benzer şirket olarak seçilmiştir ve bu şirketler çok ağırlıklı olarak Türkiye pazarında faaliyet göstermektedirler. Yabancı benzer şirket seçiminde ise dünyada farklı pazarlarda faaliyet gösteren HSR operatörleri seçilmiştir.

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi'nde kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özkaynak değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

İNA'ya teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in beş yıllık iş planı baz alınarak 2023-2027 dönemi için hazırlanmıştır.

6.2.1 Makroekonomik Varsayımlar

İNA'da çeşitli varsayımların hesaplanmasına temel olan makroekonomik varsayımlar İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nden temin edilmiştir.

Tablo 56: Makroekonomik Varsayımlar

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
TÜFE (Yıllık Ortalama)	51,4%	45,4%	23,6%	18,5%	16,0%
TÜFE (Yıl Sonu)	60,0%	33,0%	20,0%	17,0%	15,0%
ABD Doları/Türk Lirası (Ortalama)	24,25	34,80	41,95	48,83	55,94
Kendi Restoranı Ortalama Fiş Fiyatı Enflasyonu	79,0%	47,4%	25,6%	19,5%	16,0%

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Franchise Restoranı Ortalama Fiş Fiyatı Enflasyonu	77,7%	47,4%	25,6%	19,5%	16,0%
İşçi Maliyeti Enflasyonu	76,0%	47,4%	25,6%	19,5%	16,0%

Kaynak: İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü

6.2.2 Gelirlerin Projeksiyonu

Şirket gelirlerinin projeksiyonu Kendi Restoranlarına Ait Satışları, Franchiselardan Elde Edilen Royalty Geliri, Oyuncak Satışları, Franchiseler Adına Yapılan Kira Ödemelerinin Yansıtma Geliri ve Franchise Restoran Açılış Giderlerinin Yansıtma Geliri olmak üzere beş ana grupta yapılmıştır. Hasılat projeksiyonuna ilişkin detaylara aşağıda yer verilmiştir.

Kendi Restoranlarına Ait Satışlar: TFI Tab Gıda'nın Türkiye'de operasyonlarına devam eden kendi restoranlarının yaptığı satışlardır. Şirket'in kendi restoranlarına ait satışlar, kendi işlettiği her bir marka bazında, siparişli ve oturmali restoran ayrımı dahilinde, restoran sayısı tahminleri, geçmiş ortalama fiş adedi büyümeleri ve öngörülen fiş fiyatları kullanılarak hesaplanmıştır. Restoranlara ait satışlar, günlük ortalama fiş adetlerinin yıllıklandırılması, fiş fiyatları ve ağırlıklı ortalama restoran adetleri ile çarpılması sonucu hesaplanmaktadır.

Restoran sayıları tahmini: Şirket'in markalar bazında stratejileri ve Ana Franchise sözleşmelerindeki restoran açma hedefleri doğrultusunda tahmin edilmiştir.

Günlük ortalama fiş adedi tahmini: Her bir marka için restoran bazında günlük ortalama fiş adetleri, işletilen her bir markanın geçmiş yıllarda gerçekleşen performansları, projeksiyon dönemi boyunca belirlenmiş olan stratejiler ve mevcut ve olası rekabet koşulları dikkate alınarak öngörülmüştür.

Ortalama fiş fiyatları tahmini: Marka bazında geçmiş fiyat trendleri dikkate alınarak, güncel fiş fiyatlarından hareketle belirlenmiştir. İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nden temin edilen ortalama enflasyon varsayımlarının üzerine 2023 yılından itibaren sırasıyla %27,6; %2,0; %2,0; %1,0 ve %0,0 oranlarının eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

Franchiselardan Elde Edilen Royalty Geliri: Şirket, franchiselardan elde edilecek royalty geliri hesaplayabilmek için Franchiselerin restoranları işleterek elde edeceği satış gelirini tahmin etmiştir. Bu tahmin yaklaşımı yukarıda ifade edilen kendi restoranlarına ait satışların tahminleri ile paralel olacak şekilde, her bir marka bazında, siparişli ve oturmali restoran ayrımı dahilinde, restoran sayısı tahminleri, geçmiş ortalama fiş adedi büyümeleri ve öngörülen fiş fiyatları kullanılarak hesaplanmıştır.

Restoranlara ait satışlar günlük ortalama fiş adetlerinin yıllıklandırılması, fiş fiyatları ve ağırlıklı ortalama restoran adetleri ile çarpılması sonucu hesaplanmaktadır.

Restoran sayıları tahmini: Şirket'in markalar bazında stratejileri ve Ana Franchise sözleşmelerindeki restoran açma hedefleri doğrultusunda tahmin edilmiştir.

Günlük ortalama fiş adedi tahmini: Her bir marka için restoran bazında günlük ortalama fiş adetleri, işletilen her bir markanın geçmiş yıllarda gerçekleşen performansları, projeksiyon dönemi boyunca belirlenmiş olan stratejiler ve mevcut ve olası rekabet koşulları dikkate alınarak öngörülmüştür.

Ortalama fiş fiyatları tahmini: Marka bazında geçmiş fiyat trendleri dikkate alınarak, güncel fiş fiyatlarından hareketle belirlenmiştir. İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nden temin edilen ortalama enflasyon varsayımlarının üzerine 2023 yılından itibaren sırasıyla %26,3; %2,0; %2,0; %1,0 ve %0,0 oranlarının eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

Franchiselardan Elde Edilen Royalty Geliri, bu doğrultuda hesaplanan franchise satışlarının, projeksiyon dönemi boyunca geçmiş ile tutarlı olacak şekilde belirli bir oran ile çarpılarak hesaplanmaktadır.

- **Franchise Restoran Açılış Giderlerinin Yansıtma Geliri:** Şirket markalar bazında, açılan her bir franchise restoranı için yatırım harcamaları yapmakta ve anahtar teslim olarak Franchiselarına restoranları temin etmektedir. Bu yapılan yatırım harcamaları Satışların Maliyeti içinde takip edilmekte ve bire bir Franchiselara yansıtılmaktadır. Satışların maliyetinde oluşan bu tutar Franchiselara faturalandırılması sebebiyle hasılatla da yer almaktadır.
- **Oyuncak Satışları:** Oyuncak satışları, restoranların menüler ile beraber sattıkları oyunculardan elde edilen gelirdir. Oyuncak gelirleri Şirket'in kendi satışlarının artış büyümesi ile paralel olacak şekilde hesaplanmaktadır. Şirket oyuncak satışlarının maliyeti ne ise aynı tutarda manülerine ekleyip gelir kaydettiği için bu satışların gelirinin aynısı satışların maliyetinde de dikkate alınmıştır.
- **Franchiseler Adına Yapılan Kira Ödemelerinin Yansıtma Geliri:** Şirket bazı Franchiselerinin kira sözleşmelerini kendisinin yapmakta ve bu tutarı Franchiselarına bire bir yansıtılmaktadır. Satışların maliyeti kısmında tahmin edilen bu tutar, Franchiselara bire bir faturalandırılması sebebiyle hasılatla da yer almaktadır.

Tablo 57: Ağırlıklı Ortalama Restoran Sayısı Projeksiyonu

Ağırlıklı Ortalama	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Kendi Siparişli Restoran Sayısı	773	875	916	964	1.020
Kendi Oturmalı Restoran Sayısı	914	1.016	1.057	1.105	1.161
Franchise Siparişli Restoran Sayısı	394	581	727	894	1.077
Franchise Oturmalı Restoran Sayısı	601	788	934	1.101	1.284

Kaynak: Şirket

Tablo 58: Restoran Bazında Günlük Ortalama Kesilen Fiş Adeti Projeksiyonu

Adet	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Kendi Siparişli Restoran Günlük Ortalama Fiş Adetleri	106	119	127	134	140
Kendi Oturmalı Restoran Günlük Ortalama Fiş Adetleri	311	335	352	366	378
Franchise Siparişli Restoran Günlük Ortalama Fiş Adetleri	92	97	102	105	108
Franchise Oturmalı Restoran Günlük Ortalama Fiş Adetleri	299	294	294	292	288

Kaynak: Şirket

Tablo 59: Ortalama Fiş Fiyatı Projeksiyonu

TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Kendi Siparişli Restoran Ortalama Fiş Fiyatı	138	204	256	306	354
Kendi Oturmalı Restoran Ortalama Fiş Fiyatı	104	154	194	232	270
Franchise Siparişli Restoran Ortalama Fiş Fiyatı	145	212	264	314	363
Franchise Oturmalı Restoran Ortalama Fiş Fiyatı	127	190	241	291	341

Kaynak: Şirket

Aşağıdaki Tablo 60'da görünen hasılat kırılımı projeksiyonun detaylı yapılması amacıyla dikkate alınmış olup, bağımsız denetim raporuna uyumlu kırılım, takip eden Tablo 61'de gösterilmektedir ve hangi kırılımın hangi kalemi içerdiği bilgisi Tablo 61'nin altına not edilmiştir.

Tablo 60: Hasılat Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Kendi Restoranlarına Ait Satışlar	14.980	27.036	37.233	48.695	61.643
Franchiselardan Elde Edilen Royalty Geliri	1.160	2.319	3.535	5.078	6.942
Franchise Restoran Açılış Giderlerinin Yansıtma Geliri	155	151	212	278	342
Oyuncak Satışları	132	239	329	431	545

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Franchiselar Adına Yapılan Kira Ödemelerinin Yansıtma Geliri	368	736	1.122	1.611	2.203
Hasılat	16.795	30.481	42.431	56.094	71.675

Kaynak: Şirket

Tablo 61: Hasılat Projeksiyonu (Denetim Raporuna Denk Kırılım Gösterimi)

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Restoran Satışları*	15.113	27.275	37.562	49.126	62.188
Franchise Gelirleri**	1.315	2.470	3.747	5.357	7.285
Franchise Restoranlara Yapılan Satışlar***	368	736	1.122	1.611	2.203
Hasılat	16.795	30.481	42.431	56.094	71.675

Kaynak: Şirket

*Restoran Satışları projeksiyonlarda "Kendi Restoranlarına Ait Satışlar" ve "Oyuncak Satışları"nın toplamını,

**Franchise Gelirleri projeksiyonlarda "Franchiselardan Elde Edilen Royalty Geliri" ve "Franchise Restoran Açılış Giderlerinin Yansıtma Geliri"nin toplamını ve,

***Franchise Restoranlara Yapılan Satışlar, projeksiyonlarda "Franchiselar Adına Yapılan Kira Ödemelerinin Yansıtma Geliri"ni içermektedir.

6.2.3 Maliyetlerin ve Faaliyet Giderlerinin Projeksiyonu

Satışların maliyeti hesaplanırken ilgili tüm alt kırılımlar ayrı ayrı incelenmiştir. Projeksiyon dönemine ait varsayımların tespitinde, geçmiş yıllardaki maliyetler ve 2023 yılının ilk yedi ayında gerçekleşen tutarlar varsayımların belirlenmesinde dikkate alınmıştır. Maliyetlerin alt kırılımları temel olarak şunlardır: ilk madde ve malzeme giderleri, kira giderleri, işçi maliyeti, genel üretim giderleri (ağırlıklı enerji), lojman giderleri, franchiselar adına ödenen kira giderleri, marka sahiplerine ödenen royalty gideri, oyuncak gideri, franchise restoran açılış giderleri ve amortisman giderleri.

İlk madde ve malzeme giderleri: 2023 yılı için ilk madde ve malzeme giderleri 2023 yılı için geçmiş yıllar ve 2023 yılında gerçekleşen ilk yedi aylık gerçekleşen durumu dikkate alınarak Şirket'in kendi restoranlarının satışlarının %40,7'si olacak şekilde hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.

Kira giderleri: Kira giderleri, Şirket'in 2022 yılı kendi restoran satışlarına oranı ile tutarlı olacak şekilde 2023 yılında %10,4 ile başlayarak projeksiyon döneminin sonuna kadar kademeli olarak iyileştirilerek %10,2'ye indirilmiştir. Gelir Tablosuna yansıyan kira gideri, denetim raporundaki gösterime uyumlu olması amacıyla lojman gideri ayrıştılarak hesaplanmaktadır.

Franchiselar adına yapılan kira ödemeleri: Franchiselar adına yapılan kira ödemeleri ve ilgili masrafları içermektedir. Geçmiş dönemlere paralel olarak Franchise satışlarının değişimi ve Şirket'in kendi kira giderlerinin belirli bir oranı (%15) dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

İşçi maliyeti: Şirket'in kendi restoranlarına ait günlük ortalama fiş adetleri değişimine endeksli ve fiş fiyatlarının artışına paralel olarak artacak şekilde hesaplanmıştır. Bu hesaplama sonunda işçi maliyetleri, 2023 yılından itibaren satışların %18,1; %18,0; %18,0; %17,9 ve %17,9'una denk gelmektedir.

Genel üretim giderleri: Genel üretim giderleri ağırlıklı olarak enerji giderlerinden (elektrik ve yakıt) oluşmaktadır. Şirket'in 2022 yılı elektrik giderlerinde görülen anormal artışların 2023 yılının ilk yedi ayında normalleştiği görüldüğünden, Şirket'in mevcut tüketimi ve 2022 yılı öncesi baz alınarak, 2023 yılında Şirket'in kendi satışlarının %3,8'i olacak şekilde hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak %4,3'e çıkarılarak geçmiş oranlara yakınsayacağı varsayılmıştır. Genel Üretim Giderleri'nin toplamının %99,5'i

Satışların Maliyeti olarak, kalan %0,5'i Genel Yönetim Giderleri altında Elektrik ve Yakıt Giderleri olarak gösterilmiştir. Bu ayırım denetim raporu ile gösterim tutarlılığı sağlamak amacıyla yapılmıştır.

Royalty giderleri: Şirket'in kendi işlettiği restoranları için marka sahiplerine ödenen Royalty Gideri, projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in geçmiş ödemelerine tutarlı olacak şekilde kendi işlettiği restoran satışları üstünden aynı sabit oran ile; Franchiselar adına marka sahiplerine ödenen Royalty Gideri ise, Franchiselerin işlettiği restoranların satış tahminleri üstünden geçmişle tutarlı olarak sabit bir oran ile hesaplanmıştır.

Oyuncak gideri: Gelir tarafında hesaplanıp satışların maliyetinde gider olarak projeksiyon dönemi boyunca bire bir yansıtılmıştır.

Franchise restoran açılış gideri: Şirket markalar bazında, açılan her bir yeni franchise restoranı için yatırım harcamaları yapmakta ve anahtar teslim Franchise'lara temin etmektedir. Yatırım tutarları Franchiselar için tahmin edilen açılacak restoran sayıları üstünden ABD Dolarının değişim oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bu yapılan yatırım harcamaları Satışların Maliyeti içinde takip edilmekte ve birebir Franchiselara faturalandırılmaktadır, bu sebeple aynı tutarlar Hasılat içinde de dikkate alınmıştır.

Amortismanları giderleri: Projeksiyon dönemi amortisman tutarları mevcut varlıkların amortismanına gideri tahminlerine, yeni yatırım harcamaları üstünden hesaplanan amortisman tutarlarının eklenmesi ile hesaplanmıştır. Yeni yatırım harcamaları, restoran açılış harcamaları, bakım ve onarım harcamaları ve dijitalleşme harcamalarını kapsamaktadır ve 10 yıllık amortisman süresine tabi tutulmuş ve ilgili tutarlar bu süre üzerinden hesaplanmıştır.

Lojman giderleri: 2023 yılı ve projeksiyon dönemi için lojman giderleri ilgili döneme ait Şirket'in kendi restoranlarına ait kira giderinin %2'si olacak şekilde hesaplanmaktadır.



Tablo 62: Satışların Maliyeti Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	(6.097)	(11.004)	(15.154)	(19.819)	(25.089)
İşçi Maliyeti	(2.709)	(4.863)	(6.686)	(8.732)	(11.038)
Şirket'in İşlettiği Restoranların Kira Gideri	(1.525)	(2.739)	(3.753)	(4.885)	(6.154)
Marka Sahiplerine Ödenen Royalty Gideri	(773)	(1.433)	(2.031)	(2.732)	(3.544)
Genel Üretim Giderleri (elektrik ve yakıt vs.)	(566)	(1.076)	(1.537)	(2.079)	(2.631)
Amortisman ve İtfa Payları (Maddi Duran Varlık)	(369)	(457)	(571)	(712)	(888)
Franchiselar Adına Yapılan Kira Ödemeleri	(368)	(736)	(1.122)	(1.611)	(2.203)
Franchise Restoran Açılış Giderleri	(155)	(151)	(212)	(278)	(342)
Oyuncak Giderleri	(132)	(239)	(329)	(431)	(545)
Lojman Gideri	(31)	(56)	(77)	(100)	(126)
Satışların Maliyeti	(12.725)	(22.753)	(31.472)	(41.379)	(52.559)

Kaynak: Şirket

Tablo 63: Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Genel Yönetim Giderleri	(416)	(738)	(997)	(1.280)	(1.589)
Elektrik ve Yakıt Giderleri	(3)	(5)	(8)	(10)	(13)
Diğer Giderler	(351)	(633)	(872)	(1.141)	(1.444)
Genel Yönetim Giderleri	(770)	(1.376)	(1.877)	(2.431)	(3.046)

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Reklam ve Pazarlama	(476)	(1.081)	(1.184)	(1.549)	(1.960)
Kendi Mağazaları ve Fr. İçin Yapılan Pazarlama Harcamaları Arasındaki Fark ve Dükkan Açılışları ile İlgili Gelir Giderin Neti	(390)	(703)	(968)	(1.266)	(1.603)
Satış ve Pazarlama Giderleri	(866)	(1.784)	(2.152)	(2.815)	(3.563)

Kaynak: Şirket

Şirket'in faaliyet giderleri genel yönetim giderleri ve satış ve pazarlama giderlerinden oluşmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri içerisinde yer alan genel yönetim giderleri, elektrik ve yakıt giderleri ve diğer giderler ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Genel yönetim giderleri: Genel yönetim giderleri Şirket'in Genel Müdürlüğünde çalışanların maaşlarını içermektedir. Şirket'in geçmişte kendi satışlarına oranı ile tutarlı olacak şekilde 2023 yılında %2,8 olarak varsayıp, takip eden yıllarda kademeli olarak %2,6'ya indirilmiştir.

Elektrik ve yakıt giderleri: Genel üretim giderleri için hesaplanan enerji giderlerinin %0,5'i bu hesaba gösterimsel tutarlılık adına sınıflanarak gösterilmiştir.

Diğer giderler: Şirket'in geçmişte kendi satışlarına oranı olarak gerçekleşen %2,3 kullanılarak, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen Şirket'in kendi satışları üstünden hesaplanmıştır.

Satış ve pazarlama giderleri, reklam ve pazarlama giderleri ve kendi mağazaları ve Franchiselar için yapılan pazarlama harcamaları ve dükkan açılışları ile ilgili gelir/giderin netinden oluşmaktadır.

Reklam ve pazarlama giderleri: Şirket'in marka yönetme stratejileri doğrultusunda geçmişte kendi satışlarına oranı olarak 2022 yılında gerçekleşen %3,1'in; 2023 yılında %3,2; 2024 yılında %4,0 ve takiben projeksiyon dönemi boyunca %3,2 kullanılarak Şirket'in kendi restoran satışları üstünden hesaplanmıştır. 2024'te reklam

ve pazarlama giderlerinde yapılan bu artış, restoran sayıları ve fiş adetlerindeki büyümeleri desteklemek amacıyla dikkate alınmıştır.

Kendi mağazaları ve franchise'lar için yapılan pazarlama harcamaları ve dükkan açılışları ile oluşan diğer ilgili gelir/giderin neti: Şirket'in geçmişte kendi satışlarına oranı olarak gerçekleşen %2,6 kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen Şirket'in kendi işlettiği restoran satışları üstünden hesaplanmıştır.

Satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve ilgili dönem amortisman projeksiyonları dikkate alınarak hesaplanan brüt kar, FVÖK ve FAVÖK tutarlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 64: FAVÖK Hesaplaması

(mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hasılat	2.167	3.834	8.620	16.795	30.481	42.431	56.094	71.675
Artış		76,9%	124,8%	94,8%	81,5%	39,2%	32,2%	27,8%
Satışların Maliyeti	(2.020)	(3.219)	(7.438)	(12.725)	(22.753)	(31.472)	(41.379)	(52.559)
Artış		59,3%	131,1%	71,1%	78,8%	38,3%	31,5%	27,0%
Brüt Kar	147	615	1.182	4.070	7.728	10.959	14.715	19.116
Brüt Kar Marjı	7,2%	16,0%	13,7%	24,2%	25,4%	25,8%	26,2%	26,7%
Faaliyet Giderleri	(196)	(325)	(685)	(1.636)	(3.161)	(4.029)	(5.246)	(6.610)
Artış		65,7%	111,0%	138,7%	93,2%	27,5%	30,2%	26,0%
FVÖK	(49)	290	497	2.434	4.567	6.929	9.470	12.506
FVÖK Marjı	-2,4%	7,6%	5,8%	14,5%	15,0%	16,3%	16,9%	17,4%
Amortisman ve İtfa Payları	117	129	286	369	457	571	712	888
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Hariç)	68	419	782	2.803	5.024	7.501	10.182	13.394
FAVÖK Marjı (TFRS 16 Etkisi Hariç)	3,4%	10,9%	9,1%	16,7%	16,5%	17,7%	18,2%	18,7%
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Dahil)	271	621	1.277	3.590	6.437	9.437	12.702	16.569
FAVÖK Marjı (TFRS 16 Etkisi Dahil)	13,3%	16,2%	14,8%	21,4%	21,1%	22,2%	22,6%	23,1%

Kaynak: Şirket

6.2.4 İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi hesaplaması yapılırken ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar, diğer alacaklar ve diğer dönen varlıklar, diğer borçlar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler dikkate alınmıştır.

- **Ticari Alacaklar:** Satışlarının büyük bir kısmı nakit satışlardan oluşturan Şirket, geçmişte yıllar içerisinde ticari alacak günlerini iyileştirmiş, 2022 yılında 12 güne ulaşmıştır. Ticari alacak niteliğindeki alacaklar alt franchise firmalara yapılan satışlar ve yemek kuponu firmalarından olan alacaklardan oluşmaktadır. Şirket için ortalama tahsilat günleri projeksiyon dönemi boyunca 2022 gerçekleşen gün olan 12 gün olarak varsayılmıştır.
- **Stoklar:** Şirket ortalama stok günleri geçmişle paralel şekilde 2023'ten itibaren iki sene boyunca 6 gün ve projeksiyon döneminin kalanı boyunca 5 gün olarak varsayılmıştır.
- **Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar:** Geçmişte satışlara oranı olan %2,0 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.
- **Ticari Borçlar:** Pandemi döneminde 106 günlük vadelere çıkan ticari borç ödeme günleri takip eden yıllarda azalmıştır. Pandeminin etkisinin sona ermesi doğrultusunda projeksiyon döneminde kademeli olarak 50 günlerden 60 günlere çıkarılmıştır.
- **Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler:** Geçmişte satışlara oranı olan %4,1 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.

Tablo 65: İşletme Sermayesi Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Alacaklar	552	999	1.395	1.844	2.356
Stoklar	276	500	628	768	884
Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar	336	610	849	1.122	1.434
Ticari Borçlar	(2.301)	(4.580)	(6.626)	(9.221)	(11.782)
Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(696)	(1.262)	(1.757)	(2.323)	(2.968)
Net İşletme Sermayesi	(1.832)	(3.734)	(5.512)	(7.810)	(10.077)
Ticari Alacaklar (Gün)	12	12	12	12	12
Stoklar (Gün)	6	6	5	5	5
Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar/Hasılat	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ticari Borçlar (Gün)	(50)	(55)	(57)	(60)	(60)
Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler/Hasılat	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%

Kaynak: Şirket

6.2.5 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket'in projeksiyon dönemine ilişkin yatırım harcamaları üç ana kalemden oluşmaktadır: Bakım onarım harcaması, restoranların dijitalleşmeleri için yapılan yatırım harcaması ve restoran açılış yatırım harcaması.

Bakım onarım harcamaları, mevcut restoranların gerekli yenileme yatırımlarını içerecek şekilde makine, ekipman ve teçhizat için gerekli olan harcamalardan oluşmaktadır ve bir önceki dönem tutarının enflasyon ile büyütülmesiyle hesaplanmıştır.

Dijitalleşme harcamaları, teknolojik altyapı geliştirme amacıyla gerekli görülen yatırımlarını içermektedir ve önceki dönem tutarının enflasyon ile büyütülmesiyle hesaplanmıştır.

Restoran açılış yatırım harcamaları, markalar özelinde Şirket'in ilgili projeksiyon dönemi içinde kendi işletmesi amacıyla açmayı planladığı restoran sayısı dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Her bir açılacak restoran için ABD Doları bazında olan harcamaların dönem içi açılması planlanan restoran adeti ile çarpılması sonucu hesaplanıp, nihayetinde dönem ortalaması tahmini ABD Doları/Türk Lirası kuru kullanılarak Türk Lirasında çevrilmiştir.

Tablo 66: Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Bakım ve Onarım Harcamaları	338	491	607	719	834
Dijitalleşme Harcamaları	50	150	185	220	255
Restoran Açılış Harcamaları	769	235	352	469	671
Yatırım Harcamaları	1.157	876	1.145	1.408	1.760

Kaynak: Şirket

Projeksiyon dönemi toplam amortisman tutarları, mevcut varlıklardan gelen amortismanla yeni yatırım harcamalarından oluşan amortisman eklenerek hesaplanmıştır. Yeni yatırım harcamaları 10 yıllık amortisman süresine tabi tutulmuş ve amortisman bu süre üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 67: Amortisman Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Amortisman ve İfta Payları (TFRS 16 etkisi hariç)	(369)	(457)	(571)	(712)	(888)

Kaynak: Şirket

6.2.6 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") yöntemi kullanılmıştır.

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesabında sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 10 yıllık Türk Lirası cinsinden devlet iç borçlanma senedi faiz oranı tahminleri kullanılmıştır.
- Şirket'in kaldıraçlı betası için benzer şirketler incelenmiş, 1 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.
- Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranı Şirket'in geçmiş gerçekleşen oranları ve sektör dinamikleri uyarınca projeksiyon döneminin başında mevcut oran olan %40 olarak kullanılmış, projeksiyon döneminde kademeli olarak %20'ye düşecek şekilde varsayılmıştır.
- 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmi Gazete'de yayınlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Şirket'in halka arz sonrası halka açılık oranı %20'nin üstünde olacağından halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca Şirket kurumlar vergisi oranından %2 puan indirimden faydalanacaktır. Böylece kurumlar vergisi projeksiyon dönemi boyunca %23 olacağı varsayılmıştır. Uç değer AOSM hesabında ise vergi oranı %25 olarak varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in mevcut borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurulmuş, projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyetinin risksiz getiri oranından yaklaşık 4 puan fazla olacağı varsayılmıştır.
- 1994 yılında kurulmuş olan Şirket 1995 yılında faaliyetlerine Burger King markası ile başlamış olup, bu tarihten itibaren işbu rapor tarihi itibarıyla kuruluş amacına uygun şekilde faaliyet gösterdiğinden ve bu dönem boyunca sürdürülebilir nakit akım yarattığından, AOSM hesaplamasında şirkete özel ilave risk primi dikkate alınmamıştır.

Tablo 68: AOSM Hesabı

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç Değer
Risksiz Getiri Oranı	22,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%	16,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özkaynak Maliyeti	28,0%	28,0%	26,0%	24,0%	22,0%	22,0%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	20,0%
Vergi Oranı	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	26,0%	26,0%	24,0%	22,0%	20,0%	20,0%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	20,0%	20,0%	18,5%	16,9%	15,4%	15,0%
AOSM	24,8%	25,2%	23,7%	22,2%	20,7%	20,6%

6.2.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı

İNA analizi gerçekleştirilirken, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel ve makroekonomik beklentiler dikkate alınmıştır. Bununla birlikte İzahname'de yer verilen risklerin Şirket'in faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği, Şirket'in yönetimi ve kilit kadrosunda faaliyetlere olumsuz etki edecek bir değişiklik olmayacağı ve Türkiye ve dünya ekonomilerinde Şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyecek dalgalanmalar olmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonları geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemekte olup, birçok

parametreye bağlıdır. Projeksiyonlarda meydana gelen değişiklikler farklı özkaynak ve pay başına değerler ile sonuçlanabilir.

- İNA analizinde Şirket'in geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ve Şirket iş planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5,0 olarak varsayılmıştır.
- Dönemler için ödenecek vergi tutarı hesaplanırken Vergi Usul Kanununa göre tahmin edilen amortisman tutarları ve yararlanılan birikmiş geçmiş dönem zararlarının vergi etkisi dahil edilmiştir.
- Serbest Nakit Akışı'ndan ("SNA") elde edilen tutarlar AOSM üzerinden hesaplanmış indirgeme faktörü ile çarpılarak SNA'nın 30.06.2023 itibarıyla değerine indirgenmiştir. 2023 yılı için hesaplanan SNA, 30.06.2023 tarihine indirgenirken indirgeme faktörü ve %50 ile çarpılmıştır. Bununla birlikte 2023 için hesaplanan nakit akımın son altı aylık kısmına tekabül eden tutarı 30.06.2023 tarihine indirgenmiştir.
- Uç değer 2027 yılı için kullanılan indirgeme faktörü ile 30.06.2023 tarihine indirgenmiş ve uç değer bugünkü değerine ulaşılmıştır.
- SNA'nın 30.06.2023 itibarıyla değeri ve uç değer bugünkü değeri toplandığında firma değeri hesaplanmıştır.
- Firma değerinden Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla hesaplanmış net finansal borç tutarı düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Tablo 69: İNA Hesabı

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç Değer
Hasılat	16.795	30.481	42.431	56.094	71.675	75.259
Artış		81,5%	39,2%	32,2%	27,8%	5,0%
Satışların Maliyeti	(12.725)	(22.753)	(31.472)	(41.379)	(52.559)	(55.187)
Brüt Kar	4.070	7.728	10.959	14.715	19.116	20.072
Faaliyet Giderleri	(1.636)	(3.161)	(4.029)	(5.246)	(6.610)	(6.848)
(+) Amortisman	369	457	571	712	888	464
FAVÖK	2.803	5.024	7.501	10.182	13.394	13.688
FAVÖK Marjı	16,7%	16,5%	17,7%	18,2%	18,7%	18,2%
(-) Vergi Ödemeleri	(204)	(653)	(1.126)	(1.657)	(2.309)	(3.306)
(%) Vergi Oranı	23%	23%	23%	23%	23%	25%
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	1.146	1.902	1.778	2.297	2.267	504
(-) Yatırım Harcamaları	(1.157)	(876)	(1.145)	(1.408)	(1.760)	(919)
Serbest Nakit Akışı (SNA)	2.588	5.397	7.008	9.415	11.593	9.966
İndirgeme Oranı (AOSM)	24,8%	25,2%	23,7%	22,2%	20,7%	20,6%
İndirgeme Faktörü	0,90	0,71	0,58	0,47	0,39	0,39
SNA'nın 30.06.2023 itibarıyla değeri	1.158	3.858	4.048	4.450	4.540	
SNA Toplamı (30.06.2023 itibarıyla)	18.055					
Uç Değer Büyüme Oranı	5,0%					
Uç Değer'in Bugünkü Değeri	25.021					
Firma Değeri	43.076					
Net Finansal Borç (30.06.2023)	951					
Özkaynak Değeri	42.125					

İNA analizi sonucu bulunan özkaynak değeri 42.125 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

6.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre elde edilen değer %50, Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre elde edilen değer %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi ile İndirgenmiş Nakit Akım Analizi'ne göre hesaplanan değerler arasında farka ilişkin olarak, İndirgenmiş Nakit Akım analizi Şirket'in mevcut performansından hareketle, geleceğe yönelik belirlenen hedef ve stratejiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Piyasa Çarpanları Analizi Şirket'in gelecek beklentilerini yansıtmamakla birlikte, hem yerli, hem de yabancı benzer şirketlerin geçmiş dönemlere ait satış büyümeleri incelendiğinde Şirket kadar yüksek performans göstermediği görülmektedir. Bu durum, benzer şirketlerin mevcut piyasa değerlerine yansıdığından ötürü, çarpan analizi Şirket'in benzerlere göre daha iyi olan performansını yansıtmamakta ve İndirgenmiş Nakit Akım Analizi'ne göre daha düşük bir değer hesabına sebep olmaktadır. Bu sebeple, Şirket'in gelecek potansiyelini yansıtan İNA değerlemesinden hesaplanan değer, Piyasa Çarpanları Analizi sonucuna göre hesaplanan değerden daha yüksek olmasının makul olduğu sonucunu elde etmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda tespit edilen nihai özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 70: Değerleme Yöntemleri Sonucu

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	33.697.403.777
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50%	42.124.954.688
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	37.911.179.232

Şirket'in ağırlıklandırılmış özkaynak değeri **37.911.179.232TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 71: Halka Arz Fiyatı Hesabı

Halka Arz Fiyatı Hesabı	Değer (TL)
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	37.911.179.232
Nominal Sermaye Tutarı	232.417.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri	163,12
Halka Arz İskontosu	20,3%
Halka Arz Fiyatı	130,00

Değerleme yöntemleri sonucundan elde edilen ağırlıklandırılmış özkaynak değeri üzerinden yapılan hesaplama göre Şirket'in halka arz iskontosu öncesi pay değeri 163,12 TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değere %20,3 halka arz iskontosu uygulandığında halka arz fiyatı 130,00 TL olarak belirlenmiştir.



7 Ekler

Ek: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 Ankara

4 Eylül 2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayşe Yaşar
Müdür

Hikmet Mete Gorbon
Direktör